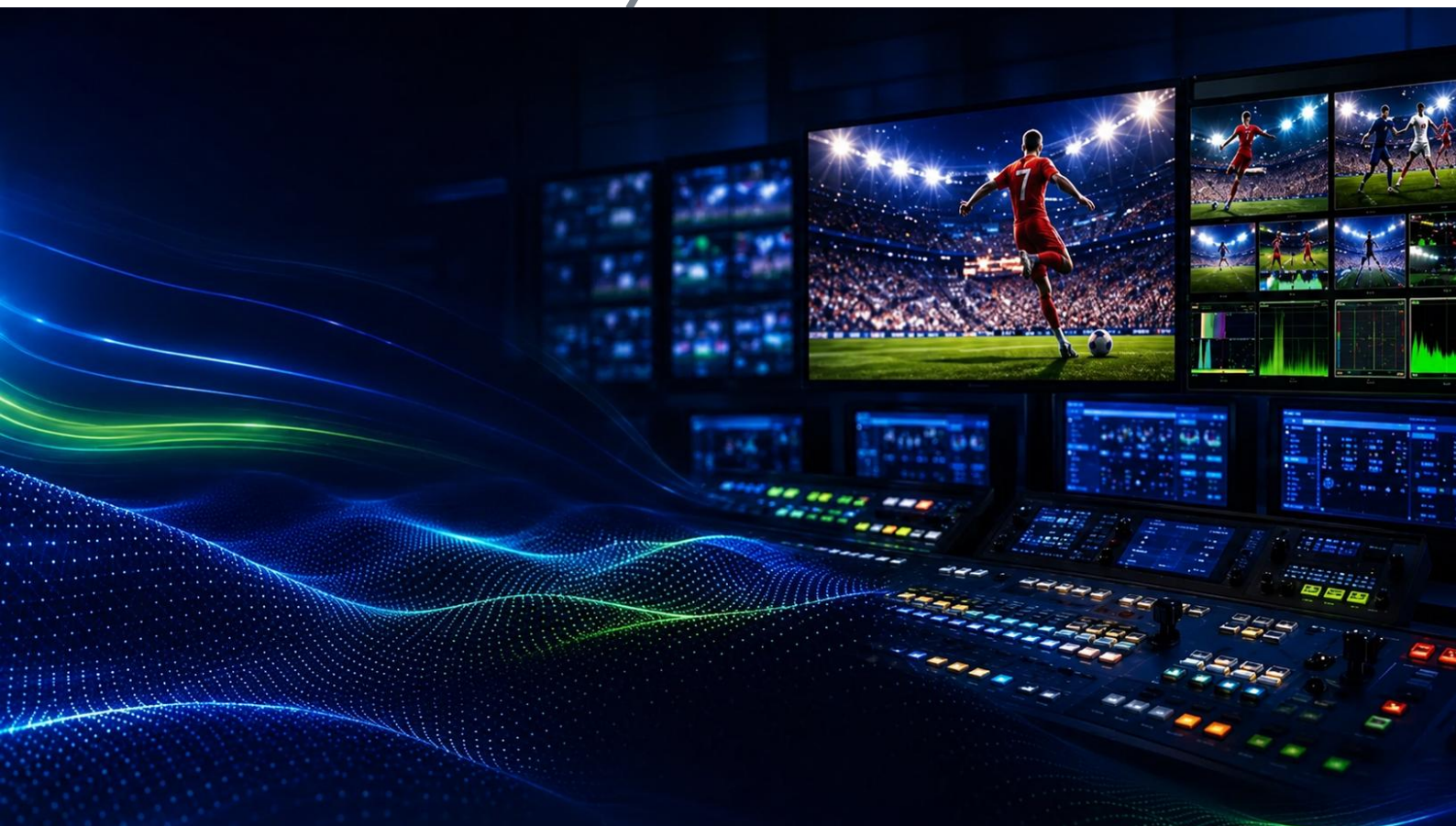




Capitalisation (M€)	149,6	Ticker	ATEME-FR
Objectif de cours	20,3 €	Nb de titres (en millions)	11,7
Cours au 25/09/2026	12,8 €	Volume moyen 12m (titres)	15 193,1
Potentiel	59,5%	Extrêmes 12m (€)	5,18€/14,10€

Achat

Une image plus nette

Ateme est un éditeur français de logiciels spécialisé dans la compression, le traitement et la diffusion vidéo. Coté depuis 2014, le groupe accompagne plus de 1 000 clients dans plus de 100 pays et s'appuie sur une technologie propriétaire protégée par 70 brevets. Après plusieurs années d'investissement, Ateme a amorcé un net redressement de sa rentabilité en 2025, avec un EBITDA passé de 1,1 M€ à 9,2 M€. Le groupe bénéficie désormais de plusieurs catalyseurs : montée du live et du sport dans le streaming, progression des revenus récurrents, consolidation du paysage concurrentiel et validation technologique auprès de grands acteurs internationaux. Avec un ARR de 38,9 M€ en juillet 2026 et un objectif de 22 M€ d'EBITDA en 2027, Ateme entre dans une phase de croissance plus rentable et plus visible. Nous initions la couverture avec une recommandation Achat et un objectif de cours de 20,3€, faisant ressortir un upside de +59,5%.



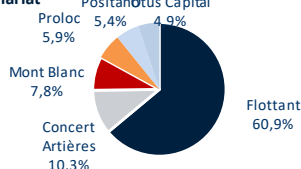
Données financières (en M€)

au 31/12	2025	2026e	2027e	2028e
CA	95,6	106,1	116,7	127,2
var %	2,2%	11,0%	10,0%	9,0%
EBE	9,2	16,2	22,4	30,7
% CA	9,7%	15,2%	19,2%	24,1%
ROC	3,9	10,1	15,8	23,5
% CA	4,1%	9,5%	13,5%	18,5%
RN	1,0	7,8	13,9	22,2
% CA	1,0%	7,3%	11,9%	17,4%
Bnpa (€)	0,08	0,66	1,19	1,89
ROCE (%)	5,8%	16,0%	25,2%	37,8%
ROE (%)	2,7%	18,0%	24,3%	27,9%
Gearing (%)	72,4%	33,5%	0,6%	-27,7%
Dette nette	25,8	14,5	0,3	-22,0
Dividende n (€)	0,0	0,0	0,0	0,0
Yield (%)	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

Multiples de valorisation

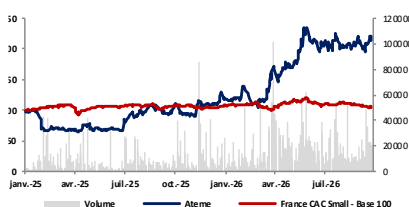
	2025	2026e	2027e	2028e
VE/CA (x)	0,9	1,5	1,2	1,0
VE/EBE (x)	8,9	9,9	6,5	4,0
VE/ROC (x)	21,0	15,9	9,3	5,2
P/E (x)	63,3	19,2	10,7	6,8

Actionnariat



Performances boursières

Performances (%)	Ytd	1m	3m	12m
Perf. Absolue	82,1%	1,6%	2,0%	125,3%



Snapshot

Ateme est un acteur technologique français spécialisé dans la compression, le traitement et la diffusion vidéo. Fondé en 1991 et coté depuis 2014, le groupe accompagne aujourd'hui plus de 1 000 clients dans plus de 100 pays, parmi lesquels des chaînes de télévision, opérateurs télécoms, plateformes de streaming et détenteurs de droits sportifs. Avec 70 brevets, Ateme dispose d'un socle technologique propriétaire reconnu dans un marché où la qualité vidéo, la fiabilité des flux et l'optimisation des coûts de diffusion deviennent des enjeux déterminants.

Le groupe s'est progressivement imposé grâce à une offre logicielle couvrant l'ensemble de la chaîne vidéo. Cette profondeur technologique lui permet d'intervenir depuis l'encodage des contenus jusqu'à leur diffusion OTT, en intégrant également des briques de stockage, de livraison et de monétisation. Ce positionnement prend tout son sens dans un secteur en pleine mutation, marqué par le basculement des usages de la télévision linéaire vers le streaming, mais aussi par la montée en puissance du live, du sport et des expériences multi-écrans.

Après plusieurs années d'investissement et une trajectoire financière parfois irrégulière, Ateme a franchi un premier cap en 2025. Le chiffre d'affaires s'est établi à 95,6 M€, tandis que l'EBITDA est passé de 1,1 M€ en 2024 à 9,2 M€ en 2025. Cette amélioration traduit la montée en puissance des revenus logiciels, un mix d'activité plus favorable et une meilleure absorption des coûts fixes.

La dynamique commerciale s'est nettement renforcée en 2026. Au premier semestre, le chiffre d'affaires atteint 50,4 M€, en hausse de +20% en publié et de +25% à change et périmètres constants. Dans le même temps, la progression des revenus récurrents améliore la visibilité du modèle : l'ARR ressort à 38,9 M€ en juillet 2026 et le MRR atteint 3,245 M€, en hausse de +20% sur un an.

Les perspectives reposent désormais sur des relais de croissance mieux identifiés. Le développement du streaming live et sportif crée des besoins techniques plus exigeants, tandis que la pression croissante sur la monétisation des contenus pousse les clients à investir dans des outils plus flexibles. Les références récentes auprès de Netflix, YouTube et Apple renforcent la crédibilité commerciale du groupe, dans un contexte de consolidation concurrentielle qui ouvre une fenêtre d'opportunité pour un acteur indépendant et spécialisé.

À moyen terme, le management vise 22 M€ d'EBITDA et 4 M€ de MRR en 2027. Nous jugeons cette trajectoire crédible, portée par la réaccélération commerciale, la progression du récurrent, le levier opérationnel attendu à effectifs stabilisés et le positionnement du groupe au cœur des nouveaux usages vidéo.



Pourquoi investir dans Ateme ?



Un acteur tech de référence dans la video



Une offre end-to-end rare: Encodage, OTT, publicité, distribution



Une rentabilité en net redressement : EBITDA 2025 de 9,2 M€



Une croissance réaccélérée : CA S1 2026 +25% PCC



Un modèle plus visible : ARR de 38,9 M€ en juillet 2026



Un cap bien défini pour 2027 : 22M€ d'EBITDA et 4 M€ de MRR

Sommaire

SWOT	5
-------------	----------

THESE D'INVESTISSEMENT	6
-------------------------------	----------

HISTOIRE	7
-----------------	----------

PRESENTATION	8
---------------------	----------

ACTIVITÉ	12
-----------------	-----------

UN leader incontournable	17
---------------------------------	-----------

Estimations EuroLand	29
-----------------------------	-----------

Valorisation et objectif de cours	34
--	-----------



SWOT

Forces

- Positionnement critique sur la chaîne vidéo : compression, streaming, delivery
- Offre end-to-end rare dans un marché encore fragmenté
- Base installée internationale : 1 000+ clients dans 100+ pays
- Validation technologique par des références premium : Netflix, YouTube, Apple
- Rentabilité restaurée : EBITDA 2025 de 9,2 M€ vs 1,1 M€ en 2024
- Récurrence en hausse : ARR de 38,9 M€ et MRR +20% en juillet 2026

S

Faiblesses

- Taille encore limitée face aux grands concurrents internationaux
- Croissance historiquement irrégulière et dépendante des grands projets
- Modèle encore partiellement exposé aux revenus non récurrents
- Rentabilité récente, encore à confirmer dans la durée
- Sensibilité au dollar sur les ventes comme sur les achats
- Actionnariat éclaté malgré la présence du concert fondateur

W

Opportunités

- Migration structurelle de la TV linéaire vers le streaming
- Explosion des besoins liés au live, au sport et à la faible latence
- Monétisation vidéo : publicité dynamique, FAST, AVOD, personnalisation
- IA comme levier de productivité et de montée en valeur des solutions
- Recomposition concurrentielle liée aux rapprochements MediaKind/Harmonic et à la séparation Synamedia/Quortex
- Objectifs 2027 créateurs de valeur : 22 M€ d'EBITDA et 4 M€ de MRR

O

Menaces

- Pression concurrentielle de groupes plus grands et mieux capitalisés
- Risque d'internalisation chez certains grands clients du streaming
- Tensions sur les serveurs et composants liés à la demande IA
- Hausse des coûts hardware pouvant peser sur les marges
- Sensibilité aux budgets médias, streaming et publicité
- Risque d'exécution sur la trajectoire 2027

T



Thèse d'investissement

Un acteur logiciel critique dans la chaîne vidéo

Ateme occupe une place singulière dans l'écosystème vidéo. Derrière son image historique de spécialiste de la compression, le groupe a construit une plateforme logicielle capable d'accompagner les diffuseurs sur l'essentiel du parcours vidéo, depuis la préparation des contenus jusqu'à leur livraison au spectateur final. Cette profondeur technologique prend de la valeur à mesure que les usages se fragmentent entre écrans, formats et modes de consommation. Avec plus de 1 000 clients dans plus de 100 pays et 70 brevets, Ateme dispose aujourd'hui d'une base installée solide et d'un savoir-faire reconnu.

Le live et le sport comme nouveaux moteurs de demande

Après la vidéo à la demande, une nouvelle étape du streaming se joue dans le live et le sport. Ces usages sont plus difficiles à opérer, car ils ne tolèrent ni latence excessive, ni rupture de qualité, ni faiblesse technique lors des pics d'audience. C'est précisément dans cet environnement exigeant qu'Ateme peut faire valoir son expertise. Ses solutions aident les clients à améliorer la qualité vidéo tout en réduisant les coûts de diffusion, un équilibre devenu central pour les plateformes. Les références récentes auprès de Netflix, YouTube et Apple renforcent cette crédibilité auprès des grands acteurs internationaux.

Un modèle qui gagne en visibilité

Ateme a longtemps été perçu comme un dossier de projets, avec une activité parfois irrégulière et une forte saisonnalité. Cette lecture évolue avec la montée progressive des revenus récurrents, portée par les contrats pluriannuels, la maintenance et les offres de souscription. Le groupe ne devient pas pour autant un pur acteur SaaS, mais son profil se transforme. En juillet 2026, l'ARR atteint 38,9 M€ et le MRR progresse de +20% sur un an, à 3,245 M€. Cette évolution améliore la qualité du chiffre d'affaires et donne davantage de profondeur au levier de marge.

Une rentabilité en cours de normalisation

L'exercice 2025 a marqué un véritable point d'inflexion. Après plusieurs années consacrées à l'innovation produit, au développement international et à l'intégration d'Anevia, Ateme a retrouvé une rentabilité plus conforme à son profil logiciel. L'EBITDA est passé de 1,1 M€ en 2024 à 9,2 M€ en 2025, pour un chiffre d'affaires de 95,6 M€. La dynamique s'est confirmée au premier semestre 2026, avec des revenus de 50,4 M€ en hausse de +25% à change et périmètres constants. Le redressement ne se limite donc pas à une discipline de coûts. Il traduit aussi une reprise commerciale et une meilleure absorption de la base fixe.

