

INITIATION DE COUVERTURE

MONÉTISER ENFIN 2 ACTIFS À FORT POTENTIEL

Repris en main par ses principaux actionnaires fin 2023 et restructuré depuis 18 mois, le groupe est désormais focalisé sur la monétisation de ses 2 solutions : N'Gage/Eco-Hub, solution logicielle SaaS dédiée à la gestion énergétique des bâtiments, et Loamics, son entrepôt de données de santé de ville. Si cette monétisation passera par une accélération de la croissance, elle devrait se concrétiser dès le S2 25 par l'entrée au capital de minoritaires de ses 2 filiales, ce qui aura une double vertu : assurer les besoins de financement (Loamics) et cristalliser une valeur d'actifs via une SOP. Nous initions ce jour le titre à l'ACHAT avec un OC de 0,012€, sous réserve d'assurer le besoin de financement à fin 2025 estimé à 3m€. Sur ce point, plusieurs options ont été ouvertes pour éviter une augmentation de capital trop dilutive : OC, cession d'actifs et/ou entrée de minoritaires au capital des 2 filiales.

Maxime Dubreil
+33 1 44 88 77 98
mdubreil@allinvest.com

Document achevé de
rédiger le 23/07/25 19:30

Document publié le
24/07/25 7:15

N'Gage (Efficacité Énergétique) : 2 leviers pour renouer avec la croissance

Après s'être concentré en 2024 sur la reprise en main de la société et la rationalisation des coûts (réduction de -46% des opex en 2 ans), le management se focalise désormais sur le retour de la croissance pour N'Gage, son offre logicielle SaaS de gestion énergétique des bâtiments. Pour y parvenir, Energisme dispose de 2 leviers : (i) la réduction du *churn*, très supérieur au standard du secteur du fait de l'héritage compliqué et (ii) le développement d'une offre complémentaire de Services. Ce retour de la croissance (TMVA 2025-27e de +17%), combiné à une base de coûts allégée, doit prolonger l'amélioration des résultats, avec une marge d'EBITDA ajusté norme IS qui atteindrait 11% en 2027e (vs -23% en 2024).

Loamics (Santé) : une diversification prometteuse à monétiser

S'appuyant sur l'actif technologique de N'Gage, Energisme a créé Loamics en 2021 pour adresser le marché de la santé. Chef de file du consortium comprenant le Collège National des Généralistes Enseignants (CNGE), Loamics a été sélectionné en 2022 pour le projet P4DP visant à créer le 1er entrepôt de données de santé de ville. Après avoir obtenu fin 2024 l'autorisation de la CNIL, Loamics doit démarrer la collecte et l'entreposage à grande échelle des données (historique et temps réel). Cette étape franchie, le groupe va devoir monétiser son offre. Si les perspectives sont attractives et prometteuses, il est aujourd'hui difficile d'en estimer le potentiel tant que l'offre n'est pas commercialisée.

L'entrée des minoritaires au capital des 2 filiales, principal catalyseur CT

Si le momentum opérationnel devrait être limité jusqu'à début 2026, quand bien la croissance de +8% au S1 25 a surpris agréablement, le principal catalyseur CT réside dans l'entrée d'investisseurs au capital de ses 2 filiales que le management a fixé comme objectif après l'annonce d'une filialisation des 2 structures. Cette entrée de minoritaires doit permettre de rassurer sur les besoins de financement (en particulier sur Loamics) et surtout cristalliser une valeur pour les 2 actifs. Dans l'intervalle, nous valorisons la société par DCF, ce qui revient à valoriser N'Gage à laquelle nous intégrons uniquement Loamics à hauteur de ses engagements envers la maison-mère (4,3m€). Il en ressort un OC de 0,012€, sous réserve d'assurer le besoin de financement à fin 2025 estimé à 3m€.

.../...

Invest Securities et l'émetteur ont signé une convention de prestation de service d'analyse.

en €/ action	2025e	2026e	2027e
BPA ajusté	0,000	0,000	0,000
var. 1 an	n.s.	n.s.	n.s.
Révisions	n.s.	n.s.	n.s.
au 31/12	2025e	2026e	2027e
PE	n.s.	n.s.	23,0x
VE/CA	2,70x	2,22x	1,68x
VE/EBITDA ajusté	n.s.	155,3x	14,7x
VE/EBITA ajusté	n.s.	190,0x	14,9x
FCF yield*	n.s.	n.s.	0,7%
Rendement	n.s.	n.s.	n.s.

* FCF avant BFR rapporté à la VE

Informations clés			
Cours de clôture du	22/07/2025	0,005	
Nb d'actions (m)		2 123,8	
Capitalisation (m€)		9,6	
Capi. flottante (m€)		8,4	
ISIN		FR0013399359	
Ticker		ALNRG-FR	
Secteur DJ		Technology Services	
	1m	3m	Dp 31/12
Variation absolue	-2,2%	-27,4%	-18,2%
Variation relative	-5,3%	-33,4%	-25,8%

Source : Factset, estimations Invest Securities

DONNÉES FINANCIÈRES

Données par action	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
BPA publié	-1,149	-1,202	-0,793	-0,007	-0,002	-0,001	-0,001	0,000
BPA ajusté dilué	-1,154	-1,138	-0,740	-0,003	-0,0004	0,000	0,000	0,000
var.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
BPA du consensus	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Ecart /consensus	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd
Dividende	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Pay-out ratio	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
FCF opérationnel net IS après BFR	-1,72	-0,77	-0,63	-0,02	0,00	0,00	0,00	0,00
Actif Net Comptable	0,49	0,11	-0,32	0,003	0,001	0,000	-0,001	-0,001

Ratios de valorisation	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
P/E	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	23,0x
P/AN	12,4x	40,9x	n.s.	37,4x	5,0x	20,2x	n.s.	n.s.
VE/CA	17,06x	10,72x	3,38x	5,21x	3,31x	2,70x	2,22x	1,68x
VE/EBITDA ajusté	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	155,3x	14,7x
VE/EBITA ajusté	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	190,0x	14,9x
FCF yield op. avt BFR	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	0,7%
FCF yield opérationnel	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	0,0%
Rendement du dividende	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.

NB : les ratios sont calculés sur le cours moyen annuel pour les exercices terminés

Valeur d'Entreprise (m€)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Nombre moyen d'actions retenu (m)	5	7	9	300	2 124	2 124	2 124	2 124
Cours en €	6,1	4,6	1,2	0,11	0,007	0,005	0,005	0,0
Capitalisation	31,5	33,1	10,3	34,2	14,8	9,6	9,6	9,6
Dette Nette	2,86	3,75	6,75	-4,13	0,96	5,50	7,21	7,39
Valeur des minoritaires	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Provisions/ quasi-dettes	0,09	0,25	0,17	0,21	0,27	0,27	0,27	0,27
Immobilisations financières	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
+/- corrections	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valeur d'Entreprise (VE)	34,5	37,1	17,3	30,3	16,0	15,3	17,0	17,2

NB : Cours moyen annuel pour les exercices terminés

Ratios financiers (%)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
EBITDA ajusté/CA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	1,4%	11,4%
EBITA ajusté/CA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	1,2%	11,2%
Taux d'imposition	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
RN ajusté/CA	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	4,5%
Conversion de l'EBITDA en FCF	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	-1100,8%	0,6%
Capex/CA	-36,2%	-11,6%	-14,0%	-26,1%	-17,0%	-8,8%	-6,5%	-6,8%
BFR /CA	-116,5%	-141,5%	-123,4%	-55,6%	-2,7%	56,1%	51,8%	39,9%
DSO (en jours de CA)	-425	-516	-450	-203	-10	205	189	146
ROCE	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	1,5%	21,3%
ROCE hors incorporels	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	2,0%	24,9%
ROE ajusté	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	-20,8%
DN/FP	95,9%	457,6%	n.s.	n.s.	32,4%	1165,0%	n.s.	n.s.
DN/EBITDA ajusté (en x)	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	65,7x	6,3x
Ratio couverture des frais financiers	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	0,2x	2,2x

Source : données sociétés, estimations Invest Securities

DONNÉES FINANCIÈRES

Compte de résultat (m€)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
CA	2,02	3,46	5,10	5,81	4,83	5,68	7,67	10,27
croissance organique	+35,1%	+71,4%	+47,4%	+13,9%	-16,8%	+17,5%	+35,1%	+33,9%
var.	+35,1%	+71,4%	+47,4%	+13,9%	-16,8%	+17,5%	+35,1%	+33,9%
EBITDA ajusté	-6,19	-7,64	-6,25	-1,69	-0,97	-0,34	0,11	1,17
var.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	+969,3%
Amortissements ajustés	0,02	0,02	-0,07	-0,13	-0,12	-0,02	-0,02	-0,02
EBITA ajusté	-6,17	-7,62	-6,32	-1,81	-1,09	-0,36	0,09	1,15
var.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	+1185,5%
Eléments exceptionnels	0,03	-0,27	-0,84	-5,91	-2,50	-1,75	-1,55	-1,35
EBIT	-6,14	-7,89	-7,16	-7,72	-3,59	-2,11	-1,46	-0,20
var.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
Résultat financier	-0,04	-0,50	-0,20	-0,33	0,08	-0,38	-0,53	-0,53
Résultat avant impôt	-6,18	-8,40	-7,36	-8,05	-3,50	-2,49	-1,99	-0,73
var.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
IS	0,27	0,41	0,38	0,06	0,02	0,00	0,00	0,00
SME + Minoritaires	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
RN pdg publié	-5,91	-7,98	-6,98	-7,99	-3,48	-2,49	-1,99	-0,73
var.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
RN pdg ajusté	-5,94	-8,13	-6,51	-2,14	-0,94	-0,74	-0,44	0,47
var.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.	n.s.
Tableau de flux de trésorerie (m€)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
EBITDA ajusté	-6,19	-7,64	-6,25	-1,69	-0,97	-0,34	0,11	1,17
IS théorique / EBITA ajusté	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	-0,03	-0,35
Capex	-0,73	-0,40	-0,71	-1,52	-0,82	-0,50	-0,50	-0,70
FCF opérationnel net IS avt BFR	-6,92	-8,04	-6,96	-3,20	-1,79	-0,84	-0,42	0,13
Variation BFR	-1,92	2,54	1,40	-3,06	-3,10	-3,32	-0,79	-0,12
FCF opérationnel net IS après BFR	-8,83	-5,50	-5,57	-6,26	-4,89	-4,16	-1,21	0,01
Acquisitions/cessions	-0,12	-0,20	0,00	0,00	0,27	0,00	0,00	0,00
Variation de capital	7,35	5,77	2,97	18,47	0,00	0,00	0,00	0,00
Dividendes versés nets	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Autres dont correction IS	0,34	-0,95	-0,37	-1,33	-0,48	-0,38	-0,50	-0,18
Variation nette de trésorerie	-1,27	-0,88	-2,97	10,88	-5,10	-4,54	-1,71	-0,18
Bilan économique simplifié (m€)	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Actifs immobilisés	8,30	9,69	9,92	5,77	4,32	3,05	1,98	1,31
- dont incorporels/GW	8,01	9,42	9,69	5,14	3,79	2,52	1,45	0,78
- dont actifs corporels	0,06	0,07	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04
BFR	-2,35	-4,90	-6,29	-3,23	-0,13	3,18	3,97	4,09
- dt créances clients	0,52	1,25	2,21	3,40	3,47	3,62	3,98	4,44
- dt stocks	0,02	0,02	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Capitaux Propres groupe	2,99	0,82	-3,30	6,47	2,96	0,47	-1,52	-2,25
Minoritaires	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Provisions	0,09	0,25	0,17	0,21	0,27	0,27	0,27	0,27
Dette fi. nette	2,86	3,75	6,75	-4,13	0,96	5,50	7,21	7,39
- dt dette financière brute	3,98	4,04	6,84	4,05	2,98	3,04	2,40	2,40
- dt trésorerie brute	1,12	0,29	0,09	8,18	2,02	-2,76	-5,11	-5,28