Une fenêtre de tir favorable pour le plan 2027

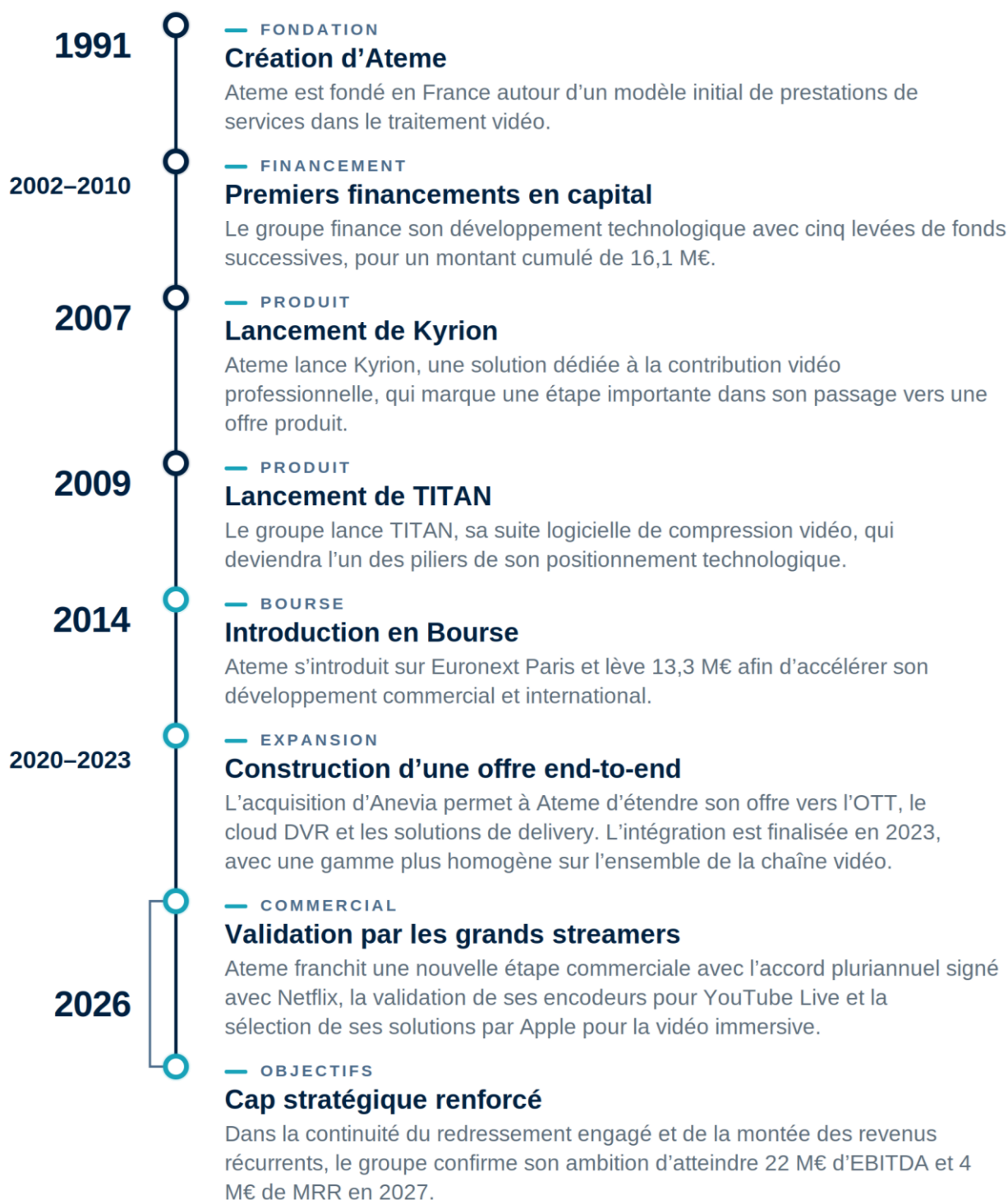
Ateme aborde les prochains exercices avec un contexte plus porteur qu'au cours des années précédentes. Le streaming live gagne en importance, les plateformes cherchent de nouveaux leviers de monétisation et le paysage concurrentiel se recompose autour d'acteurs parfois plus intégrés ou moins agiles. Dans cet environnement, Ateme peut faire valoir son indépendance, sa spécialisation et la qualité de ses références. L'objectif de 22 M€ d'EBITDA et de 4 M€ de MRR en 2027 reste ambitieux, mais il apparaît crédible si la dynamique commerciale récente se prolonge et si le levier opérationnel continue de se matérialiser.



A T E M E

Histoire

1991 → 2026 · de la prestation de services à la plateforme vidéo end-to-end



Ateme : Présentation

Ateme est un éditeur français de logiciels vidéo spécialisé dans la compression, la diffusion et la monétisation des contenus. Fondé en 1991 et coté sur Euronext Paris depuis 2014, le groupe s'est progressivement imposé comme un acteur technologique de référence dans un marché dominé par la transition de la télévision traditionnelle vers le streaming. En 2025, Ateme a réalisé 95,6 M€ de chiffre d'affaires. Le groupe emploie environ 560 collaborateurs dans plus de 20 pays, accompagne plus de 1 000 clients dans plus de 100 pays et dispose d'un portefeuille de 70 brevets.

Le cœur du modèle repose sur une offre logicielle capable de couvrir une grande partie de la chaîne vidéo. Ateme intervient auprès des fournisseurs de contenus, des chaînes de télévision, des opérateurs télécoms, des plateformes de streaming et des détenteurs de droits sportifs. Ses solutions permettent de préparer les flux, de les compresser, de les diffuser en direct ou à la demande, de les livrer sur plusieurs écrans et de les monétiser. Cette profondeur d'offre constitue un élément différenciant dans un marché où peu d'acteurs disposent d'un positionnement réellement end-to-end, c'est-à-dire de bout en bout.

Une offre complète sur toute la chaîne de la vidéo

	Contribution Acquisition des contenus	Broadcast Headend Préparation linéaire	OTT Headend Préparation streaming	DVR / Storage Stockage et time-shifting	Ad Insertion Monétisation publicitaire	Delivery Distribution multi-écrans
ATEME	✓	✓	✓	✓	✓	✓
harmonic	✓	✓	✓	–	–	✓
MediaKind	✓	✓	✓	–	–	✓
appear	✓	–	–	–	–	–
QUORTEX	–	✓	✓	✓	✓	✓
synamedia	–	–	–	✓	✓	✓
aws elemental	–	–	✓	✓	✓	✓
VECIMA	–	–	–	✓	✓	✓
broadpeak	–	–	–	✓	✓	✓

Sources : Ateme, EuroLand Corporate

L'offre du groupe s'organise autour de plusieurs briques complémentaires. TITAN constitue la plateforme historique d'encodage et de transcodage vidéo, avec un rôle clé dans l'optimisation de la qualité d'image et de la bande passante. KYRION adresse les besoins de contribution vidéo professionnelle, notamment pour les événements live et les infrastructures broadcast.

NEA, renforcée par l'acquisition d'Anevia, permet à Ateme d'intervenir plus en aval sur l'OTT (Over-The-Top, diffusion vidéo via Internet), le cloud DVR (Digital Video Recorder, enregistrement vidéo dans le cloud) et la livraison des contenus. Le groupe complète cette base avec des outils d'orchestration, d'analytics et d'insertion publicitaire dynamique, afin d'aider ses clients à mieux piloter et monétiser leurs services vidéo.

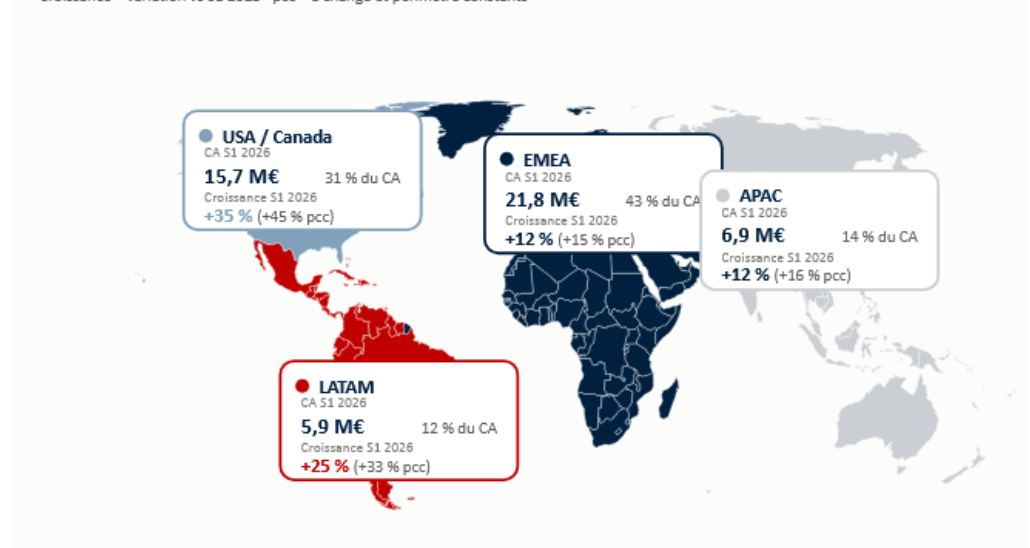


La proposition de valeur d'Ateme repose ainsi sur un équilibre entre performance technique et impact économique pour ses clients. Les solutions du groupe visent à améliorer la qualité d'expérience des spectateurs, à optimiser les coûts de bande passante et d'infrastructure, et à ouvrir de nouveaux leviers de monétisation. Cette dimension est particulièrement importante dans un secteur où la vidéo devient plus lourde, plus fragmentée et plus coûteuse à distribuer. Le caractère temps réel et critique des logiciels d'Ateme renforce également la profondeur de la relation client, les changements de fournisseur pouvant entraîner des coûts opérationnels et des risques techniques significatifs.

Ateme bénéficie également d'une présence internationale équilibrée. Au premier semestre 2026, le groupe a réalisé 43% de son chiffre d'affaires en EMEA (Europe, Moyen-Orient et Afrique), 31% aux États-Unis et au Canada, 14% en APAC (Asie-Pacifique) et 12% en Amérique Latine. La dynamique récente confirme le caractère global de l'activité, avec un chiffre d'affaires semestriel de 50,4 M€, en hausse de +20% en publié et de +25% à change et périmètres constants. La croissance a été particulièrement marquée en Amérique du Nord, où les revenus ont progressé de +35% en publié et de +45% à change constant.

Un acteur mondial

Croissance = variation vs S1 2025 · pcc = à change et périmètre constants



Sources : Ateme, EuroLand Corporate

Depuis 2019, Ateme fait progressivement évoluer son modèle vers davantage de revenus récurrents. Cette transition repose sur les contrats pluriannuels, la maintenance, les modèles de souscription et les offres SaaS (Software as a Service, logiciel accessible par abonnement). En juillet 2026, l'ARR (Annual Recurring Revenue, revenu récurrent annuel) atteint 38,9 M€ et le MRR (Monthly Recurring Revenue, revenu récurrent mensuel) ressort à 3,2 M€, en hausse de +20% sur un an, contre 0,9 M€ en janvier 2020. Cette évolution ne transforme pas encore Ateme en pur acteur SaaS, mais elle améliore la visibilité du chiffre d'affaires et renforce la qualité du modèle.

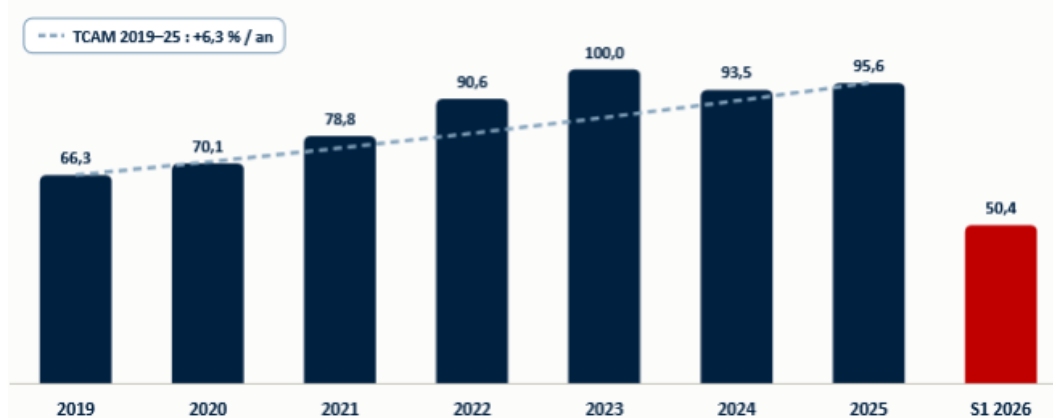
La transformation du marché vidéo renforce enfin la pertinence du positionnement d'Ateme. La montée du streaming, du live, du sport et des usages multi-écrans accroît

les exigences techniques des diffuseurs, qui doivent garantir une qualité élevée tout en maîtrisant leurs coûts de distribution.

Dans ce contexte, les références récentes auprès de Netflix, YouTube et Apple constituent des validations importantes. Elles confortent l'idée qu'Ateme n'est plus seulement un fournisseur technologique de niche, mais un partenaire logiciel capable d'accompagner les grands acteurs internationaux dans la modernisation de leurs infrastructures vidéo.

Évolution du CA 2019-S1 2026

Exercices annuels 2019–2025 · dernier bâton = S1 2026 (premier semestre)

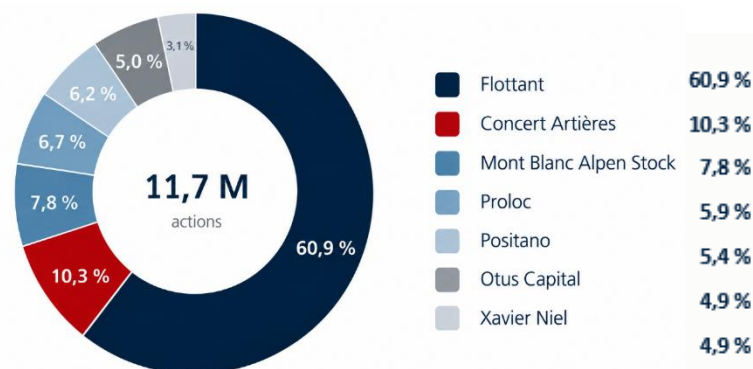


Sources : Ateme, EuroLand Corporate

Le flottant constitue la majeure partie de l'actionnariat

L'actionnariat d'Ateme combine flottant majoritaire, investisseurs institutionnels et présence de Michel Artières, le fondateur. À fin juin 2026, le flottant représente 60,9% du capital, devant le Concert Artières à 10,3%, Mont Blanc Alpen Stock à 7,8%, Proloc à 5,9%, Positano à 5,4%, Otus Capital à 4,9% et Xavier Niel à 4,9%. Cette structure laisse au titre une liquidité de marché significative, tout en conservant un ancrage entrepreneurial via le concert fondateur. À cette date, le capital était composé de 11,7 millions d'actions, avec une dilution potentielle de 7,2%.

Répartition de l'actionnariat d'Ateme



Sources : Ateme, EuroLand Corporate

Un groupe dirigé par son fondateur

Ateme reste dirigé par son fondateur, Michel Artières, Directeur général depuis la création du groupe. Ingénieur de Supélec spécialisé en traitement du signal et télécommunications, il assure la continuité technologique et entrepreneuriale de la société. Il s'appuie sur une direction financière expérimentée, confiée à Véronique Coulmann, diplômée de Sup de Co Poitiers, titulaire d'un MBA de Seattle University et du DESCF.

La gouvernance s'organise autour d'un conseil d'administration doté de plusieurs comités spécialisés couvrant l'audit, les rémunérations, la RSE et la stratégie. L'alignement entre dirigeants et actionnaires a par ailleurs été renforcé par un plan d'actions de performance réservé aux principaux managers, dont l'acquisition est conditionnée à l'atteinte d'objectifs d'EBITDA et de cours de Bourse à l'horizon 2027.

Panorama des acteurs clés du panel

Michel Artières
Fondateur & Directeur général
Aux commandes depuis 1991

Ingénieur Supélec — traitement du signal & télécommunications

Continuité technologique et entrepreneuriale du groupe

Véronique Coulmann
Directrice financière
Finance & contrôle

Sup de Co Poitiers · MBA Seattle University

DESCF — expertise comptable et financière

Gouvernance

Conseil d'administration doté de comités spécialisés :

Audit Rémunérations RSE Stratégie

Alignement actionnaires

Plan d'actions de performance réservé aux principaux dirigeants, indexé sur des objectifs d'EBITDA et de **cours de Bourse** à l'horizon 2027.

Sources : Ateme, EuroLand Corporate



Activité

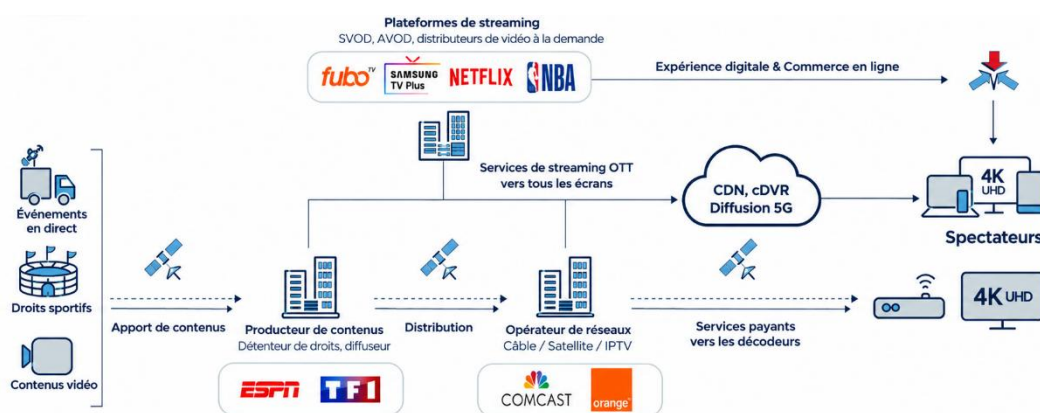
De la caméra à l'écran du spectateur

Pour bien comprendre l'activité d'Ateme, il faut partir du trajet d'un contenu vidéo. Un match, une émission ou une série ne passe pas directement de la caméra à l'écran du spectateur. Le signal doit d'abord être capté, transporté vers une régie ou une plateforme technique, compressé pour réduire son poids, adapté à plusieurs formats, parfois stocké pour permettre le replay, puis distribué vers une télévision, une box, un ordinateur, une tablette ou un smartphone.

Ateme intervient sur plusieurs étapes de cette chaîne. En amont, le groupe adresse la contribution, c'est-à-dire le transport du signal depuis un lieu de captation, comme un stade ou un plateau, vers une infrastructure de diffusion. Le contenu est ensuite préparé soit pour la télévision traditionnelle, soit pour une diffusion vidéo via Internet, appelée OTT (Over-The-Top).

Il peut aussi être enregistré dans le cloud pour permettre le replay ou le contrôle du direct, via des fonctions de DVR (Digital Video Recorder), puis distribué au spectateur final grâce à des réseaux de diffusion de contenus, les CDN (Content Delivery Network). Le métier d'Ateme consiste donc à rendre cette circulation plus fiable, plus fluide et moins coûteuse pour ses clients.

Une offre end-to-end sur le marché de la vidéo



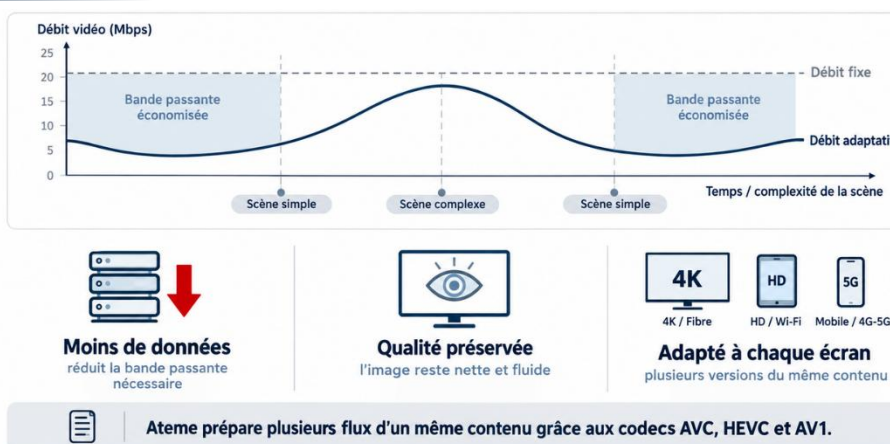
Sources : Ateme, EuroLand Corporate

Pourquoi la compression vidéo est essentielle

La compression vidéo est le cœur historique du savoir-faire d'Ateme. Une vidéo brute représente un volume de données considérable, car elle est composée d'une succession très rapide d'images, auxquelles s'ajoutent le son, les sous-titres et des informations techniques. Sans compression, diffuser un événement en direct ou un catalogue de contenus demanderait trop de bande passante, coûterait beaucoup plus cher et rendrait l'expérience plus instable pour l'utilisateur final.

Le rôle d'un logiciel de compression est de réduire la taille du flux sans dégrader la qualité perçue. Pour simplifier, l'encodeur ne retransmet pas inutilement ce qui se répète d'une image à l'autre. Il identifie les mouvements, conserve davantage de détails dans les zones importantes pour l'œil humain et réduit les informations moins visibles. L'objectif est de trouver le bon équilibre entre qualité d'image, rapidité de diffusion, stabilité du flux et coût d'infrastructure.

Une vidéo, moins de données, une diffusion plus fluide



Sources : Ateme, EuroLand Corporate

Cette technologie est d'autant plus utile que le même contenu doit aujourd'hui être regardé dans des conditions très différentes. Un spectateur connecté à la fibre sur une télévision 4K ne reçoit pas le même flux qu'un utilisateur regardant le même programme sur mobile avec une connexion plus instable.

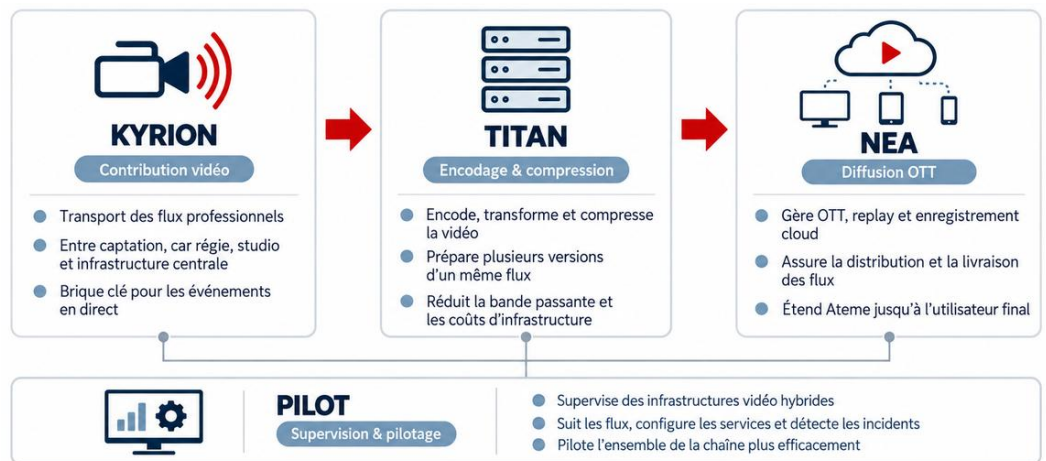
Les logiciels d'Ateme permettent de préparer plusieurs versions d'un même contenu, avec des niveaux de qualité et de débit différents, afin que la vidéo reste fluide quel que soit l'écran ou la connexion. Cette logique repose sur des standards de compression, appelés codecs, comme AVC (Advanced Video Coding), HEVC (High Efficiency Video Coding) ou AV1.

Une offre construite autour de plusieurs briques

TITAN constitue la plateforme historique du groupe. Elle sert à encoder, transformer et compresser les contenus vidéo. En pratique, TITAN prépare un flux source en plusieurs versions exploitables par les chaînes de télévision, les opérateurs télécoms ou les plateformes de streaming. Sa valeur repose sur un enjeu simple pour les clients : maintenir une bonne qualité vidéo tout en réduisant le poids des flux, donc les coûts de bande passante et d'infrastructure.

KYRION intervient plus en amont, dans la contribution vidéo professionnelle. Il s'agit d'équipements utilisés pour transporter des flux entre les lieux de captation, les cars régie, les studios et les infrastructures centrales. Cette brique reste plus matérielle que les solutions logicielles du groupe, mais elle conserve un rôle important dans les environnements de diffusion exigeants, notamment pour les événements en direct.

Quatre solutions complémentaires le long de la chaîne vidéo



Sources : Ateme, EuroLand Corporate

NEA, issue de l'acquisition d'Anevia, a élargi le périmètre d'Ateme vers la diffusion vidéo via Internet. Cette suite permet notamment de gérer les services OTT, le replay, l'enregistrement vidéo dans le cloud, certaines fonctions de distribution de contenus et la livraison des flux jusqu'aux utilisateurs finaux. Avec NEA, Ateme ne se limite plus à préparer la vidéo. Le groupe participe aussi à sa distribution, à son stockage et à son adaptation aux usages du streaming.

PILOT complète l'ensemble avec des fonctions de supervision et de pilotage. Cette brique permet aux clients de gérer des infrastructures vidéo de plus en plus complexes, mêlant équipements installés chez eux, cloud privé et cloud public. L'objectif est de suivre les flux, configurer les services, détecter les incidents et piloter l'ensemble de la chaîne vidéo de façon plus efficace.

Comment Ateme génère ses revenus

Le modèle économique d'Ateme reste hybride. Historiquement, les clients achetaient surtout des licences logicielles et des équipements associés, dans une logique de dépenses d'investissement, ou CAPEX (Capital Expenditure). Ateme vend encore des licences, notamment sur TITAN, parfois avec les serveurs standards nécessaires au fonctionnement des solutions. Ces ventes s'accompagnent généralement d'un contrat de support, qui couvre l'assistance technique et les mises à jour logicielles. Le DEU indique que ce support représente généralement 10% à 20% de la valeur du logiciel, selon le niveau de service demandé par le client.

Cette base installée crée une forme de récurrence naturelle. Une chaîne de télévision, un opérateur ou une plateforme déjà équipée renouvelle régulièrement ses licences pour traiter de nouveaux contenus, lancer de nouvelles chaînes ou adapter ses services à de nouveaux formats.

Depuis 2019, Ateme cherche à rendre cette récurrence plus visible avec des contrats pluriannuels, des locations de licences et des offres de logiciels par abonnement, appelées SaaS (Software as a Service). Le revenu récurrent mensuel, ou MRR (Monthly Recurring Revenue), est ainsi passé de 0,880 M€ en janvier 2020 à 3,245 M€ en juillet 2026.

Progression du MRR en M€, 2020-2026

Janv. 2020 à juil. 2026 – revenu mensuel récurrent (M€)



Sources : Ateme, EuroLand Corporate

Des clients professionnels de la vidéo

Ateme vend ses solutions à des clients professionnels de la vidéo, avec des besoins différents selon leur rôle dans la chaîne. Les fournisseurs de contenus et les chaînes de télévision, comme ESPN ou TF1, ont besoin de préparer, transporter et diffuser leurs programmes. Les opérateurs et distributeurs TV, comme Comcast ou Orange, doivent gérer des services de télévision payante, de télévision diffusée via Internet, ou IPTV (Internet Protocol Television), et de streaming multi-écrans.

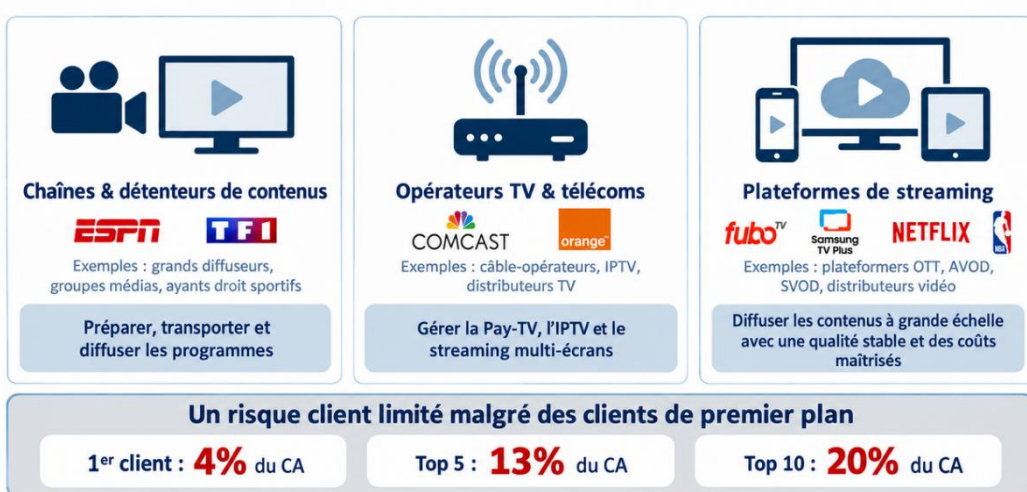
Les plateformes et distributeurs vidéo, comme FuboTV, Samsung TV Plus, Netflix ou la NBA, recherchent des solutions capables de diffuser des contenus à grande échelle, avec une qualité stable et des coûts maîtrisés.



La manière de vendre dépend de la taille et de la maturité technique du client. Une grande plateforme mondiale peut rechercher une brique très précise à intégrer dans sa propre architecture. Un opérateur télécom, une chaîne de télévision ou un acteur régional peut au contraire privilégier une solution plus complète pour moderniser son infrastructure. Cette diversité explique un modèle commercial mixte, avec une vente directe aux grands comptes et le recours à des partenaires ou intégrateurs pour certains clients plus petits.

Même si Ateme travaille avec de grands noms des médias, des télécoms et du streaming, son risque client apparaît relativement contenu. En 2025, le premier client représentait 4% du chiffre d'affaires consolidé, les cinq premiers 13% et les dix premiers 20%. Le groupe sert donc des clients exigeants, parfois très visibles, mais son activité ne dépend pas d'un seul donneur d'ordre.

Une base de clients diversifiée sur l'ensemble de la chaîne de valeur



Sources : Ateme, EuroLand Corporate

Un leader incontournable

Ateme aborde selon nous une nouvelle étape de son développement. Après plusieurs années consacrées à élargir son offre, à renforcer ses capacités technologiques et à développer sa présence internationale, le groupe dispose aujourd'hui d'un socle plus mature, alors même que son marché évolue dans un sens favorable à ses principaux savoir-faire.

Cette transformation n'a pas toujours été visible dans les résultats, avec une progression parfois irrégulière de la top line et de la rentabilité. Les évolutions observées depuis 2025 suggèrent toutefois qu'une partie des investissements réalisés commence désormais à se traduire plus nettement dans les fondamentaux.

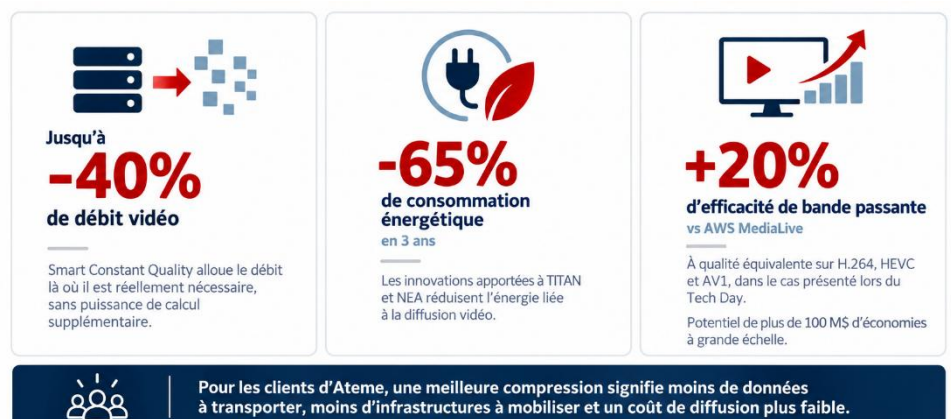
Selon nous, quatre éléments structurent cette inflexion : 1/ une offre technologique de qualité, construite dans la durée et dont les investissements commencent à être mieux absorbés, 2/ un marché vidéo qui se déplace vers des usages plus exigeants, notamment le streaming, le live et le sport, 3/ une recomposition du paysage concurrentiel susceptible d'ouvrir de nouvelles opportunités commerciales et 4/ une montée progressive des revenus récurrents qui améliore la visibilité du modèle et renforce son levier opérationnel.