Source : données sociétés, estimations Invest Securities

SOMMAIRE

1 – 1-N'Gage, une solution SaaS pour le marché de l'efficacité énergétique	p.5
1.1 Une solution de collecte et visualisation de la consommation énergétique	p.5
1.2 Un univers concurrentiel vaste et diversifié	p.6
1.3 Un modèle économique légèrement différent du schéma initial	p.7
2 – Principal défi CT pour N'Gage, le retour de la croissance	p.9
2.1 Un effort de transparence apprécié mais qui doit être prolongé	p.9
2.2 Deux leviers pour accélérer la croissance dès 2025	p.9
2.3 Gros travail déjà réalisé sur la structure de coûts depuis 2 ans	p.11
2.4 Amélioration progressive des résultats sur 2025-27e	p.11
2.5 Réduction progressive du <i>cash burn</i> sur 2025-27e	p.13
2.6 Les financements au-delà de 2025 assurés par les futurs minoritaires	p.13
3 Loamics, une diversification prometteuse dans la Santé à monétiser	p.15
3.1 De nombreuses étapes franchies depuis sa création en 2021	p.15
3.2 Une offre technologique disruptive	p.16
3.3 Un environnement concurrentiel très limité à ce stade	p.16
3.4 Une monétisation à construire	p.17
3.5 Un financement au-delà de 2025 assurée par des investisseurs tiers	p.18
4 – L'entrée des minoritaires au sein des 2 filiales comme 1^{er} catalyseur CT	p.19
4.1 Un 1 ^{er} OC à 0,012€ sur la base d'un DCF hors Loamics	p.19
4.2 Décote de 50% sur l'EV/ARR sectoriel, logique mais amenée à se réduire	p.20
4.3 Des opérations capitalistiques pour pleinement valoriser les 2 filiales	p.21
ANNEXES	
Retour sur l'histoire particulièrement chahutée d'un éditeur SaaS	p.23
Avertissement	p.26

1-N'Gage, une solution SaaS pour le marché de l'efficacité énergétique

Depuis sa reprise en main fin 2023 par Ramez Nasser et Jérôme Knaepen, 2 des principaux actionnaires, Energisme a engagé en 2024 un profond travail de remise à plat de la stratégie et de la base de coûts comme nous le détaillerons en partie 2. En dehors de la monétisation de sa filiale Loamics dédiée aux données de santé, Energisme est focalisé sur le retour de la croissance de N'Gage, sa plateforme SaaS dédiée au marché de la gestion énergétique des bâtiments. Ce marché se caractérise par de fortes perspectives de croissance, en lien avec (i) un cadre réglementaire contraignant pour les clients (décrets Tertiaires et BACS en France) et (ii) un intérêt économique grandissant lié à la réduction de la consommation énergétique des bâtiments. Cet environnement porteur a attiré de nombreux acteurs, de sorte que l'environnement concurrentiel s'avère dense et diversifié.

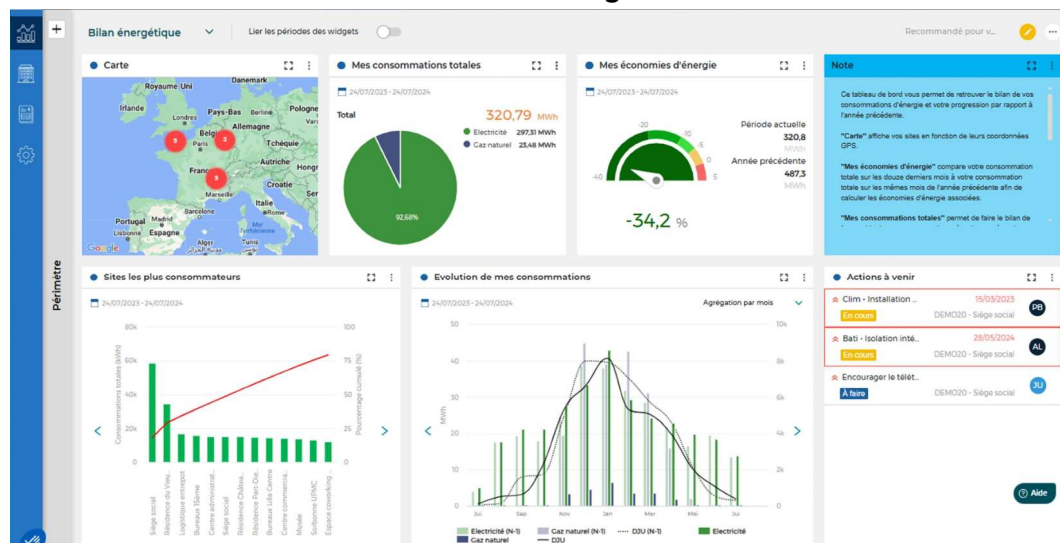
1.1 Une solution de collecte et visualisation de la consommation énergétique

La plateforme N'Gage permet de collecter et d'agrégier tous types de données, multi-énergies et multi-fluides, provenant de sources hétérogènes (compteurs, capteurs, factures, données météo...), puis de les consolider et les restituer via des rapports et tableaux de bord personnalisables. La solution proposée par la Société est « scalable » et donc parfaitement adaptable au besoin du client (industriels, collectivités...) et met les nouvelles technologies (IoT, Blockchain...) au service des problématiques de performance énergétique actuelles des utilisateurs.

La plateforme N'Gage permet de répondre aux besoins de ses clients en matière de :

- Conformité réglementaire, en assurant la mise en place de systèmes GTB (Gestion Technique du Bâtiment) en conformité avec les décrets Tertiaires et BACS (Building Automation & Control Systems) qui déterminent les moyens permettant d'atteindre les objectifs de réduction de la consommation énergétique fixés par l'Etat.
- Bilan Carbone, en mesurant les émissions de gaz à effet de serre des bâtiments.
- Optimisation de la performance énergétique.

Solution N'Gage



Source : Energisme

La solution N'Gage permet une collecte et une visualisation des données répondant aux demandes actuelles de marché. La solution évolue vers la pilotage et l'optimisation automatique au fur et au mesure que le marché se développe. Le pilotage s'installe dans la plateforme par 3 vecteurs :

1-N'Gage, une solution SaaS pour le marché de l'efficacité énergétique

- La mise en place des GTB et des solutions IoT – revente des solutions des partenaires.
- L'optimisation automatique et le pilotage des charges flexibles – des solutions codéveloppées avec des partenaires.
- Le pilotage par des agents AI dédiés qui fait actuellement l'objet de développement interne.

La solution s'adresse aux entreprises et aux collectivités locales, comptant 250 clients directs et équipant 500 000 bâtiments. Ses clients sont à la fois des entreprises industrielles, des sociétés du secteur tertiaire et des collectivités locales, mais également des entreprises de Facility Management et des Bureaux d'Etudes et de Certifications qui opèrent des prestations pour les clients directs. La solution, commercialisée exclusivement sous forme d'abonnement sur 12 à 36 mois, est vendue en moyenne environ 20 000€ par an par client et environ 10€ par an et par site, soit 1% à 2% de la consommation énergétique des sites.

Energisme développe également la plateforme ECO-Hub dédiée à l'intégration des services partenaires avec les évolutions modulaires de N'Gage. Energisme embarque actuellement 2 partenaires par mois avec des services ou équipements génératrice des revenus complémentaires, avec une file d'attente d'une douzaine d'entreprises actuellement. Les entreprises concernées passent des startups innovants (Shayp, Thermosphr...) au grand groupes (Legrand, Orange...).

Plateforme Eco d'Energisme

The image shows a promotional graphic for the 'eco' platform. On the left, the 'eco' logo is displayed above the text 'Notre passerelle pour des solutions avancées'. Below this, it states: 'Accéder à la suite applicative n'gage, ainsi qu'aux technologies et services des partenaires, pour répondre à tous les enjeux énergétiques et environnementaux.' and 'Offrir un pilotage fluide et efficace des projets en mobilisant les expertises et compétences adaptées, au bon moment et au bon endroit, sans complexifier vos échanges ni multiplier les interlocuteurs.' At the bottom left, the number '12' is shown. On the right, a screenshot of the platform interface is shown, displaying a dashboard with various charts and a table. Below the screenshot, the text 'Les atouts de cette offre' is followed by four circular icons: 'Périmètre sans équivalent', 'Capacité de pilotage intelligent', 'Accélération du Go2market', and 'Upsell sur la base client'.

Source : Energisme

Enfin, Energisme est active dans l'Intelligence Artificielle depuis une dizaine d'années, particulièrement dans le domaine du Machine Learning associés au Big Data. L'évolution de l'architecture actuel de N'Gage permettra l'intégration une solution d'AI agentic, en cours de développement actuellement. Ces agents permettront de gérer rapidement des demandes clients spécifiques et seront compatibles avec des futures solutions AI des clients clés.

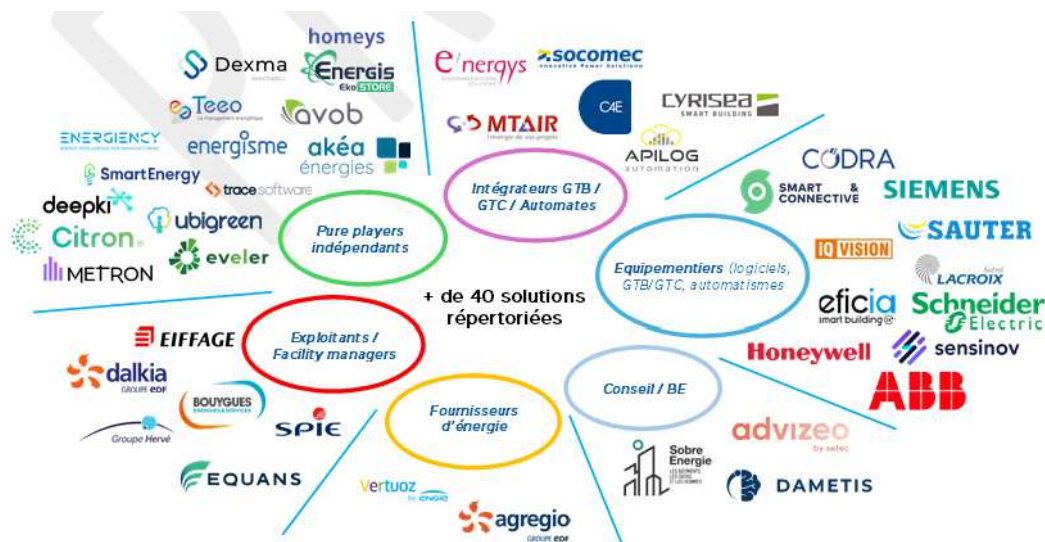
1.2 Un univers concurrentiel vaste et diversifié

La plateforme N'Gage agrège aujourd'hui 17TWh d'électricité en France, soit 8% de la consommation nationale hors résidentiel. Elle figure parmi les principaux acteurs du secteur, même si la concurrence est nombreuse sur le seul marché français. L'Association Technique Energie Environnement (ATEE) faisait état en 2019 de plus de

1-N'Gage, une solution SaaS pour le marché de l'efficacité énergétique

40 solutions répertoriées, provenant de typologies variées d'acteurs. L'actualisation de l'environnement concurrentiel par nos soins fait ressortir un paysage toujours aussi fragmenté.