1) Une offre technologique à forte valeur ajoutée

La première force d'Ateme tient à l'utilité économique de sa technologie. Dans la vidéo, la qualité d'image a un coût très concret : plus un flux est lourd, plus il mobilise de bande passante, de stockage, de serveurs et d'énergie. Pour une chaîne, un opérateur ou une plateforme, mieux compresser un contenu ne relève donc pas seulement de la performance technique. C'est un moyen de diffuser davantage de vidéo, à meilleure qualité, sans faire progresser les coûts au même rythme que les usages.

Cette valeur ajoutée se mesure directement dans les gains annoncés par le groupe. Smart Constant Quality, le mode d'encodage intelligent d'Ateme, analyse chaque scène afin d'allouer le débit là où il est réellement nécessaire et peut réduire celui-ci jusqu'à 40%, sans consommation supplémentaire de puissance de calcul. Ateme indique également que les innovations apportées à TITAN et NEA ont permis de réduire de 65% la consommation énergétique liée à la diffusion vidéo en trois ans. Pour les clients, l'intérêt est direct : moins de données à transporter, moins d'infrastructures à mobiliser et, in fine, un coût de diffusion plus faible.

Une technologie qui crée de la valeur économique



Sources : Ateme, EuroLand Corporate



Le contrat remporté auprès de Netflix illustre bien la valeur économique de la technologie d'Ateme. Dans le cas présenté lors du Tech Day, le groupe indique une efficacité de bande passante supérieure de 20% à AWS MediaLive, à qualité d'image équivalente, sur les principaux codecs vidéo. À grande échelle, Ateme estime que ce gain pourrait représenter plus de 100 M\$ d'économies. Ces chiffres restent propres au scénario présenté par le groupe, mais montrent qu'une amélioration technique limitée en apparence peut avoir un impact financier important lorsqu'elle est appliquée à des volumes de diffusion très élevés.

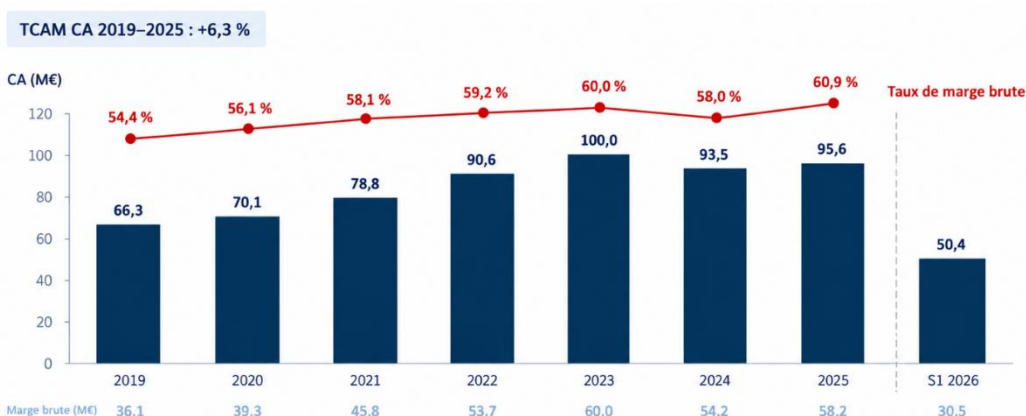
Autre point fort, la technologie d'Ateme n'est pas liée à un seul standard de compression. Ses solutions peuvent évoluer avec les différentes générations de codecs, ce qui limite le risque d'obsolescence pour les clients. Cet élément est d'autant plus important que les logiciels d'Ateme sont intégrés au cœur d'infrastructures critiques, où la fiabilité et la continuité de service sont essentielles.

La solidité de cette offre et la valeur économique qu'elle apporte aux clients se reflètent dans la trajectoire des fondamentaux d'Ateme. Malgré un modèle historiquement marqué par la saisonnalité et le rythme de déploiement des projets, le groupe a enregistré une progression soutenue de son activité, avant d'amorcer plus récemment une amélioration sensible de son profil de rentabilité.

Entre 2019 et 2025, le chiffre d'affaires d'Ateme est passé de 66,3 M€ à 95,6 M€, soit un TCAM de +6,3%. La progression a été quasi continue jusqu'au record de 100,0 M€ atteint en 2023. Seul l'exercice 2024 a marqué un recul, de -7% à 93,5 M€, notamment en raison de la normalisation de l'activité aux États-Unis après un exercice 2023 exceptionnellement soutenu par des ventes de serveurs.

Le groupe a renoué avec la croissance en 2025, à +2% publié et +4% à données comparables, avant une nette accélération au S1 2026, avec 50,4 M€ de revenus, en hausse de +20% publié et +25% à change et périmètres constants.

Évolution du CA et de la MB en M€ (2019 - S1 2026)



Sources : Ateme, EuroLand Corporate

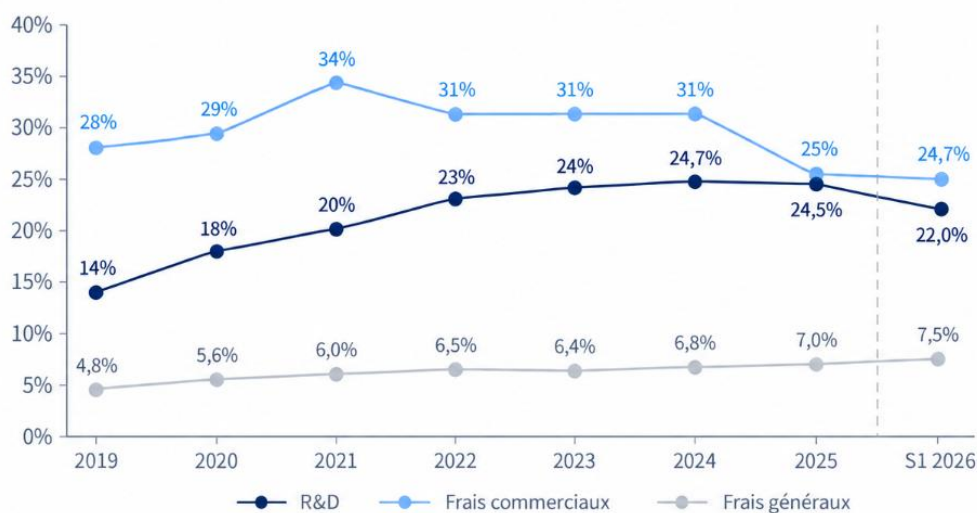
Cette dynamique a notamment bénéficié de la livraison de plusieurs commandes importantes remportées en 2025, d'une reprise généralisée de l'activité, particulièrement marquée en Amérique du Nord avec +45% de croissance à change constant, ainsi que de la montée des revenus récurrents.

La marge brute s'est également améliorée sur longue période, passant de 36,1 M€ en 2019, soit 54,4% du chiffre d'affaires, à 58,2 M€ en 2025, soit 60,9%. Ce niveau peut paraître faible pour un éditeur de logiciels, mais s'explique par le modèle encore hybride d'Ateme, certains contrats intégrant la revente de serveurs ou de matériel, auxquels s'ajoutent des coûts de production et de déploiement directement comptabilisés dans le coût des ventes.

La progression du taux de marge reflète ainsi l'évolution graduelle du mix vers davantage de logiciels et de revenus récurrents, qui n'intègrent pas de revente de matériel. Après un recul ponctuel à 58,0% en 2024, la marge brute a rebondi de +2,9 pts à 60,9% en 2025, portée par un mix produit plus favorable et une meilleure absorption des coûts indirects.

Ateme présente une structure d'Opex principalement concentrée sur la R&D et les dépenses commerciales. Rapportée au chiffre d'affaires, la R&D est passée d'environ 14% en 2019 à 24,5% en 2025, traduisant l'effort d'investissement technologique du groupe. Les frais commerciaux ont suivi une trajectoire encore plus marquée, culminant autour de 34% du CA en 2021 avant de revenir à 25% en 2025 sous l'effet des mesures de rationalisation engagées depuis 2024, tandis que les frais généraux sont restés contenus autour de 5 à 7% du CA.

Structure des opex, M€ (2019 – S1 2026)



Sources : Ateme, EuroLand Corporate

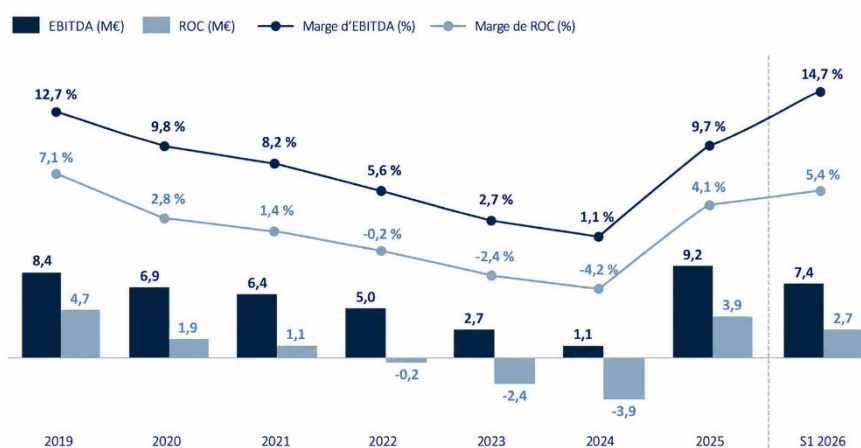
Cette montée des investissements a longtemps limité le levier opérationnel et comprimé la marge d'EBITDA, tombée à seulement 1,1% en 2024. Le retournement est net en 2025, avec un EBITDA de 9,2 M€ et une marge de 9,7%, soutenus à la fois par l'amélioration de la marge brute et par une baisse de 6,6% des Opex, principalement liée aux dépenses commerciales.



Les D&A représentent un poste relativement stable, autour de 4 à 5% du chiffre d'affaires depuis 2019. Ils ont donc moins pesé sur l'évolution de la rentabilité que la structure d'Opex, mais expliquent l'écart persistant entre EBITDA et ROC. En conséquence, la trajectoire du ROC reflète surtout celle du levier opérationnel : après 7,1% de marge en 2019, il est devenu négatif entre 2022 et 2024, avant de rebondir à 4,1% en 2025, avec 3,9 M€ de résultat opérationnel courant.

Le redressement du ROC se traduit également dans le résultat net, redevenu positif à 1,0 M€ en 2025, après des pertes de -5,4 M€ en 2024 et -4,0 M€ en 2023. L'amélioration reste toutefois moins marquée que sur le plan opérationnel en raison d'un résultat financier de -3,0 M€, comprenant 1,5 M€ de charges liées à l'endettement et 1,6 M€ de pertes de change, principalement sur le dollar. La hausse des coûts financiers reflète notamment le préfinancement du CIR et le recours au factoring mis en place fin 2024.

Évolution des marges opérationnelles, M€ (2019 – S1 2026)



Sources : Ateme, EuroLand Corporate

Sur le plan du cash, la génération opérationnelle a été historiquement volatile, avec un CFO passé de 5,4 M€ en 2019 à -5,4 M€ en 2022, avant de se redresser progressivement à 0,6 M€ en 2023, 3,9 M€ en 2024 puis 6,3 M€ en 2025. Dans le même temps, les capex sont restés relativement faibles, représentant en moyenne environ 3,2% du chiffre d'affaires sur les cinq dernières années, et seulement 2,1% en 2025, ce qui confirme le caractère peu capitalistique du modèle.

Cette amélioration du cash-flow opérationnel, combinée à un niveau d'investissement contenu, a permis au free cash-flow de remonter à environ 4,2 M€ en 2025, contre près de 1,0 M€ en 2024.

Enfin, au bilan, Ateme affiche 31,1 M€ de dette brute fin 2025, pour 5,3 M€ de trésorerie, soit une dette nette publiée de 25,8 M€. Ce niveau doit toutefois être relativisé au regard de la composition de l'endettement. La dette brute comprend notamment 14,1 M€ de financements adossés aux créances de CIR, destinés à être remboursés lors de leur encaissement auprès de l'État, ainsi que 4,7 M€ de dettes locatives IFRS 16.

Ces deux postes représentent ainsi une part importante de la dette brute et ne reflètent pas un endettement bancaire classique. Hors financements CIR et dettes IFRS 16, la dette nette financière retraitée ressortirait autour de 7,0 M€, soit environ 0,8x l'EBITDA 2025. La structure financière apparaît ainsi sensiblement moins tendue que ne le suggère le ratio publié de 2,8x.

Free cash flow et cash conversion, M€ (2019–2025)



Sources : Ateme, EuroLand Corporate

2) Un marché vidéo en pleine transformation

Le marché adressable d'Ateme reste relativement mature. Selon Caretta Research, il représentait environ 2,5 Mds\$ en 2025, pour une croissance annuelle moyenne proche de 3%. Pris isolément, ce chiffre pourrait sembler peu dynamique. Il masque toutefois une transformation beaucoup plus profonde des investissements au sein de l'industrie vidéo.

Les dépenses se déplacent progressivement des infrastructures historiques de télévision vers le streaming, les architectures IP, le live et les outils de monétisation. Pour Ateme, l'enjeu est donc moins de bénéficier de la croissance mécanique du marché que de se positionner sur les segments qui gagnent du poids et de la complexité. Compte tenu d'un chiffre d'affaires encore inférieur à 100 M€, le potentiel de développement repose ainsi largement sur les gains de parts de marché et l'élargissement de la valeur captée auprès de chaque client.

La première mutation est celle des usages. Pendant longtemps, un opérateur de télévision distribuait un nombre limité de chaînes vers un décodeur qu'il contrôlait lui-même. L'essor des smartphones, tablettes, téléviseurs connectés et applications de streaming a profondément modifié ce modèle. Un même contenu doit désormais pouvoir être diffusé sur de nombreux écrans, dans plusieurs formats et avec des niveaux de qualité différents.

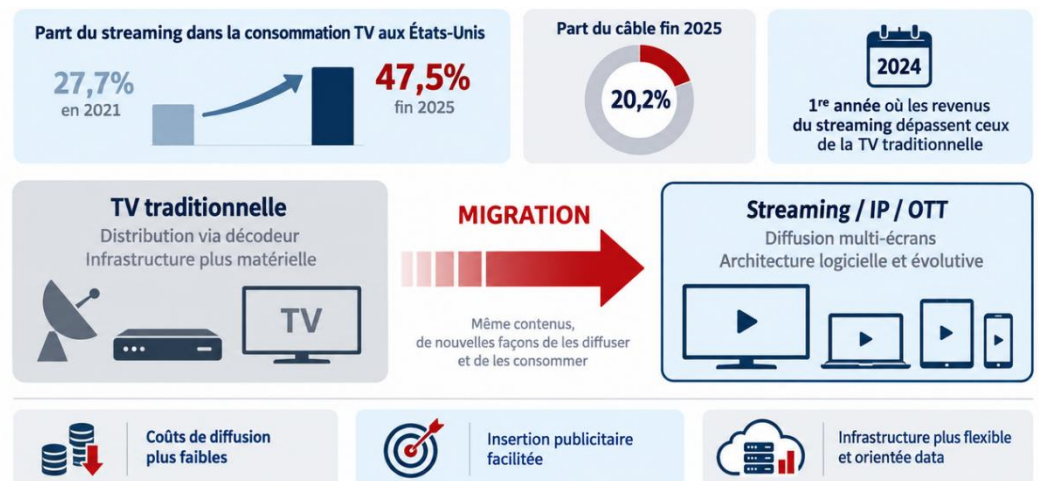
Cette multiplication des usages a progressivement favorisé le passage d'infrastructures matérielles relativement figées à des architectures logicielles et IP, plus souples et capables d'évoluer rapidement. La tendance est déjà largement visible aux États-Unis, où la part du streaming dans la consommation télévisuelle est passée de 27,7% en 2021

à 47,5% fin 2025, tandis que le câble est revenu à 20,2%. Plus encore, les données reprises par Ateme indiquent que 2024 a marqué la première année où les revenus du streaming ont dépassé ceux de la télévision traditionnelle.

Cette transition ne signifie pas pour autant la disparition rapide de la télévision linéaire. Celle-ci conserve une base d'audience et de revenus importante, obligeant les opérateurs à faire cohabiter leurs infrastructures historiques avec de nouveaux services OTT. Pour eux, l'objectif est donc autant de moderniser l'existant que de financer les nouveaux usages.

Cette coexistence accroît la complexité technique de la chaîne vidéo et renforce la nécessité d'optimiser les coûts de diffusion, alors même que les volumes de données continuent d'augmenter. C'est précisément dans cet environnement que la capacité à améliorer la compression, la qualité d'image ou l'efficacité de la distribution prend davantage de valeur économique.

Le streaming devient le premier mode de consommation TV aux USA



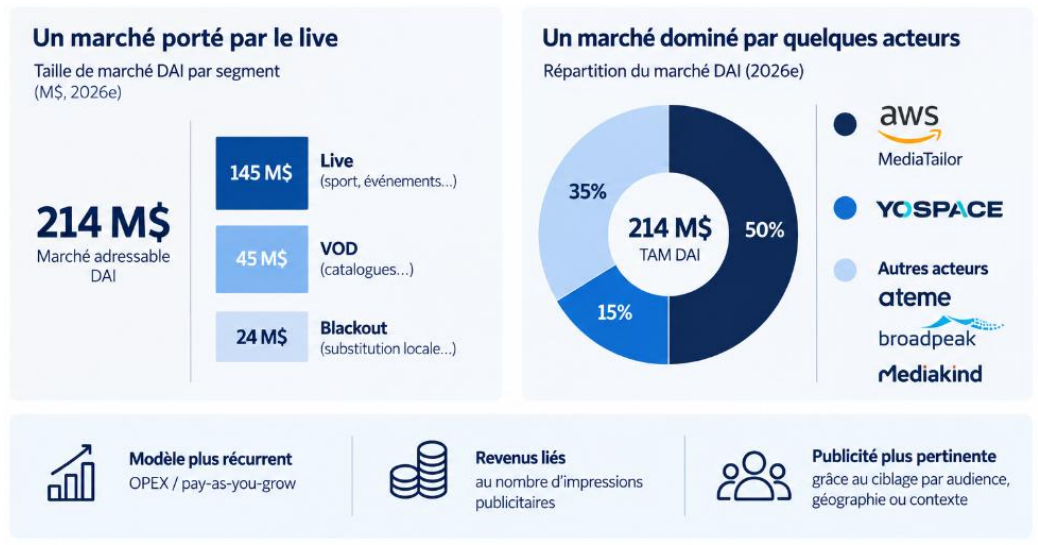
Sources : Ateme, EuroLand Corporate

Un deuxième changement majeur concerne la monétisation des contenus. Face à la multiplication des abonnements et à la difficulté d'augmenter indéfiniment les prix, la publicité redevient un levier central pour les groupes médias et les plateformes. Les offres financées totalement ou partiellement par la publicité se sont généralisées, qu'il s'agisse de l'AVOD ou des chaînes FAST, tandis que Netflix et Disney+ ont eux-mêmes lancé des offres incluant de la publicité.

Dans le même temps, l'insertion dynamique permet de remplacer une publicité générique par un contenu adapté au profil ou à la localisation du spectateur. L'intérêt économique est immédiat : une publicité mieux ciblée peut être vendue plus cher et générer un CPM supérieur.

Pour Ateme, cette évolution élargit progressivement son rôle, de la simple diffusion du contenu vers les outils permettant à ses clients d'augmenter la valeur générée par chaque audience. Le modèle économique devient également plus intéressant, la Dynamic Ad Insertion étant davantage fondée sur une logique Opex et pay-as-you-grow, avec des revenus qui progressent avec le nombre d'impressions publicitaires.

La dynamic ad insertion, un marché à 214 M\$



Sources : Ateme, EuroLand Corporate

Le développement du live et du sport constitue enfin l'un des relais les plus prometteurs. Les grandes plateformes, historiquement concentrées sur les catalogues de films et de séries, investissent désormais dans les événements en direct et les droits sportifs. Ce basculement est particulièrement favorable aux fournisseurs de technologies vidéo car le live est beaucoup plus exigeant que la VOD.

Une plateforme doit diffuser simultanément auprès d'un très grand nombre de spectateurs, maintenir une qualité constante et surtout réduire le délai entre l'événement réel et son affichage à l'écran. Ces contraintes deviennent encore plus fortes avec de nouveaux usages comme le betting ou les expériences interactives, pour lesquels Ateme évoque des objectifs de latence de 1 à 2 secondes, voire moins d'une seconde pour certains usages de micro-betting.

Le Live sport : un relais de croissance à forte valeur ajoutée



Sources : Ateme, EuroLand Corporate



Ateme dispose déjà de premières références significatives sur ce segment. Le groupe a notamment participé à une expérience immersive avec DAZN lors de la Coupe du monde des clubs, fournit l'infrastructure de distribution de Ligue 1+ avec Mediawan et a accompagné Slovak Telekom sur la diffusion OTT à faible latence du championnat du monde de hockey sur glace 2025.

Au-delà de la diffusion elle-même, le sport ouvre également la voie à de nouveaux services comme la création automatique de clips, les résumés personnalisés ou les expériences immersives. Le marché vidéo évolue ainsi progressivement d'une logique de simple transport du contenu vers une logique d'expérience, de personnalisation et de monétisation, ce qui augmente selon nous la valeur des briques technologiques situées au cœur de la chaîne.

Au total, nous considérons que la croissance modérée du marché masque une évolution de mix nettement plus favorable à Ateme. Le basculement vers l'IP et le streaming, la montée du live et du sport ainsi que la recherche de nouvelles sources de revenus publicitaires rendent la vidéo plus complexe à traiter et plus stratégique pour les clients. Cette transformation devrait soutenir à la fois les opportunités commerciales du groupe et la valeur ajoutée de ses solutions au cours des prochaines années.



3) Un paysage concurrentiel en recomposition

Le marché des technologies vidéo reste fragmenté, mais le nombre de grands fournisseurs tend à se réduire. Cette recomposition s'est accélérée depuis fin 2025 avec plusieurs opérations majeures. MediaKind a finalisé en juin 2026 son rapprochement avec l'activité vidéo de Harmonic.

De son côté, Lumine Group a acquis l'activité Video Network de Synamedia, désormais exploitée sous la marque Quortex. Le groupe, spécialisé dans l'acquisition et la détention à long terme d'acteurs logiciels des télécoms et des médias, avait déjà renforcé sa présence dans la vidéo avec Velocix et, plus récemment, Imagine Communications.

Ces opérations interviennent à un moment où de nombreux diffuseurs et plateformes modernisent leurs infrastructures pour accompagner le développement du streaming et de la diffusion par Internet.

Deux opérations majeures en 2026 renforcent la concentration du secteur



Sources : Ateme, EuroLand Corporate

Pour Ateme, cette consolidation peut ouvrir une fenêtre de conquête commerciale. MediaKind et Harmonic proposent notamment plusieurs solutions similaires dans la compression vidéo, le transport des images depuis les lieux de tournage ou les stades vers les centres de diffusion, ainsi que dans la distribution des contenus jusqu'au spectateur. Leur rapprochement devrait donc conduire à rationaliser certaines gammes de produits et à réorganiser les équipes.

Cette période de transition peut créer de l'incertitude chez certains clients et les inciter à réexaminer le choix de leurs fournisseurs. Ateme souligne également que certains partenaires de Harmonic pourraient désormais se retrouver en concurrence avec MediaKind, qui propose lui-même de prendre en charge une partie de l'exploitation technique pour ses clients.

Cela ne signifie évidemment pas que ces clients se tourneront automatiquement vers Ateme, mais chaque remise à plat d'une infrastructure constitue une nouvelle occasion d'entrer dans les appels d'offres.

Cette opportunité est d'autant plus intéressante que les très grands opérateurs et plateformes de streaming ne choisissent généralement pas un fournisseur unique pour

l'ensemble de leur infrastructure. Ils disposent de leurs propres équipes techniques, conçoivent eux-mêmes leur architecture puis sélectionnent, pour chaque fonction, les logiciels qu'ils jugent les plus performants.

Pour Ateme, la concurrence ne se joue donc pas uniquement sur la taille ou la puissance financière. La performance des solutions, leur capacité à fonctionner avec les autres technologies déjà utilisées par le client et la qualité du support restent essentielles. Les validations obtenues auprès de groupes comme Netflix ou YouTube constituent à ce titre une référence importante, puisqu'elles démontrent que la technologie d'Ateme répond aux exigences de clients parmi les plus sophistiqués du marché.

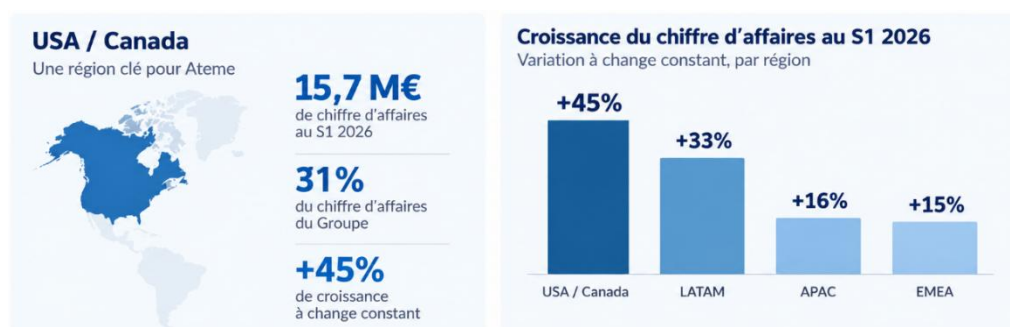
Le groupe bénéficie par ailleurs d'un socle de clients déjà équipés qui limite le besoin de repartir chaque année de zéro commercialement. Ateme indique ainsi générer chaque année environ 100% du chiffre d'affaires de l'exercice précédent avec ses clients existants, la croissance additionnelle provenant principalement de nouveaux comptes.

Cette fidélité s'explique en partie par la place critique occupée par ses logiciels dans les infrastructures vidéo. Changer de fournisseur peut nécessiter de modifier une partie de l'architecture technique, de réaliser de nouveaux tests et de sécuriser à nouveau la continuité du service. Une fois installé chez un client, Ateme dispose donc d'une position favorable pour accompagner progressivement l'évolution de ses besoins.

Enfin, la priorité commerciale du groupe consiste désormais moins à ouvrir de nouveaux pays qu'à renforcer sa présence dans les grands marchés existants, en particulier aux États-Unis.

Ateme considère aujourd'hui sa couverture géographique comme largement constituée et identifie le marché américain comme son principal potentiel de développement. Le management souhaite notamment accroître ses efforts commerciaux dans le sport et le streaming aux États-Unis et en Europe, tout en profitant de la période de réorganisation traversée par plusieurs concurrents.

Les USA, fer de lance de l'expansion d'Ateme



Sources : Ateme, EuroLand Corporate

Nous voyons ainsi la consolidation actuelle du secteur davantage comme une opportunité que comme une menace pour Ateme. Face à des concurrents plus grands mais occupés à intégrer des activités parfois redondantes, le groupe peut mettre en avant son indépendance, sa spécialisation et des références commerciales désormais solides. La capacité à transformer cette période de transition en nouveaux contrats constituera selon nous l'un des principaux moteurs de croissance des prochaines années.

4) Vers un modèle plus récurrent et plus rentable

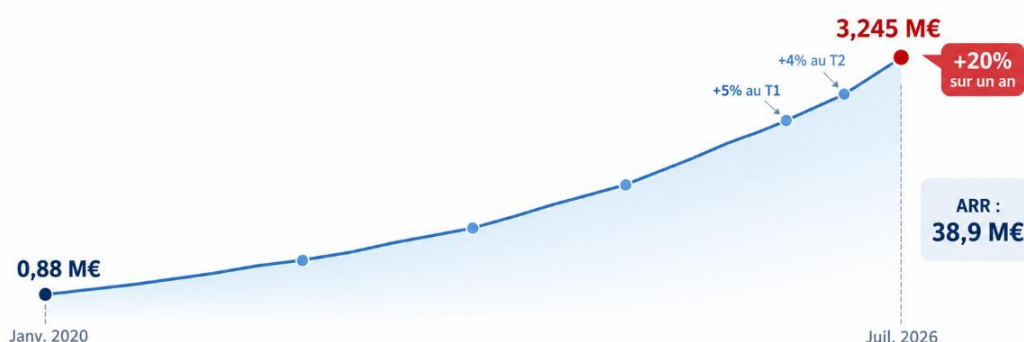
Au-delà de la croissance commerciale, l'un des principaux enjeux pour Ateme est désormais d'améliorer la qualité de son chiffre d'affaires. Historiquement, l'activité reposait largement sur la vente de licences perpétuelles et sur de grands projets, avec une reconnaissance du chiffre d'affaires dépendante du calendrier des commandes et des déploiements.

Depuis 2019, le groupe cherche progressivement à compléter ce modèle par davantage de contrats pluriannuels, de maintenance, de location de licences et d'offres par abonnement. Cette évolution ne transforme pas Ateme en éditeur SaaS pur, mais elle réduit progressivement la dépendance aux ventes ponctuelles et améliore la visibilité sur l'activité future.

Cette transformation se mesure à travers le MRR, ou revenu mensuel récurrent, qui correspond aux revenus contractuels qu'Ateme sait déjà devoir enregistrer chaque mois sans avoir besoin de réaliser une nouvelle vente. Il est constitué notamment des contrats pluriannuels, des locations de licences et de la maintenance.

Le MRR est ainsi passé de 0,88 M€ début 2020 à 3,245 M€ en juillet 2026, soit une multiplication par près de quatre en six ans. Après une période de stagnation en 2025, la dynamique s'est nettement redressée en 2026, avec une progression de +5% au T1 puis +4% au T2, portant la croissance annuelle à +20%. L'ARR, qui correspond simplement à ce revenu mensuel annualisé, atteint désormais 38,9 M€.

Un modèle de plus en plus récurrent



Le MRR a été multiplié par près de 4 en six ans, renforçant la visibilité du chiffre d'affaires.

Sources : Ateme, EuroLand Corporate

L'intérêt de cette évolution ne réside pas uniquement dans une meilleure prévisibilité des ventes. Le récurrent devrait également améliorer progressivement la rentabilité du groupe. Contrairement à certains grands projets historiques, ces revenus n'intègrent pas de revente de serveurs ou de matériel, activité moins rémunératrice.

Ateme indique ainsi que la montée du récurrent doit soutenir à la fois la marge brute et, à terme, la marge opérationnelle, tout en réduisant les efforts commerciaux nécessaires pour générer chaque euro de chiffre d'affaires supplémentaire. Le groupe bénéficie par ailleurs d'une base installée fidèle, les clients équipés renouvelant régulièrement leurs licences pour traiter de nouveaux contenus. Cette caractéristique

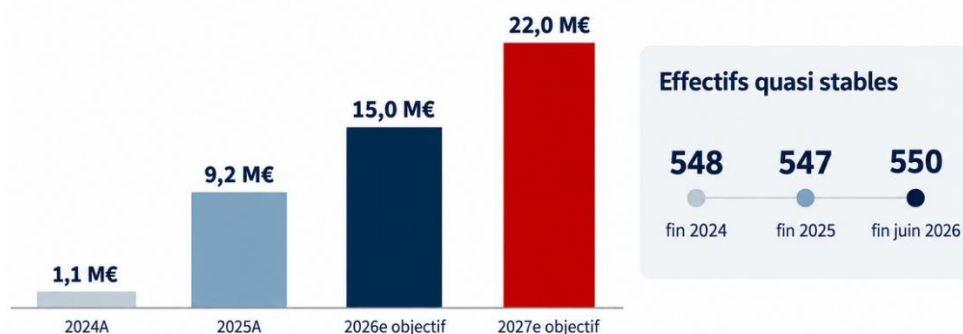
donne au modèle une récurrence économique plus importante que ne le suggère la seule part des revenus formellement contractuels.