Cartographie des acteurs du marché des logiciels de gestion énergétique



Source : Invest Securities

Les intervenants sur ce marché peuvent être scindés en 6 grandes catégories :

- Les éditeurs de logiciels, qu'il s'agisse de pure players de la gestion énergétique ou des éditeurs généralistes proposant un module de gestion énergétique qui s'intègre à un logiciel SCDA (supervision) ou un logiciel ERP. Energisme figure parmi les pure players de la gestion énergétique au même titre qu'Advizeo (13m€ de CA en 2023, dont à priori une large part de revenus de prestations de services, 16TWh gérés), racheté par Hager en 2024, de Citron (10m€ de CA en 2023), de Deepki (30m€ de CA en 2023), de Metron, de Sobre Energie, filiale de la Banque des Territoires et de la Poste ou d'Ubigreen, vendu à Planon en janvier 2023. Il s'agit là des principaux concurrents d'Energisme qui ont pour certains d'entre eux levé des sommes significatives pour accélérer leur développement, notamment 150m€ en 2022 pour Deepki ou 20m€ en 2023 pour Citron.
- Les intégrateurs de systèmes (automatisme, gestion technique, supervision...) qui installent et intègrent un système d'informations de management de l'énergie dans lequel est inclus un logiciel de gestion énergétique édité par eux-mêmes ou par un tiers. Cette catégorie intègre des acteurs comme Actemium, Apilog Automation et Groupe API.
- Les équipementiers qui fournissent du matériel de gestion électrique ou des compteurs, ainsi que les logiciels servant à monitorer et consolider les données énergétiques remontées par les équipements. Cet ensemble comprend des entreprises comme Delta Dore, Emerson, Enerdis, Sauter, Siemens, Schneider Electric ou Socomec.
- Les sociétés de services, conseil et bureau d'études en efficacité énergétique qui ont pour certains d'entre eux développé leur propre solution logicielle, avec toutefois des typologies et des fonctionnalités très variables, allant du simple développement sous Excel à la suite logicielle en mode SaaS. D'autres acteurs utilisent des solutions d'éditeurs de logiciels. Cette catégorie comprend des acteurs comme Artelys, CertiNergy, Dapesco, Energie & Services, Nextep, Ultiwatt.

1-N'Gage, une solution SaaS pour le marché de l'efficacité énergétique

- Les Facility Managers qui gèrent les sites industriels pour le compte de clients industriels. Ces acteurs ont plutôt tendance à avoir recours à des solutions logicielles développées par des pure players, comme c'est le cas pour Vinci ou Spie qui utilisent la solution N'Gage.
- Les fournisseurs d'énergie qui proposent des modules de gestion énergétique (télé-suivi des consommations, courbe de charge d'électricité) associés à une offre de fourniture d'énergie. Certains énergéticiens ont développé leur propre logiciel de gestion énergétique comme Engie (solutions Blu.e et Vertuoz).

Cet environnement concurrentiel particulièrement vaste reflète les perspectives très favorables de ce marché de la gestion énergétique (Mordor Intelligence évoque une croissance de +15% par an sur 2024-29 au niveau mondial pour atteindre 132Mds\$) qui bénéficie d'un soutien réglementaire contraignant (décrets Tertiaires et BACS en France par exemple) dans la logique des politiques de réduction de la consommation énergétique et des émissions de gaz à effet de serre. Cette offre vaste et hétéroclite engendre en contrepartie un manque de visibilité pour les clients qui ont du mal à arbitrer entre les différentes solutions.

2 – Principal défi CT pour N'Gage, le retour de la croissance

Après s'être concentré en 2024 sur la reprise en main de la société et la rationalisation de la structure de coûts (diminution de -46% des opex en 2 ans), le management se concentre désormais sur le retour de la croissance pour N'Gage. Pour y parvenir, Energisme dispose de 2 leviers de croissance : (i) la réduction du **churn**, très supérieur au standard des éditeurs SaaS du fait de l'héritage compliqué de la société et (ii) le développement d'une offre complémentaire de Services, en partenariat avec des acteurs spécialisés dans différents domaines, qui doit permettre d'accélérer le Go To Market et d'accroître la monétisation de la solution. Ce retour de la croissance (TMVA 2025-27e de +17%), combiné à une base de coûts allégée, doit permettre une poursuite de l'amélioration des résultats au cours des 3 prochains exercices, avec une marge d'EBITDA ajusté norme IS qui atteindrait 11% en 2027e (vs -23% en 2024). Malgré ce redressement des résultats, la poursuite de la normalisation du BFR devrait conduire à un besoin de financement de 5m€ environ afin d'atteindre l'autosuffisance financière en 2027, dont 3m€ d'ici fin 2025e. Les options sont nombreuses pour y parvenir : nouvelle OC, augmentation de capital, cession d'actifs et/ou entrée de minoritaires au capital des 2 filiales.

2.1 Un effort de transparence apprécié mais qui doit être prolongé

Energisme publie ses résultats en données sociales, excluant de facto les performances de Loamics, sa filiale à 100% sur lequel le groupe ne dévoile que très peu d'éléments financiers. Cet élément est loin d'être négligeable, surtout dans la mesure où Loamics ne génère pas de revenus et est donc consommateur de cash. Dans nos projections détaillées par la suite, nous nous concentrerons donc sur les performances de N'Gage.

Pour autant, nous tenons à souligner le fait que le nouveau management fait preuve d'un net effort dans sa communication et ses pratiques financières, comme en atteste en 2024 (i) l'arrêt des facturations d'Energisme à Loamics qui gonflait artificiellement les résultats sur 2022-23 et (ii) une plus grande granularité dans l'information financière. Energisme revient en effet de loin, après avoir fait preuve par le passé dans le meilleur des cas d'une insuffisance de transparence, voire de désinformation à l'encontre des actionnaires. Cet effort doit être prolongé, en appelant de nos vœux la publication d'un tableau de flux de trésorerie, une décomposition des revenus N'Gage et la publication d'informations relatives à Loamics. La nouvelle organisation annoncée par le groupe début juin s'inscrit dans cette logique et ne peut qu'être appréciée.

2.2 Deux leviers pour accélérer la croissance dès 2025

Au regard de la communication financière peu fiable de l'époque, il est difficile de s'appuyer sur les performances 2020-23 pour extrapoler les performances futures. La base 2024 apparaît toutefois beaucoup plus fiable et permet de constater un des principaux problèmes du groupe par le passé et gisement de croissance futur, un niveau de churn beaucoup trop élevé.

En 2024, en s'appuyant uniquement sur le CA normatif (hors facturation avec Loamics), la croissance est de seulement +5%. Ce chiffre, faible au regard des perspectives du secteur et du niveau modeste de revenus générés par Energisme, masque en fait 2 effets qui se neutralisent :

- Une conquête clients satisfaisante, avec un CA nouveaux clients que nous estimons à 1,1m€, soit 24% du CA récurrent de 2023. La performance est à souligner alors que (i) le groupe a souffert d'un turnover important et d'une absence d'encadrement des équipes commerciales et (ii) la nouvelle équipe commerciale et la nouvelle organisation ne sont véritablement en place que depuis le S2 2024.
- Un churn élevé que nous estimons à 20%, soit -0,9m€ de manque à gagner de CA. Il s'agit d'un niveau très éloigné des standards de l'industrie des éditeurs de logiciels SaaS (5% à 10%) qui reflète plusieurs effets : la résiliation de clients face aux

2 – Principal défi CT pour N'Gage, le retour de la croissance

promesses techniques passées non tenues, la pression concurrentielle accrue et la situation financière tendue de l'entreprise dans un passé récent qui a pu inciter certains grands comptes à changer de prestataires.

Cette situation 2024, si elle est source d'inquiétudes, constitue également un levier de croissance significatif pour les années futures si la société parvient à le limiter. Le management a parfaitement identifié le problème et engagé une série d'actions depuis fin 2024 pour le réduire. Après -20% estimés en 2024, nous intégrons dans nos estimations une réduction progressive du churn à -15% en 2025e, puis -10% en 2026e et -5% en 2027e. Cet élément, combiné à un CA Nouveaux clients stable en 2025e (1,1m€), puis en croissance sensible sur 2026e (1,5m€) et 2027e (2,0m€) doit permettre au CA Logiciels de passer de 4,8m€ en 2024 à 7,9m€ en 2027e, soit un TMVA 2024-27e de +18%. Il est à noter que l'activité d'Energisme est de notre point de vue faiblement cyclique, dans la mesure où les économies d'énergie générées par les solutions (jusqu'à 30%) sont un puissant levier de décision d'investissement, surtout dans un contexte de très forte volatilité des prix de l'énergie.

Energisme : estimations de CA 2025-27e

	2023		2024		2025e		2026e		2027e	
	m€	% CA	m€	% CA	m€	% CA	m€	% CA	m€	% CA
- dt CA embarqué	nd		4,45		4,68		5,08		6,07	
- dt Churn	nd		-0,89	-19%	-0,70	-15%	-0,51	-10%	-0,30	-5%
- dt CA Nouveaux clients	nd		1,12		1,10		1,50		2,00	
- dt CA non récurrent	nd		0,15		0,10		0,10		0,10	
CA Logiciels	4,60	79%	4,83	100%	5,18	91%	6,17	80%	7,87	77%
var	nd		+5%		+7%		+19%		+27%	
CA Services & partenariats	0,00	0%	0,00	0%	0,50	9%	1,50	20%	2,40	23%
var	nd		+0%		nd		nd		+60%	
CA Autres	1,21	21%	0,00	0%	0,00	0%	0,00	0%	0,00	0%
var	nd		-100%		nd		nd		nd	
CA Total	5,81	100%	4,83	100%	5,68	100%	7,67	100%	10,27	100%
var	+14%		-17%		+18%		+35%		+34%	

Source : Energisme, Estimations IS

Le 2^{ème} levier de croissance identifié réside dans l'intégration d'une offre de services associés. Depuis plusieurs mois, Energisme multiplie les partenariats avec des acteurs spécialisés, de manière à pouvoir répondre aux besoins concrets des clients. Le groupe a ainsi signé avec Alliance des Energies (courtier en électricité et gaz pour les entreprises), Cap Bornes (installation de bornes de recharge), Ecomesure (qualité de l'air), Legrand (sous-comptage), Orange (IoT), Shayp (expert de l'efficacité et de la gestion de l'eau des bâtiments), Sensinov (installation de GTB), Smart Impulse (capteurs) ou ThermoSphr (pilotage GTB). D'après Energisme, les premières opportunités commercialisées au T2 25, notamment sur des projets liés à la mise en conformité BACS ou à l'instrumentation des consommations d'eau, affichent un potentiel moyen de 500k€ de CA par projet, ce qui tend à démontrer que l'impact pourrait devenir rapidement significatif.

Energisme a également annoncé début 2025 un partenariat avec STX Group, leader mondial des produits financiers dédiés à l'environnement et la transition énergétique (4Mds€ de CA). Ce partenariat doit permettre (i) de proposer N'Gage dans 4 pays européens dans lesquels STX Group est déjà implanté et (ii) d'offrir aux clients d'Energisme une gamme complète de certificats verts permettant de décarboner intégralement leur consommation énergétique à un prix compétitif, ainsi que de proposer une offre de financement grâce au mécanisme des Certificats d'Economies d'Energie. La société travaille à étendre son réseau de partenaires, de manière à pouvoir étendre son marché adressable, notamment auprès des PME-ETI qui ont besoin d'être davantage accompagnées que les grandes entreprises ou les facility managers qui disposent des ressources et des moyens pour intégrer et exploiter N'Gage.

Si le management nourrit de très fortes ambitions sur ce marché et a laissé entendre que les partenariats devraient commencer à générer des revenus dès le S1 25, nous intégrons une approche plus prudente, avec une contribution à partir du S2 25 (0,5m€

2 – Principal défi CT pour N'Gage, le retour de la croissance

avec une 1^{ère} reconnaissance de CA en septembre), puis une montée en puissance sur 2026e (1,5m€ avec une contribution sur 12 mois) et 2027e (2,4m€). A travers cette approche, Energisme applique les mêmes recettes que son concurrent Adivzeo qui annonce suivre 16TWh d'énergie (vs 17TWh pour Energisme) pour un CA de 13m€ (vs 4,8m€) qui inclut à priori une large composante Services.

Au total, nos estimations font ressortir une croissance du CA de +18% en 2025e, puis +35% en 2026e et +34% en 2027e, devant permettre au groupe d'atteindre un CA de 10m€ à cet horizon. La publication fin juillet d'un CA S1 25 de 2,45m€ (+8%) s'apparente à une bonne surprise dans la mesure où le retour de la croissance était encore prévu début juin pour le S2 25 (guidance de stabilité des ventes au S1 25). Après -30% au S1 24, 0% au S2 24 et +8% au S1 25, Energisme est sur la bonne voie pour retrouver une trajectoire solide.

2.3 Gros travail déjà réalisé sur la structure de coûts depuis 2 ans

Dès 2023 sous la conduite de l'ancien management, un plan d'économies a été mis en place. L'arrivée aux manettes de la direction actuelle a permis d'amplifier ses efforts, avec au final, par rapport à l'exercice 2022, une base de coûts réduite en 2 ans de -46% sur une base 2024 ajustée !

Dans le détail, ces économies ont porté sur 2 postes principalement :

- Réduction des coûts des ventes (-62% entre 2022 et 2024) sous l'effet principalement d'une optimisation des frais d'hébergement Cloud après une renégociation de l'accord avec Microsoft Azure qui est l'hébergeur principal d'Energisme.
- Une diminution sensible des charges de personnel (-60% entre 2022 et 2024), reflet d'une diminution des effectifs (41 salariés fin 2024 vs 81 fin 2022), en lien principalement avec une réduction des dépenses de R&D avec l'arrivée à maturité du développement de N'Gage et l'amélioration de la productivité sous l'égide du nouveau Directeur Innovation et Stratégie, Antony Parsons.

Evolution de la structure de coûts d'Energisme depuis 2022

	2022 publié	2023				2024				2024 ajusté vs 2022
		publié	non récur.	Ajusté	Var	publié	non récur.	ajustés	Var	
Coûts des ventes	-3,24	-1,65	0,00	-1,65	-49%	-1,22	0,00	-1,22	-26%	-62%
Charges de personnel	-7,37	-4,92	0,00	-4,92	-33%	-3,81	0,86	-2,94	-40%	-60%
Autres Opex	-1,12	-1,91	0,93	-0,98	-12%	-1,71	0,06	-1,66	+69%	+48%
Total Opex	-8,49	-6,83	0,93	-5,90	-31%	-5,52	0,92	-4,60	-22%	-46%

Source : Energisme

Energisme débute l'exercice 2025 avec une structure de coûts allégée (4,6m€ d'opex en données ajustées vs 5,5m€ en données publiées), crédibilisant l'objectif d'atteindre l'équilibre opérationnel au cours de l'exercice 2025. De nouvelles économies sont potentiellement réalisables en 2025, mais le quantum devrait toutefois être beaucoup plus faible. Au-delà, Energisme devra relancer les investissements, tant d'un point de vue marketing que R&D, de manière à renforcer son offre et sa visibilité.

2.4 Amélioration progressive des résultats sur 2025-27e

Après une diminution sensible des pertes en 2024 (EBITDA retraité norme société de -0,4m€ vs -1,4m€ en 2023), l'accélération progressive de la croissance du CA, combinée à une structure de coûts allégée, doit permettre une poursuite de l'amélioration des résultats, avec un EBITDA retraité norme société (incluant la production immobilisée) légèrement positif (+0,2m€) en 2025e, conforme à la guidance, avant d'atteindre 1,7m€ en 2027e, traduisant une marge de 16%. Il est à noter que nos estimations intègrent une dégradation de la Marge Brute (65% en 2027e vs 75% en 2024) liée à l'évolution du mix d'activité avec un poids grandissant des services moins margés.

2 – Principal défi CT pour N'Gage, le retour de la croissance

En deçà de l'EBITDA, peu d'éléments significatifs sont à souligner, à l'exception :

- des amortissements qui devraient rester sur des niveaux élevés (environ 2,0m€ par an) pour les 3 prochains exercices, bien qu'en diminution progressive. Les amortissements reflètent l'immobilisation de la R&D pendant de nombreuses années, avec un stock au bilan qui atteint encore 3,8m€ fin 2024, malgré la dépréciation de -2,2m€ en 2023. Au-delà de 2027, les amortissements devraient tomber à 0,6m€ par an, en ligne avec les niveaux actuels de capitalisation de la R&D.
- Des frais financiers en nette hausse sur 2025-27e à l'issue de l'émission de l'obligation convertible payant un coupon de 10% qui a été portée à 5,3m€.

Compte tenu de ces 2 éléments, le RN devrait rester négatif sur la période 2025-27e, bien qu'en amélioration sensible année après année pour atteindre -0,7m€ en 2027e.

Energisme : compte de résultat sur 2023-27e

au 31/12	2023		2024		2025e		2026e		2027e	
	m€	% CA	m€	% CA	m€	% CA	m€	% CA	m€	% CA
CA Total	5,81		4,83		5,68		7,67		10,27	
var	+14%		-17%		+18%		+35%		+34%	
Coûts des ventes	-1,65	-28%	-1,22	-25%	-1,57	-28%	-2,61	-34%	-3,61	-35%
Marge Brute	4,16	72%	3,61	75%	4,11	72%	5,06	66%	6,66	65%
var	+123%		-13%		+14%		+23%		+32%	
Opex ajustés cash	-5,90	-102%	-4,60	-95%	-4,45	-78%	-4,95	-65%	-5,49	-53%
EBITDA avt Prod. Immob.	-1,74	-30%	-0,99	-21%	-0,34	-6%	0,11	1%	1,17	11%
en % CA	ns		ns		ns		ns		ns	
Production immobilisée	0,40	7%	0,60	12%	0,50	9%	0,50	7%	0,50	5%
EBITDA retraité norme société	-1,35	-23%	-0,39	-8%	0,16	3%	0,61	8%	1,67	16%
en % CA	ns		ns		ns		ns		ns	
Amortissements et provisions	-3,23	-56%	-2,20	-45%	-2,27	-40%	-2,07	-27%	-1,87	-18%
EBITA	-4,57	-79%	-2,59	-54%	-2,11	-37%	-1,46	-19%	-0,20	-2%
var			ns		ns		ns		ns	
Coûts exceptionnels	-3,15	-54%	-1,00	-21%	0,00	0%	0,00	0%	0,00	0%
EBIT publié	-7,72	-133%	-3,59	-74%	-2,11	-37%	-1,46	-19%	-0,20	-2%
var			ns		ns		ns		ns	
Coût de la dette	-0,33		0,15		-0,38		-0,53		-0,53	
Autres éléments financiers	0,00		-0,06		0,00		0,00		0,00	
Résultat financier	-0,33		0,08		-0,38		-0,53		-0,53	
RCAI	-8,05	-139%	-3,50	-73%	-2,49	-44%	-1,99	-26%	-0,73	-7%
var			ns		ns		ns		ns	
IS	0,06	nd	0,02	nd	0,00	nd	0,00	nd	0,00	nd
Minoritaires	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0	0,00	0
RN pdg publié	-7,99	-138%	-3,48	-72%	-2,49	-44%	-1,99	-26%	-0,73	-7%
var	ns		ns		ns		ns		ns	

Source : Energisme, Estimations IS

Selon la méthodologie IS, nos estimations ajustées retraitent des charges exceptionnelles, mais aussi de la R&D capitalisée, à la fois en termes de production immobilisée et d'amortissements. Cela induit un EBITDA ajusté moins favorable qu'en données société, mais à l'inverse un RN quasi-équivalent à l'EBITDA (en l'absence d'amortissements) moins les frais financiers.

Energisme : compte de résultat ajusté sur 2023-27e

	2023		2024		2025e		2026e		2027e	
	m€	% CA	m€	% CA	m€	% CA	m€	% CA	m€	% CA
EBITDA ajusté norme IS	-1,69	-29%	-0,97	-20%	-0,34	-6%	0,11	1%	1,17	11%
var	ns		ns		ns		ns		ns	
Amortissements ajustés	-0,13	-2%	-0,12	-2%	-0,02	0%	-0,02	0%	-0,02	0%
EBITA ajusté norme IS	-1,81	-31%	-1,09	-23%	-0,36	-6%	0,09	1%	1,15	11%
var	ns		ns		ns		ns		ns	
Résultat financier ajusté	-0,33		0,15		-0,38		-0,53		-0,53	
RCAI ajusté norme IS	-2,14	-37%	-0,94	-19%	-0,74	-13%	-0,44	-6%	0,62	6%
var	ns		ns		ns		ns		ns	
IS ajusté	0,00	ns	0,00	ns	0,00	ns	0,00	ns	-0,16	-25%
Minoritaires	0,00	0%	0,00	0%	0,00	0%	0,00	0%	0,00	0%
RN ajusté norme IS	-2,14	-37%	-0,94	-19%	-0,74	-13%	-0,44	-6%	0,47	5%
var	ns		ns		ns		ns		ns	

Source : Energisme, estimations IS

2 – Principal défi CT pour N'Gage, le retour de la croissance

2.5 Réduction progressive du cash burn sur 2025-27e

Depuis son IPO, la société n'a jamais publié de tableau de flux de trésorerie, se contentant d'un compte de résultat et d'un bilan. Le modèle relativement simple de la société nous a néanmoins permis de reconstituer un tableau de flux de trésorerie.

En 2024, la réduction des pertes opérationnelles a permis de générer un FCF opérationnel avant BFR de -1,8m€, contre -3,2m€ en 2023. Energisme a toutefois continué à consommer énormément de trésorerie, en lien avec la normalisation du BFR (cf. 2.6), avec à la clé une variation de BFR de -3,1m€ (après déjà -3,1m€ en 2023), dont -1,4m€ liés à l'augmentation du Compte Courant avec Loamics. La situation financière s'est dégradée de -5,1m€ en 2024, passant d'une Trésorerie Nette de 4,1m€ fin 2023 à une Dette Nette de 1,0m€ fin 2024. Comme détaillé en annexe, le groupe avait sensiblement renforcé sa trésorerie en 2023, grâce au recours à l'Equity Line (8,5m€) et à l'augmentation de capital de fin d'année (10m€).

Pour les exercices à venir, la réduction des pertes opérationnelles, combinée à une moindre normalisation du BFR, devrait permettre de limiter le cash burn, même si la société devra continuer de financer Loamics en 2025 (2m€ estimés, inclut dans la variation de BFR de -3,3m€) avant que des investisseurs tiers entrant au capital de la filiale n'assurent la suite. Ainsi, nous intégrons un Cash-flow publié de -4,5m€ en 2025e, puis -1,7m€ en 2026e et -0,2m€ en 2027e.