Le second levier repose sur une meilleure absorption de la base de coûts. Après plusieurs années consacrées au développement technologique, à l'internationalisation et à l'intégration d'Anevia, Ateme semble avoir atteint une taille à partir de laquelle la croissance peut davantage se traduire dans les marges. Un premier signal est apparu en 2025, avec des effectifs quasiment stables à 547 collaborateurs contre 548 fin 2024, tandis que les dépenses opérationnelles reculaient de -6,6%. La priorité du management est désormais de poursuivre la croissance sans reproduire la hausse des coûts observée lors des années précédentes.

Cette logique passe notamment par la convergence des équipes de R&D, qui géraient jusqu'ici pour certains produits une version historique et une version développée pour le cloud, mais également par l'utilisation croissante de l'intelligence artificielle dans le développement logiciel, l'avant-vente, le support ou encore les fonctions administratives. L'objectif affiché est clair : continuer à faire croître l'activité avec des effectifs globalement stables. Dans un modèle où la R&D et les équipes commerciales représentent l'essentiel des charges opérationnelles, même une croissance modérée des revenus peut alors produire un effet beaucoup plus important sur l'EBITDA.

Ateme entre ainsi dans une phase où la croissance du chiffre d'affaires devrait compter moins que la manière dont elle est générée. Davantage de revenus contractuels, un mix plus logiciel et une base de coûts mieux maîtrisée doivent progressivement renforcer la visibilité et le levier opérationnel du groupe.

Le levier opérationnel doit s'accélérer



Sources : Ateme, EuroLand Corporate

C'est sur cette mécanique que repose l'ambition du management d'atteindre en 2027 un MRR de 4 M€ et un EBITDA de 22 M€. La partie suivante permettra justement de confronter ces objectifs à nos propres estimations 2026-2028 et d'en mesurer les implications sur les marges, le cash-flow et la valorisation.

Estimations EuroLand

Après avoir détaillé les principaux moteurs de la thèse d'investissement, nous déclinons désormais ces éléments dans nos projections financières 2026e-2028e. Cette partie présente les principales hypothèses retenues dans notre modèle et leur traduction sur les résultats, les flux de trésorerie et la structure financière d'Ateme.

Poursuite de la croissance attendue

Nous anticipons une poursuite de la croissance d'Ateme, avec un chiffre d'affaires passant de 95,6 M€ en 2025 à 127,2 M€ en 2028e, soit un TCAM de +10,0%. Cette trajectoire s'appuie sur la forte dynamique observée au S1 2026, notamment en Amérique du Nord, sur la livraison de commandes significatives enregistrées en 2025 et sur la progression continue des revenus récurrents. Les références acquises auprès de grandes plateformes et le renforcement du positionnement dans le streaming et le sport devraient également soutenir les gains de parts de marché. Nous retenons ainsi une croissance encore soutenue, mais qui se normaliserait progressivement de +11% en 2026e à +9% en 2028e.

Évolution des revenus d'Ateme 2024-2028e

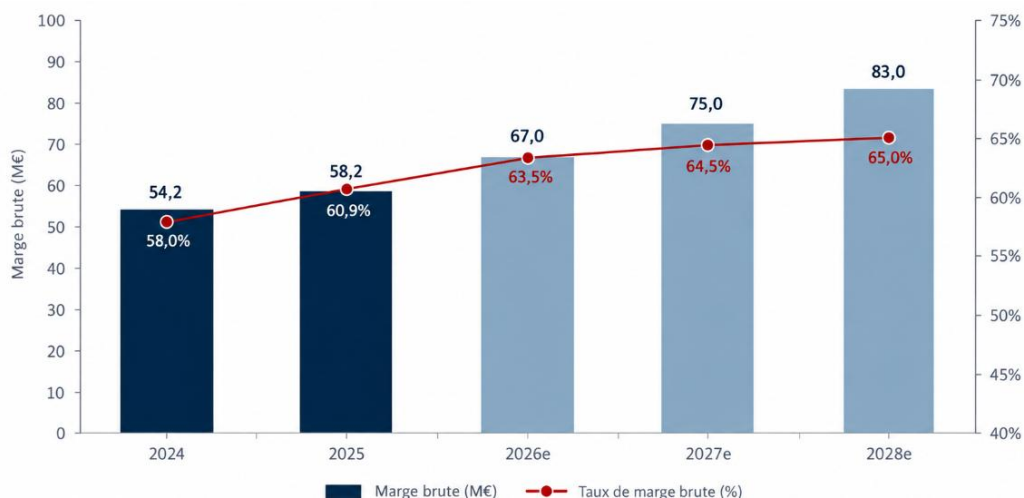


Sources : EuroLand Corporate

Avec une amélioration des marges

Nous anticipons une poursuite de l'amélioration du profil de marge d'Ateme, portée à la fois par un mix d'activité plus favorable et par un effet de levier croissant sur la base de coûts. La marge brute progresserait ainsi de 60,9% en 2025 à 65,0% en 2028e, notamment grâce à la montée des revenus logiciels et récurrents, moins exposés à la revente de matériel.

Évolution de la marge brute d'Ateme 2024-2028e

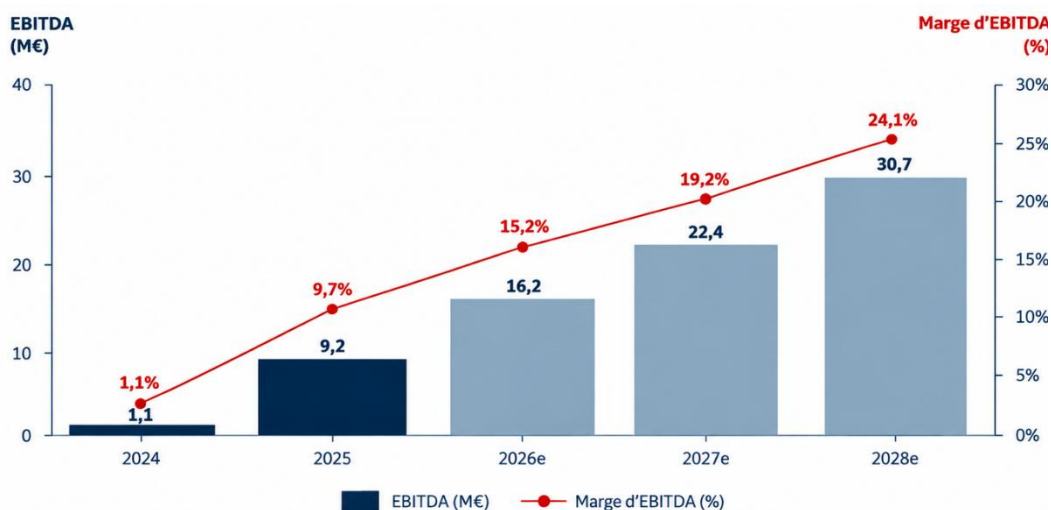


Sources : EuroLand

En parallèle, les principales charges opérationnelles continueraient globalement d'augmenter en valeur absolue, mais à un rythme inférieur à celui du chiffre d'affaires, entraînant une baisse progressive de leur poids dans les ventes. Nous modélisons ainsi une dilution des dépenses de R&D et commerciales, tandis que les frais généraux resteraient relativement stables autour de 6% du chiffre d'affaires.

Ce levier opérationnel permettrait à la marge d'EBITDA de passer de 9,7% en 2025 à 24,1% en 2028e. L'EBITDA progresserait ainsi de 9,2 M€ à 31,0 M€, soit un TCAM proche de +50% sur 2025-2028e, et atteindrait 22,4 M€ dès 2027e, légèrement au-dessus de l'objectif de 22 M€ fixé par le management.

Une trajectoire d'EBITDA bien orientée



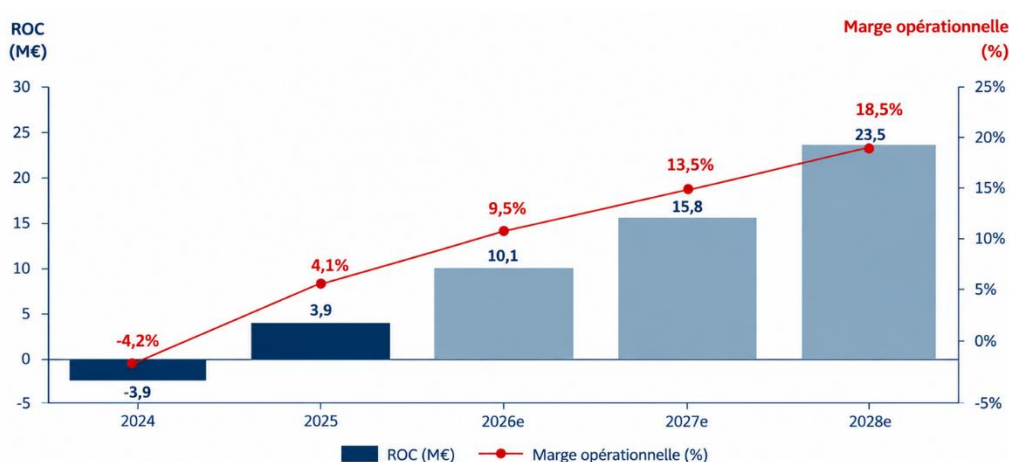
Sources : EuroLand Corporate



Nous retenons des dotations aux amortissements autour de 5% du chiffre d'affaires sur 2026e-2028e, un niveau proche de celui observé historiquement. Cette hypothèse nous paraît cohérente avec un modèle relativement peu capitalistique : les investissements ont reculé de 3,2 M€ en 2023 à 2,1 M€ en 2025 et le groupe n'anticipe pas, à ce stade, de programme d'investissement significatif.

Les amortissements devraient ainsi progresser avec l'activité, notamment au titre des développements logiciels capitalisés et des actifs existants, mais sans augmenter plus rapidement que le chiffre d'affaires. Les frais de développement sont par ailleurs amortis sur 1 à 4 ans, les logiciels sur 1 à 5 ans et certaines technologies acquises sur des durées plus longues. Dès lors, l'essentiel du levier observé au niveau de l'EBITDA se retrouverait dans le ROC, dont la marge progresserait de 4,1% en 2025 à 18,5% en 2028e.

Le levier opérationnel devrait s'activer sur les exercices à venir



Sources : EuroLand Corporate

Le résultat net devrait bénéficier à la fois du redressement opérationnel et d'un poids financier progressivement moins pénalisant. Nous modélisons ainsi un résultat financier passant de -3,0 M€ en 2025 à -1,4 M€ en 2028e, principalement grâce à la diminution progressive de l'endettement bancaire et à la disparition de l'affacturage, dont l'encours avait été intégralement remboursé dès mars 2026. L'ensemble de la dette étant par ailleurs à taux fixe, le groupe reste relativement protégé contre une remontée des taux.

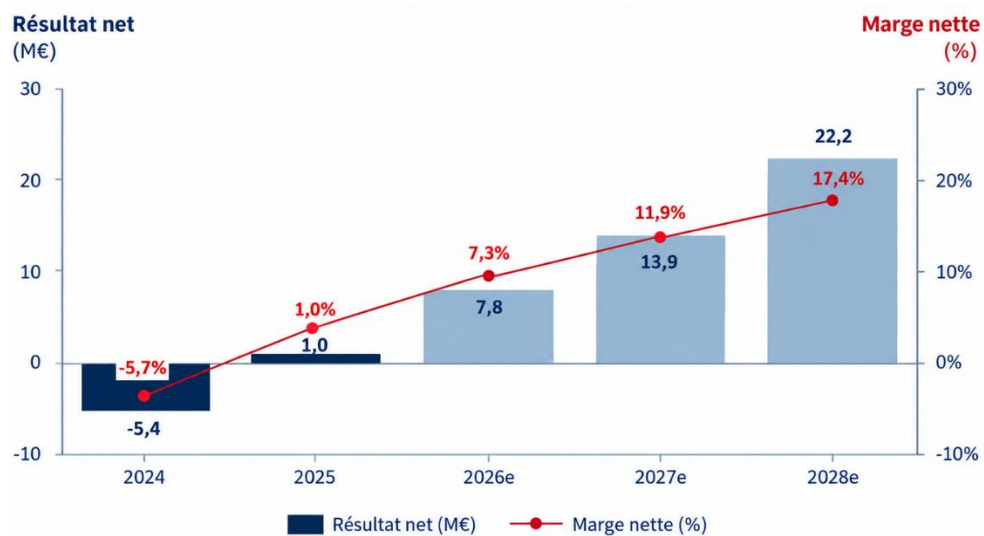
Nous conservons néanmoins environ 1 M€ par an d'autres charges financières, afin d'intégrer une certaine volatilité des changes après une perte de 1,6 M€ en 2025, principalement liée au dollar.

Sur le plan fiscal, nous retenons un taux d'impôt effectif nul sur la période 2026e-2028e, en considérant que les déficits fiscaux reportables accumulés ainsi que les créances de CIR disponibles permettront d'absorber l'impôt courant. Ateme indique encore disposer de déficits reportables en France et aux États-Unis à fin 2025.

En France, l'utilisation des déficits est certes plafonnée chaque année à 1 M€ plus 50% du bénéfice imposable au-delà de ce seuil, mais les créances de CIR peuvent également être imputées sur l'IS dû au cours des trois exercices suivants, ce qui vient conforter

notre hypothèse. Dans ce scénario, le résultat net atteindrait 22,2 M€ en 2028e, contre 1,0 M€ en 2025, soit une marge nette de 17,4%.

Et entrainer la progression du résultat net



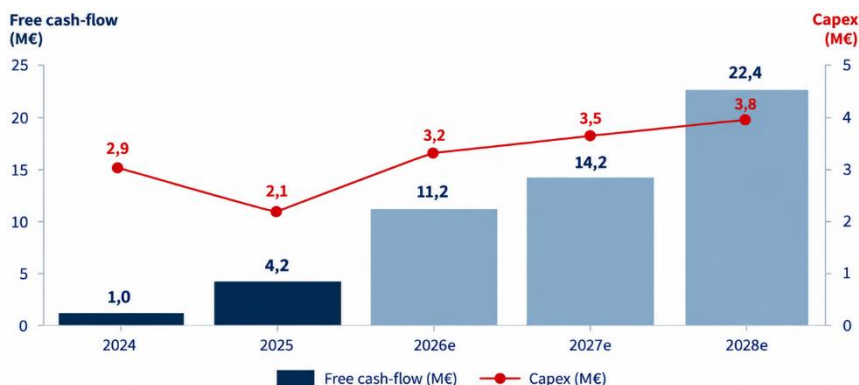
Sources : EuroLand Corporate

Free cash flow

Notre scénario de free cash-flow repose avant tout sur la nette amélioration de la génération de trésorerie opérationnelle, qui accompagnerait la progression des résultats. Le cash-flow opérationnel passerait ainsi de 6,3 M€ en 2025 à 26,2 M€ en 2028e, soutenu par la hausse du résultat opérationnel, tandis que les dotations aux amortissements et provisions resteraient de l'ordre de 5 à 6 M€ par an. L'absence de décaissement fiscal significatif sur la période, compte tenu de notre hypothèse d'utilisation des déficits reportables, favoriserait également la conversion des résultats en cash.

Le BFR constitue le principal élément de variation à court terme. Après avoir atteint 33,0 M€ en 2025, soit 34,5% du chiffre d'affaires, nous anticipons une normalisation progressive de son poids, à 28,4% en 2028e. Cette hypothèse repose notamment sur une meilleure maîtrise du poste clients, après la forte augmentation des créances observée au cours des dernières années. La baisse du BFR générerait ainsi ponctuellement du cash en 2026, avant de redevenir légèrement consommatrice de trésorerie à mesure que l'activité progresse.

Forte amélioration attendue des FCF



Sources : EuroLand

Les capex devraient quant à eux rester contenus, compte tenu du caractère relativement peu capitalistique du modèle. Nous retenons un niveau normatif proche de 3% du chiffre d'affaires, supérieur au point bas de 2025 mais cohérent avec les niveaux observés historiquement. Ateme ne prévoit par ailleurs pas, à ce stade, de programme d'investissement significatif, les dépenses étant principalement consacrées au développement et à l'amélioration des produits.