Tableau de flux de trésorerie reconstitué d'Energisme sur 2023-27e

	2023		2024		2025e		2026e		2027e	
	m€	% CA	m€	% CA	m€	% CA	m€	% CA	m€	% CA
EBITDA ajusté norme IS	-1,69	-29%	-0,97	-20%	-0,34	-6%	0,11	1%	1,17	11%
IS théorique / EBITA ajusté	0,00	-25%	0,00	-25%	0,00	-25%	-0,03	-25%	-0,35	-25%
Capex hors R&D capitalisée	-1,52	-26%	-0,82	-17%	-0,50	-9%	-0,50	-7%	-0,70	-7%
FCF opérationnel avant BFR	-3,20	-55%	-1,79	-37%	-0,84	-15%	-0,42	-5%	0,13	1%
Variation BFR	-3,06	-53%	-3,10	-64%	-3,32	-58%	-0,79	-10%	-0,12	-1%
FCF opérationnel ap BFR	-6,26	-108%	-4,89	-101%	-4,16	-73%	-1,21	-16%	0,01	0%
Acquisitions/cessions	0,00	0%	0,27	6%	0,00	0%	0,00	0%	0,00	0%
Variation de capital	18,47	318%	0,00	0%	0,00	0%	0,00	0%	0,00	0%
Dividendes	0,00	0%	0,00	0%	0,00	0%	0,00	0%	0,00	0%
Autres	-1,33	-23%	-0,48	-10%	-0,38	-7%	-0,50	-7%	-0,18	-2%
Cash-flow publié	10,88	187%	-5,10	-106%	-4,54	-80%	-1,71	-22%	-0,18	-2%

Source : Energisme, estimations IS

2.6 Les financements au-delà de 2025 assurés par les futurs minoritaires

Le bilan d'Energisme n'appelle de commentaires particuliers en dehors des 2 points principaux :

➤ La normalisation du BFR n'est pas totalement achevée

Héritage de la gestion du passé, Energisme affichait fin 2022 un BFR de -7,7m€ loin d'être normatif, car lié à des dettes fournisseurs (3,8m€ soit 274 jours de CA) et fiscales/sociales (5,1m€, soit 364 jours de CA) anormalement élevées. En juin 2023, Energisme a annoncé être parvenu à un accord avec l'administration française pour un échelonnement sur 30 mois de 3,9m€ de passifs sociaux. Depuis 2 ans, la direction a entrepris une normalisation de la situation, avec une réduction de -50% des dettes fournisseurs et de -40% des dettes fiscales et sociales. Les dettes fournisseurs et fiscales/sociales sont donc amenées à se réduire à nouveau au cours des prochains exercices pour revenir à des niveaux normatifs, ce qui justifie nos estimations 2025-26e qui intègrent une dégradation du BFR de -1,3m€ en 2025e et de -0,8m€ en 2026e. Autre point important à noter, le BFR comprend à l'actif 4,3m€ de créances vis-à-vis de Loamics (2,6m€ de créances clients et 1,7m€ de compte-courant) à fin 2024. Si le management compte faire financer le développement de Loamics à partir de 2026 par des tiers (cf. partie 3), nous intégrons dans nos estimations une augmentation de +2m€ du compte courant en 2025e, ce qui portera la variation de BFR à +3,3m€ en 2025e.

2 – Principal défi CT pour N'Gage, le retour de la croissance

➤ 3m€ de besoins de financement d'ici fin 2025

Compte tenu de la consommation de trésorerie détaillée ci-dessus, la Dette Nette devrait progresser de +4,5m€ en 2025e et de +1,7m€ en 2026e pour atteindre à cet horizon 7,2m€, avant de se stabiliser en 2027e. En termes de liquidités, la trésorerie brute de 2,0m€ fin 2024 a été renforcée par l'extension en janvier 2025 pour 0,8m€ de l'Obligation Echangeable de 1,5m€ mise en place fin 2024 (échéance 2028, coupon 10% et prix de conversion de 0,0088€ soit une prime de +83% sur le cours du 27 janvier). Par ailleurs, la dette bancaire de 1,4m€ fin 2024 devrait être intégralement remboursée d'ici fin 2026 (0,7m€ par an).

Tenant compte de l'ensemble de ces éléments, Energisme affiche un besoin de financement de 5,3m€ avant d'atteindre l'auto-suffisance financière fin 2027e, dont 3m€ d'ici fin 2025e. Pour assurer ses besoins, les options sur la table sont nombreuses : OC, augmentation de capital, cession d'actifs et/ou entrée de minoritaires au capital des 2 filiales.

Energisme : bilan sur 2023-27e

en m€, au 31/12	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Ecart d'acquisition	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Immobilisations incorporelles	5,14	3,79	2,52	1,45	0,78
Immobilisations corporelles	0,04	0,04	0,04	0,04	0,04
Autres actifs immobilisés	0,59	0,49	0,49	0,49	0,49
Total actif immobilisé	5,77	4,32	3,05	1,98	1,31
Créances clients hors Loamics	0,79	0,86	1,01	1,37	1,83
Créances Loamics	2,61	2,61	2,61	2,61	2,61
Autres actifs hors Loamics	1,75	0,41	0,41	0,41	0,41
Compte Courant Loamics	0,00	1,73	3,73	3,73	3,73
Trésorerie	8,18	2,02	-2,76	-5,11	-5,28
Total actif	19,10	11,96	8,06	5,00	4,61
Capitaux propres pdg	6,47	2,96	0,47	-1,52	-2,25
Minoritaires	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Dettes financières	4,05	2,98	3,04	2,40	2,40
Provisions	0,21	0,27	0,27	0,27	0,27
Dettes fournisseurs	3,34	1,90	1,67	1,49	1,99
Autres dettes	5,05	3,84	2,92	2,66	2,50
Total passif	19,10	11,96	8,36	5,30	4,92
Dette Nette	-4,13	0,96	5,50	7,21	7,39
var	-10,89	+5,09	+4,54	+1,71	+0,18
BFR hors Loamics	-5,84	-4,47	-3,16	-2,37	-2,25
var	+1,85	+1,37	+1,32	+0,79	+0,12
BFR Loamics	2,61	4,34	6,34	6,34	6,34
var	+1,21	+1,73	+2,00	+0,00	+0,00
Total BFR	-3,23	-0,13	3,18	3,97	4,09
var	+3,06	+3,10	+3,32	+0,79	+0,12

Source : Energisme, estimations IS

3 Loamics, une diversification prometteuse dans la Santé à monétiser

S'appuyant sur l'actif technologique dédié au secteur de la gestion énergétique, Energisme a créé Loamics en 2021 pour adresser le marché de la santé. Chef de file du consortium comprenant également le Collège National des Généralistes Enseignants (CNGE), Loamics a été sélectionné en 2022 pour le projet P4DP visant à créer le 1^{er} entrepôt de données de santé de ville. Après avoir obtenu fin 2024 l'autorisation de la CNIL, Loamics doit démarrer la collecte et l'entreposage à grande échelle des données de santé. Cette étape de franchise, le groupe va devoir affiner la monétisation de son offre. Si les perspectives, tant auprès de la sphère publique que privée, sont attractives et prometteuses, il est aujourd'hui difficile d'en estimer le potentiel tant que l'offre n'est pas commercialisée. Si Energisme devrait encore financer le *cash burn* 2025 (2m€ environ), elle compte sur l'entrée au capital de sa filiale d'investisseurs tiers pour financer la suite.

3.1 De nombreuses étapes franchies depuis sa création en 2021

Energisme a créé en 2021, Loamics, une filiale à 100% dédiée au secteur de la santé. S'appuyant sur la plateforme technologique N'Gage, Loamics a pour ambition de développer un entrepôt sécurisé de données de santé de médecine de ville. Partant du constat que seules les données des patients hospitalisés alimentent la recherche médicale, l'approche auprès des médecins de ville permettrait de multiplier par 250x les données de santé, devant à terme nettement améliorer la recherche médicale.

Loamics est le chef de file d'un consortium regroupant le Collège National des Généralistes Enseignants (CNGE), le Health Data Hub, le département d'Informatique Médicale du CHU de Rouen, le Département d'Enseignement et de Recherche en Médecine Générale de l'Université de Nice Côte d'Azur et le département de Médecine Générale de l'Université de Normandie. Ce consortium a été sélectionné en 2022 pour le projet P4DP (Platform for Data in Primary Care) dans le cadre de France 2030 et la Stratégie Innovation Santé 2030, avec l'objectif ambitieux de favoriser une médecine plus prédictive, plus préventive et plus innovante. Dans le cadre de ce projet, le consortium s'est vu attribué en 2020 une subvention de 9,7m€, dont 2,2m€ au seul bénéfice de Loamics.

Fin 2024, à l'issue d'un processus de près de 2 ans, le consortium a indiqué que le projet P4DP avait obtenu l'autorisation de la CNIL pour la mise en place de son entrepôt national de données de santé, ce qui doit permettre de commencer à lancer officiellement d'ici le S1 2025 la collecte des données. Dans l'intervalle, le consortium a veillé à (i) nouer des partenariats avec des éditeurs de logiciels des médecins de ville (Alma Pro, éO, Hypermed, Xmedn lemedecin.fr, ipso santé et Weda), (ii) développer 3 premiers types d'application (datavisualisation, veille épidémiologique et identification des patients avec des caractéristiques particulières pour la prévention et la recherche) et (iii) associer le monde universitaire au projet. Après un démarrage en test en 2023 avec 400 médecins participants, le consortium vise une montée en cadence sensible, pour atteindre 2 000 médecins participants en 2025.

Feuille de route de Loamics et de P4DP



Source : P4DP

3 Loamics, une diversification prometteuse dans la Santé à monétiser

3.2 Une offre technologique disruptive

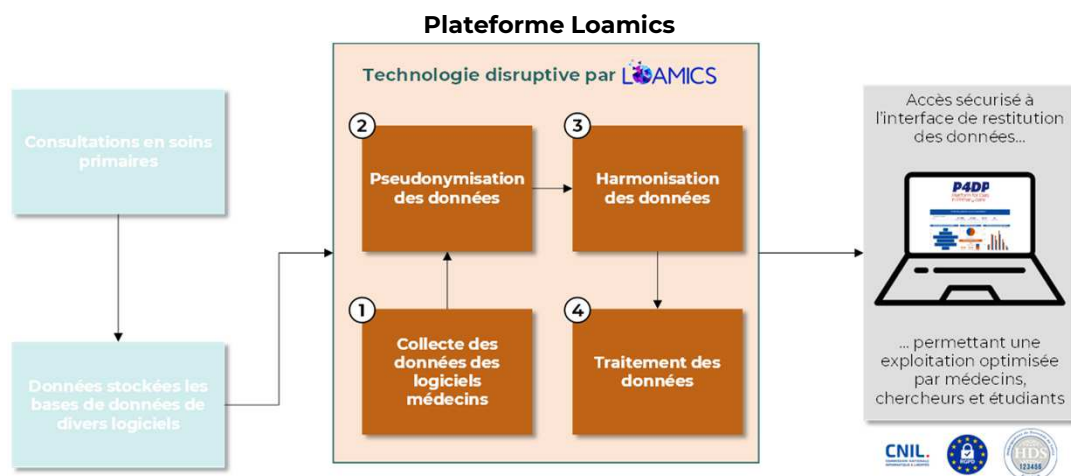
La technologie embarquée par Loamics permet de répondre à 2 problématiques majeures pour les données de santé :

- La sécurisation, à travers notamment l'anonymisation ou plutôt la pseudonymisation des données.

La pseudonymisation consiste à traiter des données à caractère personnel de manière qu'on ne puisse pas attribuer les données à une personne physique sans avoir recours à des informations complémentaires. Dans les faits, cela consiste à attribuer un alias ou un pseudonyme à chaque patient, avec une table de correspondance entre les identités et les alias qui est sécurisée séparément. Les données de cet alias seront analysées, exploitées et stockées. S'il y a besoin de retrouver le patient (par exemple en cas de risque de prédisposition congénitale), il faudra utiliser la table de correspondance.

- La collecte, la fiabilisation et la standardisation des données.

Le pilote P4DP a été créé en 2023, avec des données provenant de 2,3m de patients et 369m de consultations. En supposant une extension à un nombre bien plus large de médecins (la France compte plus de 100 000 médecins de ville), la quantité de données est amenée à croître de manière exponentielle, nécessitant dès la création de la plateforme d'être en mesure de fiabiliser et de standardiser les données pour ensuite pouvoir les exploiter.



Source : Invest Securities

3.3 Un environnement concurrentiel très limité à ce stade

Sur ce marché complexe d'un point de vue réglementaire (sensibilité des données) mais au très fort potentiel de développement, l'univers concurrentiel est à ce stade très limité, puisqu'en dehors de Loamics, il n'existe que les solutions de SOS Médecins et de Cegedim qui en sont peu ou prou au même stade de développement. Ces dernières présentent toutefois des limites, que ce soit en termes de marché adressable, d'autorisation nécessaire pour accéder aux données de santé, d'autorisation CNIL ou de pseudonymisation des données. En ce sens, Loamics apparaît aujourd'hui comme le mieux positionné pour capter le potentiel du marché, même s'il est encore prématuré pour tirer une conclusion définitive.

3 Loamics, une diversification prometteuse dans la Santé à monétiser

Univers concurrentiel de Loamics en France

	LOAMICS P4DP	LOS MÉDECINS	cegedim
Autorisation CNIL	✓ Octobre 2024	✓ Aout 2024	✗
Sources de données	100k médecins adressables au niveau nationale, (12k médecins juste avec l'éditeur Weda)	Potentiel maximal de 1 000 médecins (médecins membres du réseau)	Médecins utilisant les logiciels Cegedim
Autorisation nécessaire pour accéder aux données ?	Non, consentement non nécessaire	Nécessite de convaincre les médecins	Nécessite de convaincre les médecins
Typologies des données	Longitudinales (sur 20 ans d'historique)	Données à l'instant T	Données à l'instant T
Technologie de pseudonymisation ?	✓	✗	✗

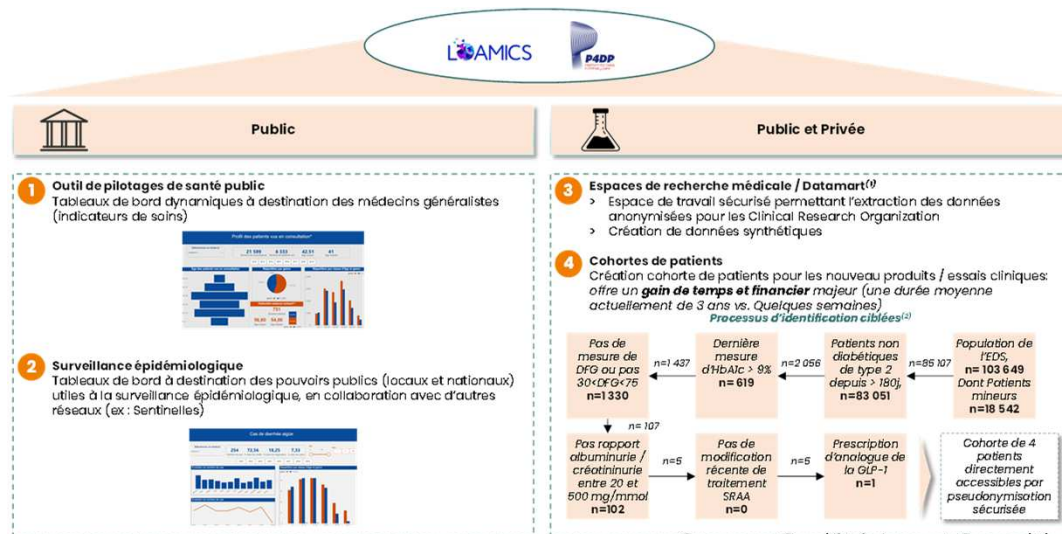
Source : Invest Securities

3.4 Une monétisation à construire

A ce stade, Loamics ne génère pas de revenus et n'a pas encore figé son modèle économique. La plateforme va néanmoins pouvoir être monétisée à travers différents types de solutions, à destination des secteurs public et privé :

- Outil de pilotage de santé public à travers des tableaux de bord dynamiques à destination des médecins généralistes (indicateurs de soins).
- Surveillance épidémiologique à travers des tableaux de bord à destination des pouvoirs publics (locaux et nationaux), en collaboration avec d'autres réseaux (Sentinelles pour les syndromes grippaux par exemple).
- Espaces de recherche médicale permettant d'extraire des données pseudonymisées pour les CRO (Clinical Research Organization) et de créer des données synthétiques pour entraîner des modèles de LLM (Large Language Model) des IA
- Cohortes de patients : constitution de cohortes de patients pour les nouveaux produits et les essais cliniques sur la base des données pseudonymisées

Exemple de monétisation de Loamics



Source : Société, Invest Securities

3 Loamics, une diversification prometteuse dans la Santé à monétiser

Si les sources de revenus sont nombreuses et prometteuses, en particulier auprès du secteur privé qui est confronté à une problématique d'amélioration de la productivité de sa R&D, tant dans la phase de conception des molécules que d'essais cliniques, il est impossible à ce stade de les quantifier, tant que (i) la plateforme n'est pas opérationnelle et (ii) le groupe n'aura pas défini clairement sa stratégie commerciale et engagé une équipe commerciale.

3.5 Un financement au-delà de 2025 assurée par des investisseurs tiers

Début juin, Energisme a officialisé son intention de faire entrer des investisseurs industriels et/ou financiers au capital de ses filiales ECO-Hub et Loamics aujourd'hui détenues toutes 2 à 100%. Outre la volonté de cristalliser une valeur pour chacun des 2 actifs (cf. partie 4), ces opérations ont pour vocation d'assurer le besoin de financement des prochaines années.

Loamics n'étant pas consolidé jusqu'en 2024, les informations à son sujet sont limitées, en dehors du financement assuré par Energisme (4,3m€ à fin 2024) et d'un RN 2024 de 1,6m€ dont on peut raisonnablement penser qu'il correspond peu ou prou au *cash burn* de la filiale. Si l'objectif désormais affiché par le management d'Energisme est de faire financer la prochaine étape de développement de Loamics par les investisseurs qui entreront à son capital, Energisme devrait néanmoins devoir financer sa filiale en 2025 pour un montant que nous évaluons à 2m€.

4 – L'entrée des minoritaires au sein des 2 filiales comme 1^{er} catalyseur CT

Pénalisé par une histoire boursière très compliquée jusque fin 2023 et un travail mené par le nouveau management qui n'a pas été totalement appréhendé, Energisme ne capitalise aujourd'hui plus que 9m€, ce qui ne reflète que très partiellement le potentiel de N'Gage et de Loamics. Si le momentum opérationnel devrait rester limité avant début 2026 (quand bien même la reprise de la croissance dès le S1 25 constitue une agréable surprise), le principal catalyseur CT réside dans l'entrée d'investisseurs au capital de ses 2 filiales, ce qui doit permettre de rassurer sur les besoins de financement et surtout permettre de cristalliser une valeur pour les 2 actifs à travers une SOP. Dans l'intervalle, nous valorisons la société par DCF, ce qui revient à valoriser N'Gage à laquelle nous intégrons uniquement Loamics à hauteur de ses engagements envers la maison mère (4,3m€). Nous initions ce jour le titre à l'ACHAT avec un OC de 0,012€, sous réserve d'assurer le besoin de financement à fin 2025 estimé à 3m€. Sur ce point, plusieurs options ont été ouvertes pour éviter une augmentation de capital trop dilutive : OC, cession d'actifs et/ou entrée de minoritaires au capital des 2 filiales.

4.1 Un 1^{er} OC à 0,012€ sur la base d'un DCF hors Loamics

Dans l'attente d'une valorisation par SOP qui sera notre approche principale de valorisation une fois l'entrée des minoritaires au capital des 2 filiales, nous valorisons Energisme par DCF.

Comme nous l'avons évoqué en partie 2, Loamics n'étant pas consolidé, la valorisation par l'actualisation des flux représente uniquement N'Gage. Nous avons toutefois tenu compte de la valorisation Loamics dans les éléments de passage de la Valeur d'Entreprise (VE) à la Valeur des Titres (VT) en intégrant les engagements dus par Loamics à Energisme à fin 2024 (4,3m€).

Concernant nos hypothèses de FCF, nous intégrons les hypothèses suivantes au-delà de nos projections 2025-27e détaillées précédemment :

- Un atterrissage progressif de la croissance vers +1,5% en 2024, permettant au groupe de réaliser à cette échéance un CA de 27,3m€
- Une amélioration progressive de la marge d'EBITDA ajusté norme IS vers 25% en 2024, soit une amélioration de +2pts par an sur la période 2028-34e. Ce niveau normatif de rentabilité est cohérent avec celles d'éditeurs de logiciels SaaS de taille équivalente et traduit le levier généré par la croissance du CA dans une industrie de coûts essentiellement fixes.
- Des capex, hors production immobilisée, représentant 3,5% en normatif, soit 1m€ par an.
- Un BFR hors Loamics qui se normalise à -5% du CA en 2034 vs -22% en 2027e.
- Un taux d'IS normatif de 25%, la valorisation des reports déficitaires étant traitée séparément.

Détails des hypothèses de notre DCF sur Energisme

	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034
CA	4,83	5,68	7,67	10,27	13,27	16,53	19,84	22,88	25,34	26,89	27,30
var	-16,8%	+17,5%	+35,1%	+33,9%	+29,2%	+24,6%	+20,0%	+15,4%	+10,7%	+6,1%	+1,5%
EBITDA ajusté	-0,97	-0,34	0,11	1,17	1,77	2,53	3,42	4,39	5,35	6,20	6,82
marge EBITDA	-20,0%	-6,0%	1,4%	11,4%	13,4%	15,3%	17,2%	19,2%	21,1%	23,1%	25,0%
Capex	-0,82	-0,50	-0,50	-0,70	-0,84	-0,97	-1,07	-1,13	-1,13	-1,07	-0,96
en % du CA	-17,0%	-8,8%	-6,5%	-6,8%	-6,3%	-5,9%	-5,4%	-4,9%	-4,4%	-4,0%	-3,5%
Amortissements	-0,12	-0,02	-0,02	-0,02	-0,09	-0,19	-0,32	-0,48	-0,65	-0,81	-0,96
en % du CA	-2,5%	-0,4%	-0,3%	-0,2%	-0,7%	-1,1%	-1,6%	-2,1%	-2,6%	-3,0%	-3,5%
BFR hors Loamics	-4,47	-3,16	-2,37	-2,25	-2,59	-2,82	-2,91	-2,80	-2,49	-1,99	-1,36
BFR / CA (%)	-92,6%	-55,6%	-30,9%	-21,9%	-19,5%	-17,1%	-14,7%	-12,2%	-9,8%	-7,4%	-5,0%
Taux IS	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%	-25,0%
Synthèse											
EBITDA	-0,97	-0,34	0,11	1,17	1,77	2,53	3,42	4,39	5,35	6,20	6,82
Impôts	0,00	0,00	-0,02	-0,29	-0,42	-0,59	-0,78	-0,98	-1,18	-1,35	-1,47
Capex	-0,82	-0,50	-0,50	-0,70	-0,84	-0,97	-1,07	-1,13	-1,13	-1,07	-0,96
Variation BFR	-1,37	-1,32	-0,79	-0,12	0,34	0,24	0,09	-0,11	-0,31	-0,50	-0,63
FCF opérationnel après BFR	-3,16	-2,16	-1,20	0,06	0,85	1,21	1,66	2,18	2,74	3,29	3,77
var	ns	ns	ns	ns	ns	+43,0%	+37,1%	+31,3%	+25,7%	+20,1%	+14,7%
Coef d'actualisation	0,5	1,5	2,5	3,5	4,5	5,5	6,5	7,5	8,5	9,5	
FCF opérationnel actualisé	-2,0	-1,0	0,0	0,6	0,7	0,9	1,0	1,1	1,2	1,2	1,2

source : estimations IS

4 – L'entrée des minoritaires au sein des 2 filiales comme 1^{er} catalyseur CT

Pour actualiser ces flux, nous intégrons un WACC de 12,4%, correspondant au coût du capital. Ce dernier est basé sur : (i) un taux LT de 3,06%, (ii) une prime de marché de 3,77%, (iii) un bêta de 1,5x, reflet de la perception boursière dégradée après une période passée très compliquée et de la confiance à restaurer, et (iv) une prime de taille de 3,67%, correspondant à la prime Duff & Phelps pour les entreprises capitalisant moins de 250m€.

Sur la base de ce taux d'actualisation de 12,3% et d'une croissance LT de +1,5%, la VE s'établit à 15,4m€, dont 11,6m€ pour la Valeur Terminale. Pour arriver à la VT, nous intégrons les éléments suivants :

- -1,0m€ de DN à fin 2024.
- +2,3m€ pour le cash-in généré par la conversion des OC, leur prix d'exercice (0,0088€) s'avérant supérieur à notre valorisation.
- -0,3m€ de provisions à fin 2024.
- +6,7m€ de valeur actualisée des reports déficitaires (48m€ à fin 2024).
- +4,3m€ d'engagements (créances et compte courant) de Loamics vis-à-vis d'Energisme à fin 2024.