Au total, nous anticipons une forte accélération du free cash-flow, qui passerait de 4,2 M€ en 2025 à 22,4 M€ en 2028e, soit un TCAM d'environ +75%. Cette trajectoire traduit surtout l'amélioration de la rentabilité opérationnelle dans un modèle où ni les investissements ni le BFR n'ont vocation à progresser au même rythme que les résultats.

Valorisation et objectif de cours

Parcours boursier depuis l'IPO

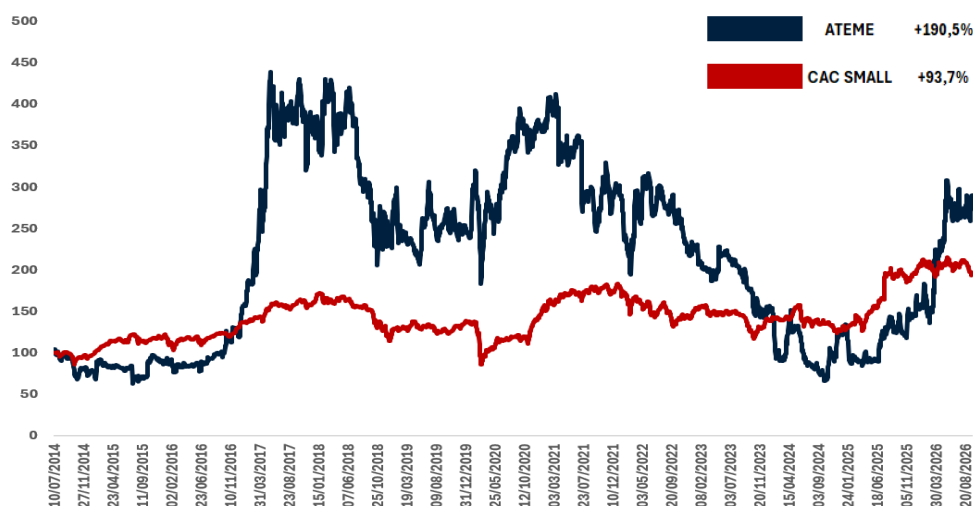
Depuis son introduction en bourse en juillet 2014 à 4,44 € par action, Ateme affiche une performance positive sur le temps long, mais avec une trajectoire particulièrement heurtée. Le titre évolue aujourd'hui autour de 13€, soit une progression d'environ +190% depuis l'IPO, équivalente à une performance annualisée proche de +9%. Cette évolution masque toutefois des phases très contrastées, avec un plus haut proche de 20 € atteint en 2017.

Après une première phase de revalorisation portée par la croissance et l'élargissement de l'offre, le titre a connu un derating marqué entre 2021 et 2024. Cette correction accompagne finalement assez bien la trajectoire financière décrite précédemment. Ateme a consacré plusieurs années à renforcer sa R&D, développer sa présence internationale et intégrer Anevia, au prix d'une forte augmentation de sa base de coûts et d'une dégradation progressive de sa rentabilité. L'EBITDA a ainsi reculé jusqu'à seulement 1,1 M€ en 2024, tandis que le chiffre d'affaires enregistrait cette même année un recul de -6,5%. Le titre a logiquement été pénalisé par la difficulté du groupe à convertir sa croissance et ses investissements technologiques en résultats.

Depuis 2025, cette dynamique semble s'inverser. Le redressement de la marge brute, la meilleure maîtrise des coûts et la montée des revenus récurrents commencent à faire apparaître le levier opérationnel attendu après plusieurs années d'investissement. Les validations commerciales évoquées précédemment renforcent également la crédibilité de cette nouvelle phase. Le marché a commencé à en prendre acte, avec une hausse d'environ +29% en 2025, suivie d'un nouveau rerating marqué en 2026.

Malgré ce rattrapage, Ateme reste encore sensiblement sous ses précédents plus hauts, alors même que son profil financier s'est profondément amélioré et que nous anticipons une forte progression de l'EBITDA et de la génération de cash sur les prochaines années. La question n'est donc plus seulement de savoir si le redressement opérationnel est engagé, mais dans quelle mesure il est déjà intégré dans la valorisation actuelle.

Évolution du cours de bourse depuis l'IPO (Juillet 2014) et jusqu'au 24/09/2026



Sources : Factset, EuroLand Corporate



Valorisation

Méthodologie

Notre valorisation d'Ateme repose sur deux approches complémentaires. Nous privilégions d'abord une méthode DCF, particulièrement adaptée selon nous au dossier compte tenu du changement attendu de profil de rentabilité et de génération de cash au cours des prochaines années. Cette méthode permet de valoriser directement le levier opérationnel décrit précédemment et sa traduction progressive en free cash-flow.

Nous compléterons cette approche par une valorisation fondée sur les comparables boursiers, afin de confronter la valeur intrinsèque issue du DCF aux multiples auxquels se négocient des acteurs exposés aux technologies et infrastructures vidéo. L'objectif de cours sera ensuite déterminé à partir des valeurs obtenues par ces deux méthodes.

1) Valorisation par DCF

Notre DCF repose sur les projections opérationnelles détaillées précédemment, prolongées jusqu'en 2034 afin de laisser au modèle le temps de converger vers des hypothèses plus normatives. Après 2028, nous retenons une décélération progressive de la croissance du chiffre d'affaires, avant l'application d'un taux de croissance à l'infini de 2,0%. Cette hypothèse nous paraît prudente au regard de la croissance attendue du groupe, tout en intégrant la maturité progressive du marché à long terme.

Sur le plan de la rentabilité, nous retenons une marge opérationnelle courante normative de 18,5% à partir de 2028. Ce niveau traduit le levier opérationnel attendu avec la croissance du chiffre d'affaires, la progression du mix logiciel et récurrent ainsi qu'une base de coûts dont l'évolution devrait rester inférieure à celle de l'activité. Il reste également cohérent avec notre trajectoire d'EBITDA présentée précédemment.

Concernant les autres paramètres du cash-flow, nous maintenons les DAP autour de 5% du chiffre d'affaires et les capex à 3%, reflétant le caractère relativement peu capitalistique du modèle. Le BFR converge quant à lui vers 28,4% du chiffre d'affaires, niveau que nous conservons ensuite sur la période normative. Conformément à nos estimations, nous retenons un taux d'impôt nul sur la période explicite, compte tenu de l'utilisation attendue des déficits fiscaux reportables.

Enfin, nous actualisons les flux avec un WACC de 10,8%. Celui-ci repose notamment sur un taux sans risque de 3,6%, une prime de risque de 4,8% et un bêta désendetté retenu à 1,5, auquel nous appliquons ensuite la structure financière d'Ateme.

Au total, notre DCF fait ressortir une valeur d'entreprise de 300,6 M€. Après prise en compte de la dette nette et des actifs financiers, nous obtenons une valeur des capitaux propres de 278,9 M€, soit une valeur de 23,8 € par action. À ce niveau, Ateme serait valorisé autour de 2,8x l'EV/CA 2026e et 18,6x l'EV/EBITDA 2026e sur la base de nos estimations.



Synthèse DCF

En M€	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	2035e
Chiffre d'affaires	106,1	116,7	127,2	137,5	147,5	156,9	165,5	173,2	179,7	184,9
variation (%)	11,0 %	10,0 %	9,0 %	8,0 %	7,0 %	6,0 %	6,0 %	5,0 %	4,0 %	3,0 %
Résultat opérationnel courant	10,1	15,8	23,5	25,4	27,3	29,0	30,6	32,0	33,2	34,2
MOC (%)	9,5 %	13,5 %	18,5 %	18,5 %	18,5 %	18,5 %	18,5 %	18,5 %	18,5 %	18,5 %
- Impôts	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taux d'IS (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
+ DAP nettes	5,3	5,8	6,4	6,9	7,4	7,8	8,3	8,7	9,0	9,2
en % du CA	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %	5,0 %
Cash flow opérationnel	15,4	21,6	29,9	32,3	34,7	36,9	38,9	40,7	42,2	43,4
BFR	32,0	34,0	36,0	39,0	42,0	44,0	47,0	49,0	51,0	52,0
en % du CA	29,9 %	28,9 %	28,4 %	28,4 %	28,4 %	28,4 %	28,4 %	28,4 %	28,4 %	28,4 %
- Variation du BFR	1,3	-2,1	-2,3	-2,9	-2,8	-2,7	-2,4	-2,2	-1,8	-1,5
- Investissements opérationnels	-3,2	-3,5	-3,8	-4,1	-4,4	-4,7	-5,0	-5,2	-5,4	-5,5
en % du CA	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
Free Cash Flow	13,5	16,0	23,7	25,3	27,4	29,5	31,5	33,3	35,0	36,4
Coefficient d'actualisation	0,9	0,8	0,7	0,7	0,6	0,5	0,5	0,4	0,4	0,3
Free Cash Flow actualisé	12,2	13,1	17,5	16,8	16,4	16,0	15,4	14,7	13,9	13,1

Somme des FCF actualisés	148,9
Valeur terminale actualisée	151,7
Valeur d'entreprise	300,6
Dette nette	25,8
Actifs financiers	4,1
Intérêts minoritaires	0,0
Valeur des capitaux propres	278,9
Nombre d'actions (milliers)	11 734,6

Valeur par action

23,8 €

Valeur d'entreprise 300,6 M€ - capitaux propres 278,9 M€

Sources : EuroLand Corporate

Matrice de sensibilité

		Taux de croissance à l'infini				
		0,00 %	0,50 %	2,00 %	2,50 %	3,00 %
CMPC	9,8 %	23,3	24,2	27,5	28,9	30,5
	10,3 %	21,9	22,7	25,5	26,7	28,1
	10,8 %	20,6	21,3	23,8	24,8	26,0
	11,3 %	19,5	20,1	22,3	23,2	24,2
	11,8 %	18,4	19,0	20,9	21,7	22,5

		Taux de marge opérationnelle courante				
		17,50 %	18,00 %	18,50 %	19,00 %	19,50 %
CMPC	9,8 %	26,6	27,0	27,5	28,0	28,5
	10,3 %	24,7	25,1	25,5	26,0	26,4
	10,8 %	23,0	23,4	23,8	24,2	24,6
	11,3 %	21,6	21,9	22,3	22,6	23,0
	11,8 %	20,2	20,6	20,9	21,2	21,5

Scénario central : 23,8 € par action (CMPC 10,8 % - croissance 2,0 % - MOC 18,5 %).

Sources : EuroLand Corporate



2) Valorisation par comparables boursiers

Nous complétons notre DCF par une approche fondée sur les multiples comparables. Celle-ci repose sur l'application des multiples observés sur notre échantillon aux principaux agrégats financiers d'Ateme, à savoir le chiffre d'affaires, l'EBITDA et le ROC, sur les exercices 2026e, 2027e et 2028e. Les différentes valeurs obtenues sont ensuite agrégées afin de faire ressortir une valeur d'entreprise implicite pour Ateme.

Nous avons retenu un échantillon d'éditeurs de logiciels et de sociétés technologiques françaises, principalement issus de l'univers des small et mid caps. Leurs marchés finaux diffèrent de celui d'Ateme, mais leur activité reste proche dans sa nature, avec des modèles fondés sur la commercialisation de logiciels, de solutions technologiques et de services à destination d'une clientèle professionnelle :

	Broadpeak Comparable clé Solutions logicielles de streaming et distribution vidéo (OTT). Comparable le plus proche d'Ateme.
	Equasens Éditeur de logiciels et de solutions numériques dédiés aux professionnels et établissements de santé.
	74Software Groupe de logiciels d'entreprise regroupant notamment Axway et SBS : intégration de données, API et logiciels bancaires.
	Lectra Fournisseur de logiciels et de solutions technologiques pour la mode, l'automobile et l'ameublement.
	Planisware Éditeur de logiciels de gestion de projets et de portefeuilles de projets pour les grandes entreprises.
	Linedata Éditeur de logiciels pour les institutions financières, notamment la gestion d'actifs et le crédit.
	Ekinops Fournisseur de solutions télécoms mêlant logiciels, virtualisation des réseaux et équipements.
	Wallix Éditeur de logiciels de cybersécurité spécialisé dans la gestion et la sécurisation des accès.
	Sidetrade Éditeur SaaS spécialisé dans l'automatisation du cycle Order-to-Cash.
	Streamwide Éditeur de logiciels de communication et de collaboration, spécialisé dans les communications critiques.

Synthèse de la valorisation par comparables

VALORISATION PAR LES COMPARABLES BOURSISERS — ATEME															
Société	Capl. (M€)	Dette nette	VE	EV/CA			EV/EBITDA			EV/EBIT			PIE		
				FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3
Equasens SA	446,9	6,9	453,8	1,8x	1,7x	1,6x	6,6x	6,1x	5,6x	8,5x	7,9x	7,5x	10,0x	9,3x	8,7x
74Software	1145,2	169,0	1314,2	1,8x	1,7x	1,6x	9,3x	8,4x	7,4x	11,2x	10,0x	8,7x	18,2x	15,2x	12,4x
Lectra SA	805,8	29,6	835,4	1,7x	1,6x	1,5x	10,9x	9,1x	7,9x	20,4x	15,1x	12,2x	29,8x	22,6x	17,2x
Planisware	1 684,1	-216,3	1 467,8	6,6x	5,8x	5,2x	18,1x	15,8x	14,0x	21,0x	18,3x	16,0x	28,6x	25,5x	22,3x
Ateme SA	149,6	19,3	168,9	1,6x	1,5x	1,4x	11,9x	8,4x	7,2x	17,1x	10,8x	9,0x	17,4x	10,4x	8,5x
Linedata Services SA	268,9	52,8	321,7	1,8x	1,8x	1,7x	6,9x	6,5x	6,0x	9,6x	8,8x	8,0x	11,4x	10,3x	9,1x
Ekinops SA	57,6	1,3	58,9	0,5x	0,5x	0,5x	6,3x	4,5x	3,2x	ns	ns	13,0x	ns	ns	17,4x
Wallix Group SA	160,5	-8,4	152,1	3,1x	2,6x	2,2x	34,2x	21,1x	12,8x	ns	35,4x	17,2x	ns	35,7x	17,7x
Broadpeak SA	27,2	4,8	32,0	0,7x	0,6x	0,6x	4,5x	3,2x	2,6x	ns	14,2x	6,4x	45,4x	6,6x	4,2x
Sidetrade SA	289,0	5,2	294,2	4,1x	3,6x	3,2x	23,9x	18,6x	15,1x	29,6x	23,1x	18,2x	31,1x	24,8x	19,8x
Moyenne	503,5	6,4	509,9	2,4x	2,1x	1,9x	13,3x	10,2x	8,2x	16,8x	16,0x	11,6x	24,0x	17,8x	13,7x
Médiane	278,9	6,0	307,9	1,8x	1,7x	1,6x	10,1x	8,4x	7,3x	17,1x	14,2x	10,6x	23,4x	15,2x	14,8x

VALEUR D'ENTREPRISE INDUITE — ATEME (M€)											
Agrédat / multiple appliqué	CA			EBITDA			EBIT			RN	
	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2	FY3	FY1	FY2
Ateme — agrégats	106,1	116,7	127,2	16,2	22,4	30,7	10,1	15,8	23,5	7,8	13,9
VE induite moyenne	251,5	249,7	248,0	214,8	227,8	251,1	169,4	252,1	273,1	187,1	247,7
VE induite médiane	191,0	198,4	203,5	163,6	188,2	224,1	172,7	224,4	249,1	182,5	211,3

VE moyenne induite issue des comparables	219,6
Dette nette	25,8
Actifs financiers	4,1
Intérêts minoritaires	0,0
Valeur des capitaux propres	197,9
Décote	0,0 %
Nombre d'actions (milliers)	11 734,6

Valeur par action

16,9 €

VE moyenne induite 219,6 M€ - capitaux propres 197,9 M€

Sources : EuroLand

Sur notre échantillon, les multiples médians ressortent à 1,8x le CA, 10,1x l'EBITDA et 17,1x le ROC en 2026e. À son cours actuel, Ateme se traite sur des niveaux de 1,5x le CA FY1, 9,9x l'EBITDA FY1 et 15,9x le ROC FY1, soit une valorisation globalement proche de celle des comparables à court terme. L'écart devient toutefois plus favorable à Ateme sur les exercices suivants, à mesure que le levier opérationnel intégré dans nos estimations se matérialise.

Afin de ne pas faire dépendre notre valorisation d'un seul agrégat ou d'une seule année, nous appliquons les multiples moyens et médians de VE/CA, VE/EBITDA et VE/ROC à nos estimations 2026e, 2027e et 2028e. Cette approche fait ressortir une valeur d'entreprise moyenne de 219,6 M€.

Après déduction d'une dette nette de 25,8 M€ et prise en compte de 4,1 M€ d'actifs financiers, nous obtenons une valeur des fonds propres de 197,9 M€, soit une valeur de 16,9 € par action.



3) Valorisation finale

Compte tenu d'une pondération équivalente entre nos deux méthodes de valorisation, à savoir 50% pour le DCF et 50% pour les comparables boursiers, notre valorisation finale d'Ateme ressort à 20,3 € par action. Ce niveau correspond à un multiple implicite d'environ 2,5x le VE/CA 2026e et fait ressortir un potentiel de hausse de +59,5% par rapport au cours de clôture de 12,8€ du 25/09/2026.



Compte de résultat (M€)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Chiffre d'affaires	78,8	90,6	100,0	93,5	95,6	106,1	116,7	127,2
Excédent brut d'exploitation	6,4	5,0	2,7	1,1	9,2	16,2	22,4	30,7
Résultat opérationnel courant	1,1	-0,2	-2,4	-3,9	3,9	10,1	15,8	23,5
Résultat opérationnel	1,1	-0,2	-2,4	-3,9	3,9	10,1	15,8	23,5
Résultat financier	0,5	-0,2	-1,5	-0,8	-3,0	-2,3	-1,8	-1,4
Impôts	0,2	0,3	-0,1	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0
Mise en équivalence	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Part des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Résultat net part du groupe	1,1	0,0	-4,0	-5,4	1,0	7,8	13,9	22,2
Bilan (M€)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Actifs non courants	30,3	30,7	32,8	31,7	30,4	28,3	26,0	23,4
dont goodwill	12,9	12,9	12,9	12,9	12,9	12,9	12,9	12,9
BFR	23,8	34,6	35,6	31,2	33,0	31,7	33,7	36,1
Disponibilités + VMP	11,4	3,9	5,6	9,5	5,3	7,2	12,0	24,9
Capitaux propres	39,6	40,9	38,0	33,6	35,6	43,4	57,3	79,5
Emprunts et dettes financières	24,7	27,0	34,0	36,8	31,1	21,7	12,3	2,9
Total Bilan	93,2	101,5	108,0	118,5	112,4	112,3	118,6	132,5
Tableau de flux (M€)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Marge brute d'autofinancement	8,6	5,5	1,6	1,6	7,7	13,1	19,8	28,5
Variation de BFR	-9,1	-11,0	-0,9	2,3	-1,4	1,3	-2,1	-2,3
Flux nets de trésorerie généré par l'activité	-0,6	-5,4	0,6	3,9	6,3	14,4	17,7	26,2
CAPEX nets	-6,7	-3,2	-3,2	-2,9	-2,1	-3,2	-3,5	-3,8
FCF	-7,3	-8,6	-2,6	1,0	4,2	11,2	14,2	22,4
Augmentation de capital	1,4	0,0	0,8	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Variation emprunts	0,4	-0,3	4,3	-1,0	-7,7	-9,4	-9,4	-9,4
Dividendes versés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Flux nets de trésorerie liés au financement	1,9	-0,2	5,4	2,9	-8,2	-9,4	-9,4	-9,4
Variation de trésorerie	-5,8	-8,6	2,6	3,9	-4,1	1,8	4,8	13,0
Ratios (%)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Variation chiffre d'affaires	12,4%	14,9%	10,5%	-6,5%	2,2%	11,0%	10,0%	9,0%
Marge EBE	8,2%	5,6%	2,7%	1,1%	9,7%	15,2%	19,2%	24,1%
Marge opérationnelle courante	1,4%	-0,2%	-2,4%	-4,2%	4,1%	9,5%	13,5%	18,5%
Marge opérationnelle	1,4%	-0,2%	-2,4%	-4,2%	4,1%	9,5%	13,5%	18,5%
Marge nette	1,4%	-0,1%	-4,0%	-5,7%	1,0%	7,3%	11,9%	17,4%
CAPEX (% CA)	8,6%	3,5%	3,2%	3,1%	2,1%	3,0%	3,0%	3,0%
BFR (% CA)	30,2%	38,2%	35,6%	33,4%	34,5%	29,9%	28,9%	28,4%
ROCE	1,4%	-0,2%	-2,6%	-4,7%	4,6%	12,6%	19,8%	29,7%
ROCE hors GW	1,8%	-0,2%	-3,2%	-5,9%	5,8%	16,0%	25,2%	37,8%
ROE	2,9%	-0,1%	-10,5%	-16,0%	2,7%	18,0%	24,3%	27,9%
Payout	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Dividend yield	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Ratios d'endettement	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Gearing (%)	33,4%	56,3%	74,6%	81,5%	72,4%	33,5%	0,6%	-27,7%
Dettes nette/EBE	2,1	4,6	10,6	25,9	2,8	0,9	0,0	-0,7
EBE/charges financières	12,9	11,3	2,7	0,8	6,6	12,6	27,0	83,1
Valorisation	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Nombre d'actions (en millions)	11,2	11,3	11,4	11,5	11,6	11,7	11,7	11,7
Nombre d'actions moyen (en millions)	11,2	11,3	11,4	11,5	11,6	11,7	11,7	11,7
Cours (moyenne annuelle en euros)	14,8	12,1	8,7	4,7	5,2	12,8	12,8	12,8
(1) Capitalisation boursière moyenne	165	136	99	54	60	150	150	150
(2) Dette nette (+)/trésorerie nette (-)	13,2	23,0	28,4	27,4	25,8	14,5	0,3	-22,0
(3) Valeur des minoritaires	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
(4) Valeur des actifs financiers	-2,9	-3,0	-4,4	-4,0	-4,1	-4,1	-4,1	-4,1
Valeur d'entreprise = (1)+(2)+(3)-(4)	175,5	155,9	123,2	77,7	81,8	160,0	145,8	123,4
VE/CA	2,2	1,7	1,2	0,8	0,9	1,5	1,2	1,0
VE/EBE	27,3	31,0	46,3	73,6	8,9	9,9	6,5	4,0
VE/ROC	158,8	ns	ns	ns	21,0	15,9	9,3	5,2
P/E	145,3	ns	ns	ns	63,3	19,2	10,7	6,8
P/B	4,2	3,3	2,6	1,6	1,7	3,4	2,6	1,9
P/CF	-299,8	-25,0	158,1	13,9	9,6	10,4	8,5	5,7
FCF yield (%)	-4,2%	-5,5%	-2,1%	1,3%	5,1%	7,0%	9,7%	18,1%
Données par action (€)	2021	2022	2023	2024	2025	2026e	2027e	2028e
Bnpa	0,1	0,0	-0,4	-0,5	0,1	0,7	1,2	1,9
Book value/action	3,5	3,6	3,3	2,9	3,1	3,7	4,9	6,8
Dividende /action	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0



Système de recommandations :

Les recommandations d'EuroLand Corporate portent sur les douze prochains mois et sont définies comme suit :

Achat : Potentiel de hausse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, assorti d'une qualité des fondamentaux.

Accumuler : Potentiel de hausse du titre compris entre 5% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

Neutre : Potentiel du titre compris entre -5% et +5% en absolu par rapport au cours actuel.

Alléger : Potentiel de baisse du titre compris entre -5% et 15% en absolu par rapport au cours actuel.

Vente : Potentiel de baisse du titre supérieur à 15% en absolu par rapport au cours actuel, valorisation excessive.

Sous revue : La recommandation est sous revue en raison d'une opération capitalistique (OPA / OPE / Augmentation de capital...), d'un changement d'analyste ou d'une situation de conflit d'intérêt temporaire entre EuroLand Corporate et l'émetteur.

Historique de recommandations :

Achat : Depuis le 28/09/2026

Accumuler : (-)

Neutre : (-)

Alléger : (-)

Vente : (-)

Sous revue : (-)

Méthodes d'évaluation :

Ce document peut évoquer des méthodes d'évaluation dont les définitions résumées sont les suivantes :

1/ Méthode des comparaisons boursières : les multiples de valorisation de la société évaluée sont comparés à ceux d'un échantillon de sociétés du même secteur d'activité, ou d'un profil financier similaire. La moyenne de l'échantillon établit une référence de valorisation, à laquelle l'analyste ajoute le cas échéant des décotes ou des primes résultant de sa perception des caractéristiques spécifiques de la société évaluée (statut juridique, perspectives de croissance, niveau de rentabilité...).

2/ Méthode de l'ANR : l'Actif Net Réévalué est une évaluation de la valeur de marché des actifs au bilan d'une société par la méthode qui apparaît la plus pertinente à l'analyste.

3/ Méthode de la somme des parties : la somme des parties consiste à valoriser séparément les activités d'une société sur la base de méthodes appropriées à chacune de ces activités puis à les additionner.

4/ Méthode des DCF : la méthode des cash-flows actualisés consiste à déterminer la valeur actuelle des liquidités qu'une société dégagera dans le futur. Les projections de cash flows sont établies par l'analyste en fonction de ses hypothèses et de sa modélisation. Le taux d'actualisation utilisé est le coût moyen pondéré du capital, qui représente le coût de la dette de l'entreprise et le coût théorique des capitaux propres estimés par l'analyste, pondérés par le poids de chacune de ces deux composantes dans le financement de la société.

5/ Méthode des multiples de transactions : la méthode consiste à appliquer à la société évaluée les multiples observés dans des transactions déjà réalisées sur des sociétés comparables.

6/ Méthode de l'actualisation des dividendes : la méthode consiste à établir la valeur actualisée des dividendes qui seront perçus par l'actionnaire d'une société, à partir d'une projection des dividendes réalisée par l'analyste et d'un taux d'actualisation jugé pertinent (généralement le coût théorique des fonds propres).

7/ Méthode de l'EVA : la méthode "Economic Value Added" consiste à déterminer le surcroît annuel de rentabilité dégagé par une société sur ses actifs par rapport à son coût du capital (écart également appelé "création de valeur"). Ce surcroît de rentabilité est ensuite actualisé pour les années à venir avec un taux correspondant au coût moyen pondéré du capital, et le résultat obtenu est ajouté à l'actif net comptable.

DETECTION DE CONFLITS D'INTERETS POTENTIELS

Corporate Finance	Intérêt personnel de l'analyste	Détention d'actifs de l'émetteur	Communication préalable à l'émetteur	Contrat de liquidité	Contrat Eurovalue*
Non	Non	Non	Oui	Non	Oui



« Disclaimer / Avertissement »

La présente étude a été préparée par EuroLand Corporate indépendamment de ATEME (la « Société ») et est diffusée à titre purement informatif.

Cette étude ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre de cession ou de souscription de titres ni d'aucune invitation à une offre d'achat ou de souscription de titres. Ni la présente étude, ni une quelconque partie de cette étude, ne constitue le fondement d'un quelconque contrat ou engagement, et ne doit être utilisé à l'appui d'un tel contrat ou engagement ou constituer une incitation pour conclure un tel contrat ou engagement.

Toutes opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement formulées dans ce document sont entièrement celles d'EuroLand Corporate et sont données dans le cadre de ses activités usuelles de recherche et ne doivent pas être considérées comme ayant été autorisées ou approuvées par toute autre personne. Opinions, prévisions, projections et/ou estimations éventuellement contenues dans cette étude reflètent le jugement d'EuroLand Corporate à la date à laquelle elle est publiée, et il ne peut être garanti que les résultats ou événements futurs soient en ligne avec ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations. Ces opinions, prévisions, projections et/ou estimations peuvent faire l'objet de modifications par la suite sans préavis ni notification, leur exactitude n'est pas garantie et elles peuvent être incomplètes ou synthétisées. Ce document peut donc ne pas contenir toutes les informations relatives à la Société.

EuroLand Corporate attire l'attention du lecteur sur le fait que dans le respect de la réglementation en vigueur, il peut arriver que ses dirigeants ou salariés possèdent à titre personnel des valeurs mobilières ou des instruments financiers susceptibles de donner accès aux valeurs mobilières émises par la Société, sans que ce fait soit de nature à remettre en cause l'indépendance d'EuroLand Corporate dans le cadre de l'établissement de cette étude.

Tout investisseur doit se faire son propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une quelconque valeur mobilière émise par la Société, en tenant compte des mérites et des risques qui y sont associés, de sa propre stratégie d'investissement et de sa situation légale, fiscale et financière.

EuroLand Corporate n'a pas vérifié de manière indépendante les informations fournies dans cette étude. A ce titre, aucune déclaration ou garantie, implicite ou explicite, n'est donnée quant à la sincérité, l'exactitude, l'exhaustivité ou la véracité des informations, opinions, prévisions, projections et/ou estimations contenues dans la présente étude. EuroLand Corporate, ni aucun de ses membres, dirigeants, employés ou conseillers, ni toute autre personne n'accepte d'être tenu d'une quelconque responsabilité (en raison d'une négligence ou autrement) pour tout préjudice de quelque nature que ce soit qui résulterait de l'utilisation de la présente étude, de son contenu, de son exactitude, de toute omission dans la présente étude, ou encore lié d'une quelconque manière à la présente étude.

La présente étude ne peut être reproduite, communiquée ou diffusée, directement ou indirectement, dans son intégralité ou en partie, de quelque façon que ce soit sans l'accord d'EuroLand Corporate.

Ce document ne peut être diffusé auprès de personnes soumises à certaines restrictions. Ainsi, en particulier, au Royaume-Uni, ce document s'adresse uniquement aux personnes qui (i) sont des professionnels en matière d'investissements au sens de l'article 19(5) du Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2005 (tel qu'actuellement en vigueur, ci-après le « Financial Promotion Order »), (ii) sont visées à l'article 49(2) (a) à (d) (« high net worth companies, unincorporated associations etc. ») du Financial Promotion Order, (iii) sont en dehors du Royaume-Uni, ou (iv) sont des personnes à qui une invitation ou une incitation à s'engager dans des activités d'investissement (au sens de la section 21 du Financial Services and Markets Act 2000) dans le cadre de l'émission ou de la cession de toutes valeurs mobilières peut être légalement communiquée, directement ou indirectement (toutes ces personnes étant dénommées ensemble, les « Personnes Habilitées »). Ce document s'adresse uniquement aux Personnes Habilitées et ne peut être utilisé par aucune personne autre qu'une Personne Habilitée. Toute personne autre qu'une Personne Habilitée doit s'abstenir d'utiliser ou de se fonder sur le présent document et les informations qu'il contient.

Ni ce document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué aux Etats-Unis d'Amérique, ou être distribués, directement ou indirectement, aux Etats-Unis d'Amérique. Tout manquement à cette restriction peut constituer une violation de la réglementation boursière des Etats-Unis d'Amérique.

Ni le présent document ni aucune copie de celui-ci ne peut être transmis ou distribué au Canada, en Australie, ou au Japon. La distribution du présent document dans d'autres juridictions peut constituer une violation des dispositions légales et réglementaires en vigueur. Les personnes entrant en possession de ce document doivent s'informer et se conformer à ces lois et règlements. En acceptant de recevoir cette note de recherche, vous acceptez d'être lié par les restrictions visées ci-dessus."

**EuroLand
Corporate 17**
avenue George V,
75008 Paris
01 44 70 20 80