Au total, la VT s'établit à 27,5m€, soit 0,012€ sur la base d'un nombre d'actions dilué de 2 385m (2 124m d'actions en circulation +261m de conversion des OC).

Détail de la valorisation par DCF

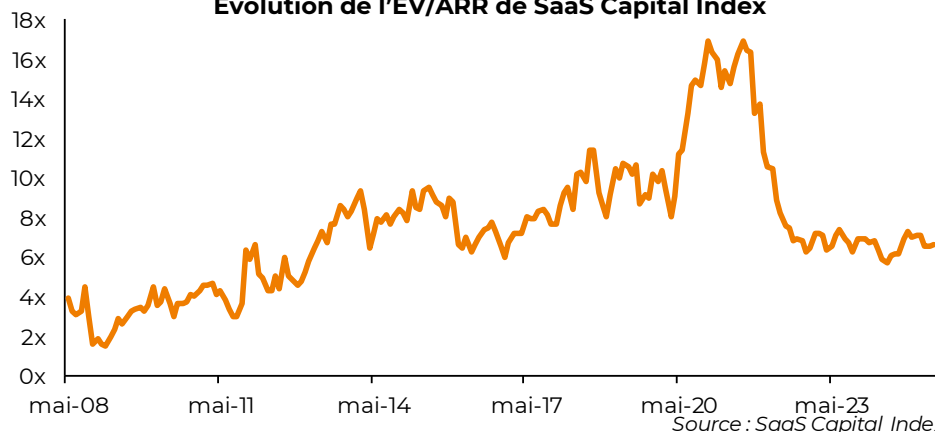
Valorisation	FCF growth	en m€	%
Flux 2025-34e		3,8	13,7%
Valeur terminale	1,5%	11,6	42,2%
Valeur entreprise Totale		15,4	55,9%
DN fin 2024		-1,0	-3,5%
Conversion OC		2,3	8,4%
Provisions		-0,3	-1,0%
Valeur Reports déficitaires		6,7	24,4%
Engagements Loamics		4,3	15,8%
Valeur Capitaux propres		27,5	60,8%
/ nombre d'actions ap dilution OC		2 385,1	
= Valeur théorique de l'action		0,012 €	

Source : estimations IS

4.2 Décote de 50% sur l'EV/ARR sectoriel, logique mais amenée à se réduire

S'appuyant sur la valorisation d'une centaine d'éditeurs de logiciels SaaS, SaaS Capital Index suit l'historique de valorisation sur la base du multiple d'EV/ARR. Après avoir atteint 16,9x à son pic en août 2021, l'EV/ARR prospectif sectoriel a sensiblement corrigé dans le contexte de hausse des taux, pour se stabiliser depuis mi-2022 entre 6x et 7x (6,6x fin mai 2025).

Evolution de l'EV/ARR de SaaS Capital Index



4 – L'entrée des minoritaires au sein des 2 filiales comme 1^{er} catalyseur CT

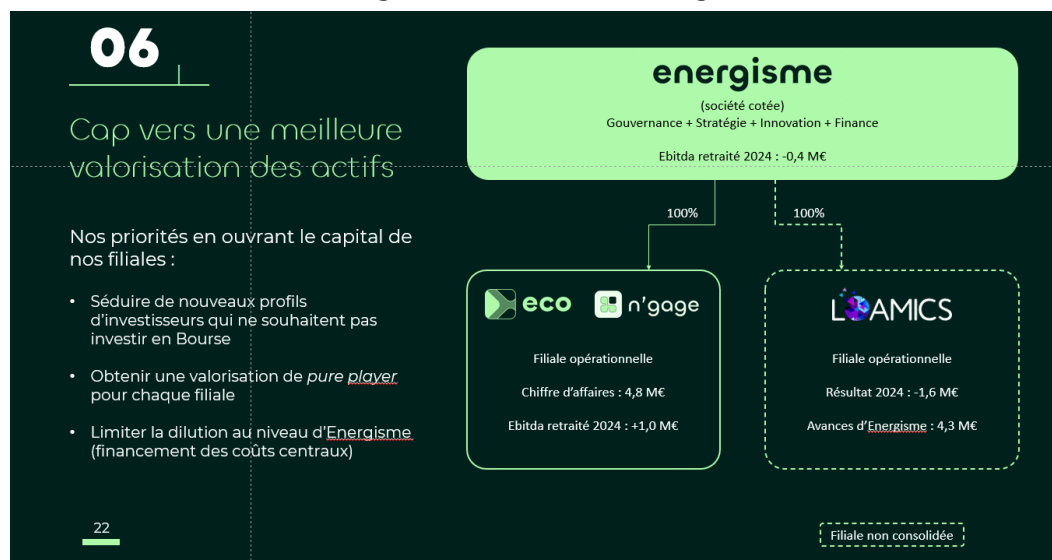
Cette moyenne traduit un écart-type considérable entre les acteurs les moins chèrement valorisés (<2x l'ARR pour Domo, Fastly, Yext, Bigcommerce) et les mieux valorisés (>10x pour CrowdStrike, Hubspot, Palo Alto, ServiceNow, Snowflake). Ces valorisations reflètent les différences des acteurs en termes de croissance et de rentabilité, dans la logique de la fameuse règle des 40. SaaS Capital Index a modélisé cette approche en tenant compte de prime et décote par rapport à la moyenne sur la base de 4 principaux critères : la taille de l'entreprise et de son marché, la croissance de son activité et de son ARR, le niveau de *churn* et la rentabilité. Il est important de noter que les différentes décotes sont appliquées sur la base des derniers agrégats connus et ne reposent pas sur une approche prospective.

Sur la base de la croissance de son activité, de son niveau de *churn* et de sa rentabilité, il serait aujourd'hui logique d'appliquer une forte décote pour valoriser Energisme. Sur la base de notre DCF, les activités N'Gage sont valorisées à 15,4m€, soit 3,0x l'ARR des 12 derniers mois et donc implicitement une décote de plus de 50% sur l'EV/ARR moyen du secteur. Cette valorisation apparaît cohérente en l'état, mais l'amélioration des performances opérationnelles au S2 25, avec un effet véritablement perceptible en 2026 (baisse du *churn* et accélération de la croissance de l'ARR), devrait permettre de réduire progressivement cette décote.

4.3 Des opérations capitalistiques pour pleinement valoriser les 2 filiales

L'annonce en juin d'une filialisation de N'Gage et de Loamics et d'une recherche d'investisseurs au capital de chacune des 2 filiales s'inscrit dans une double logique : (i) assurer les besoins de financement spécifique de chacune des 2 filiales et (ii) cristalliser une valeur d'actifs. La valorisation des 2 actifs n'est en effet pas facile aujourd'hui, en particulier pour Loamics sur laquelle les informations sont aujourd'hui très limitées en matière de perspectives financières.

Stratégie de valorisation d'Energisme



Source : Energisme

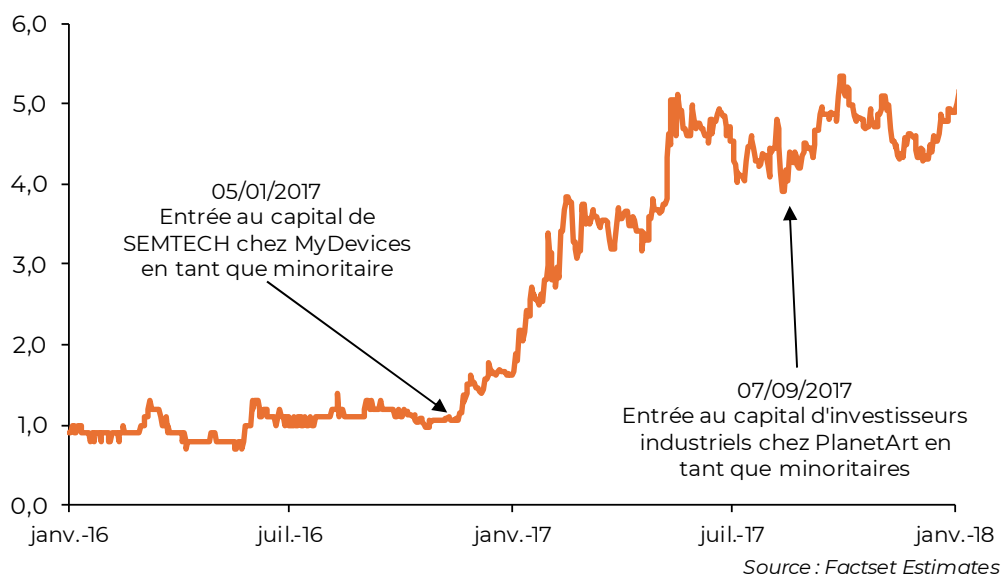
En cas de réussite de l'ouverture du capital des 2 filiales, la valorisation d'Energisme pourra se faire bien plus aisément sur la base d'une Somme des Parties (SOP) en incluant le prix de transaction pour chacun des 2 actifs, ainsi qu'en isolant les besoins de financement des 2 actifs et de Loamics en particulier (N'Gage devant rapidement devenir autosuffisant tout en supportant les coûts de structure).

4 – L'entrée des minoritaires au sein des 2 filiales comme 1^{er} catalyseur CT

C'est la stratégie qu'avait mené avec succès Claranova au tout début de sa restructuration. En 2017, l'entrée de minoritaires au capital de PlanetArt et myDevices avait permis au cours d'être multiplié par 4x et une capitalisation passée de 38m€ à 191m€. L'entrée au capital des filiales de minoritaires n'est pas la seule raison de son violent rebond boursier, les performances opérationnelles ayant également aidé avec un EBITDA passé de -4,9m€ en 2016/17 à +3,9m€ en 2017/18.

A une moindre échelle, Energisme est dans le même cas de figure, ce qui nous laisse à penser que la stratégie du management pourrait engendrer une forte revalorisation à l'annonce de l'entrée au capital de Loamix et de N'Gage/Eco-Hub.

Evolution du cours de Claranova sur 2016-18



ANNEXE- Retour sur l'histoire particulièrement chahutée d'un éditeur SaaS

2004-20 : un spécialiste de la télérelève transformé en éditeur SaaS

Fondée en 2004, Energisme était à l'origine une entreprise spécialisée dans la télérelève, à savoir la collecte à distance des données de consommation énergétique. Avec l'arrivée de Thierry Chambon à sa tête en 2014, la société opère un pivot en se transformant en éditeur de logiciel SaaS visant à optimiser la performance énergétique des entreprises.

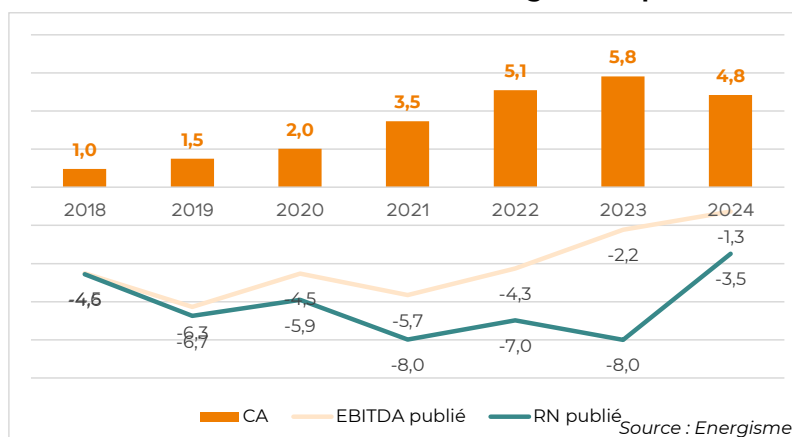
2020-23 : Valse des dirigeants, financements dilutifs et déceptions

Energisme qui a investi 18,5m€ en R&D depuis son pivot en 2014 réalisait seulement 1,5m€ de CA en 2019 et 252k€ de MRR (Monthly Recurring Revenue) à fin mai 2020. En 2020, la société souhaite accélérer son développement et lève 8,0m€ dans le cadre de son IPO sur Euronext Growth. Energisme compte sur les fonds levés pour accélérer sa croissance, visant notamment 400k€ de MRR à fin 2020 et un CA 2020 >4m€.

Quelques mois plus tard, la société n'est pas au rendez-vous, le CA 2020 atteignant seulement 2m€ et le MRR 330k€, pénalisés à l'époque par « une crise sanitaire qui a fortement pesé sur la transformation commerciale ». Ce retard contraint la société à lever à nouveau 6,1m€ en janvier 2021 et à faire évoluer sa gouvernance avec la nomination de Stéphane Bollon en tant que Directeur Général (Thierry Chambon devenant Directeur Stratégie & Partenariats). Si le CA progresse de +71% en 2021 à 3,5m€, les pertes se creusent, ce qui n'empêche pas la direction de la société de présenter en février 2022 une feuille de route 2020-24 extrêmement ambitieuse, avec un objectif d'ARR de 20m€ à horizon 2024 et un EBITDA positif à compter du T1 23 pour tendre vers plus de 10% dès 2024. Afin de financer ces ambitions, Energisme met en place un financement en fonds propres avec Iris en janvier 2022. Ce financement, sur lequel Energisme a tiré seulement 1,82m€ sur les 10m€ disponibles, est remplacé en juillet 2022 par un nouveau financement de 12m€, dont 10m€ sous forme d'OCABSA conclu avec Atlas.

En septembre 2022, Thierry Chambon revient aux manettes d'Energisme en remplacement de Stéphane Bollon. A cette occasion, la société annonce sa réorganisation autour de 2 pôles d'activité : N'Gage, sa plateforme de gestion énergétique, et Loamics, une solution logicielle de gestion des données de santé. La société annonce début 2023 avoir réalisé 4,66m€ (+35%) de CA en 2022, légèrement supérieur à son objectif de 4,5m€ et vise pour 2023 un CA >6,3m€ (+35%) et un MRR de 700k€ à fin 2023. Cette croissance du CA, combinée à la mise en place d'un plan d'économies de coûts au S2 22, ne permet toutefois pas de réduction significative des pertes (RN de -7,0m€ en 2022 vs -8,0m€ en 2021) et du *cash-burn*, ce qui a pour conséquence d'avoir recours massif au financement par OCABSA. Le nombre d'actions passe ainsi de 7,24m début 2022 à 10,4m fin 2022, puis à 40,9m fin juin 2023 et enfin 392m au S2 2023 !

Evolution du CA et des résultats d'Energisme depuis 2018



2023-25 : reprise en main par les actionnaires et fin des OCABSA

Cette situation financière catastrophique conduit les actionnaires à réagir. En octobre 2023, Ramez Nasser, actionnaire historique du groupe, est nommé président du conseil d'administration, en remplacement de Ingmar Wilhem. Surtout, les actionnaires parviennent à réaliser en décembre 2023 une augmentation de capital par placement privé de 10m€ et à mettre fin au contrat d'OCABSA avec Atlas. A cette occasion, Energisme annonce également la nomination de Sébastien Martin au poste de Directeur Général en remplacement de Thierry Chambon, ainsi que l'arrivée de Jérôme Knaepen en tant qu'administrateur.

En février 2024, la société annonce une nouvelle évolution de sa gouvernance, avec le départ de Sébastien Martin pour divergences d'opinions sur la stratégie. Celui-ci est remplacé par Ramez Nasser au poste de Directeur Général et Jérôme Knaepen devient directeur général délégué. 2 des principaux actionnaires du groupe et participants à la recapitalisation de fin 2023 prennent ainsi les rênes d'Energisme, avec pour objectif de relancer la société.

La nouvelle direction va ainsi dans un 1^{er} temps se concentrer à remettre d'équerre la société en (i) rationalisant la structure de coûts et (ii) redynamisant la structure commerciale qui a souffert dans un passé récent d'un turnover important et d'un manque d'accompagnement managérial. En avril 2024, le management indique viser un EBITDA positif au S2 2024. Malheureusement, si les mesures d'économies de coûts se traduisent par une réduction de -21% des charges opérationnelles au S1 24, les résultats se dégradent du fait d'une contraction de -30% du CA. Le management a fait l'amère expérience de découvrir que le CA communiqué par la précédente direction intégrait des refacturations de prestations envers sa filiale Loamics, de manière à gonfler la croissance du CA et à masquer les faibles performances opérationnelles, en lien avec un *churn* élevé. Dans un effort de transparence, la société dévoile ainsi début 2025 un CA 2024 de 4,8m€, en recul de -17% mais en hausse de +5% si l'on retrace des refacturations (1,2m€ constatés en 2023).

En conclusion, Energisme a tiré fin 2023 la page d'une période catastrophique, mêlant réalisations opérationnelles insuffisantes et financement massivement dilutif via les OCABSA. Le nouveau management en place, dont les intérêts sont alignés sur ceux des actionnaires, a engagé en 2024 une vaste reprise en main de la société, tout en constatant une situation initiale bien plus dégradée que celle que l'ancienne direction présentait à l'époque. Après un exercice 2024 de transition, une nouvelle histoire est en passe de s'écrire, quand bien même les challenges à relever sont nombreux.

THÈSE D'INVESTISSEMENT

Editeur de logiciels SaaS spécialisé dans la gestion énergétique des bâtiments, Energisme a connu une histoire particulièrement chahutée depuis son IPO en juin 2020. Repris en main par ses principaux actionnaires fin 2023 et restructuré au cours de l'exercice 2024, le groupe repart sur des bases assainies, avec désormais pour principaux objectifs le retour de la croissance de ses ventes pour son offre de gestion énergétique et la monétisation de son offre d'entrepôt de données de santé de ville (Loamics). Pour financer cette croissance et les investissements afférents, Energisme qui a filialisé ses 2 activités en 2025 prévoit de faire entrer des minoritaires au capital de ses 2 filiales, ce qui doit permettre également de contribuer à cristalliser la valeur de ses 2 actifs.

ANALYSE SWOT

FORCES

- 2 marchés (santé et efficacité énergétique) porteurs
- Modèle économique SaaS natif

FAIBLESSES

- Conquête commerciale
- Churn élevé

OPPORTUNITES

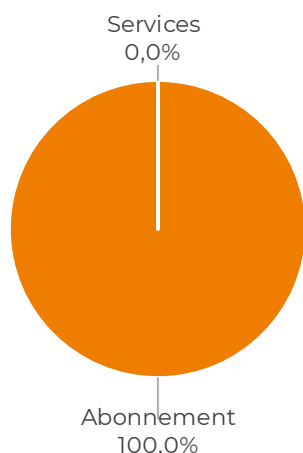
- Augmentation de l'offre via de nouvelles applications logicielles et le développement d'une offre de services

MENACES

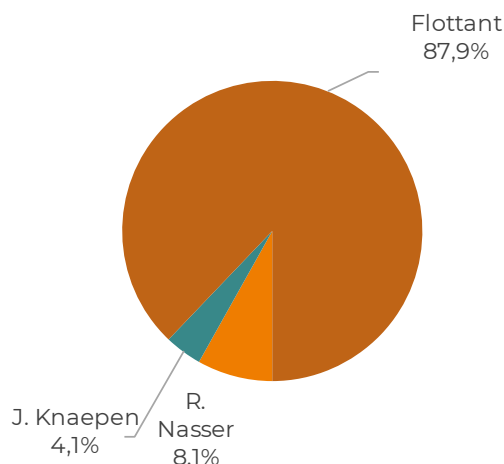
- Pertes de part de marché
- Renforcement de la concurrence

INFORMATIONS COMPLÉMENTAIRES

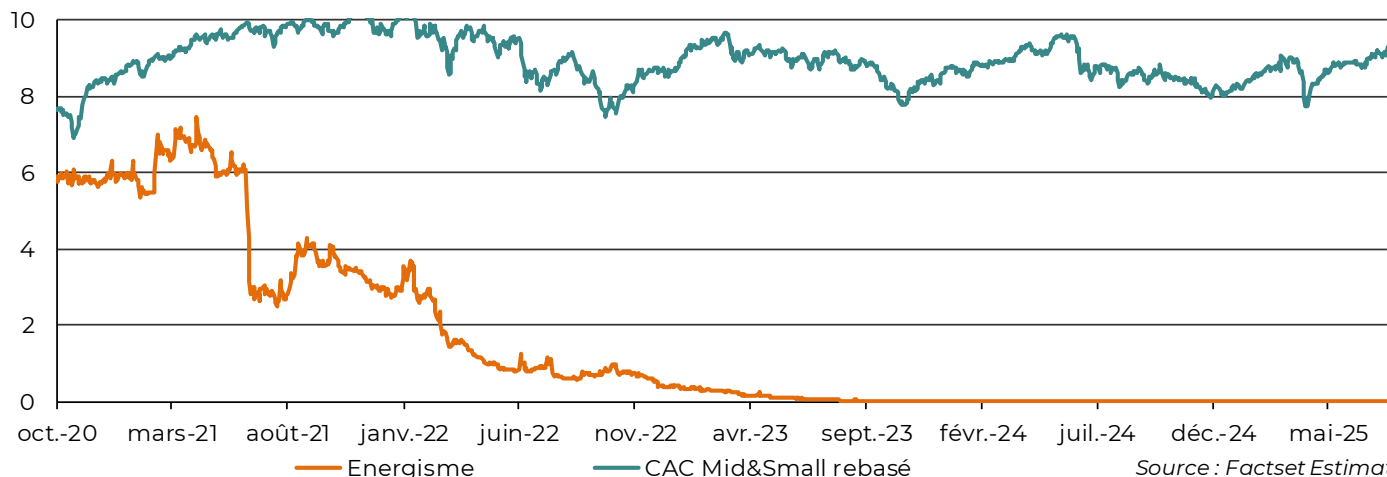
REPARTITION DU CA 2024



ACTIONNARIAT



ÉVOLUTION DU COURS DEPUIS 5 ANS



AVERTISSEMENT GÉNÉRAL

Invest Securities est agréée et supervisée par l'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution (ACPR) et régulée par l'Autorité des Marchés Financiers (AMF).

Le présent document ne constitue ni ne fait partie d'aucune offre ou invitation à souscrire, acheter ou vendre des titres financiers, ou à participer à toute autre transaction.

Les informations contenues dans le présent document proviennent de sources publiques considérées fiables, mais n'ont pas été vérifiées de manière indépendante. Aucune garantie n'est donnée quant à l'exactitude, la sincérité ou l'exhaustivité des informations publiques qui ont permis d'établir le présent document et Invest Securities n'accepte aucune responsabilité quant à l'exactitude, la sincérité ou l'exhaustivité des informations publiques qui ont permis la réalisation du présent document, sauf dans la mesure requise par la loi.

Les opinions, prévisions et estimations contenues dans le présent document sont celles de leurs auteurs uniquement. Les appréciations formulées reflètent leur opinion à la date de publication et sont donc susceptibles d'évolution ou d'invalidation à tout moment, sans préavis. Invest Securities n'a aucune obligation d'actualiser, de modifier ou d'amender le présent document ou d'informer d'une quelconque manière le destinataire de ce document dans le cas où un fait, une opinion, une prévision ou une estimation contenus dans ce document, changent ou deviennent inexacts.

Les investissements mentionnés dans ce document peuvent ne pas convenir à tous ses destinataires. Les destinataires du document sont invités à fonder leurs décisions d'investissement sur les diligences appropriées qu'ils jugent nécessaires. Il est rappelé que les performances passées ne préjugent pas des performances à venir. Investir sur les marchés présente un risque de perte en capital. Toute perte ou autre conséquence découlant de l'utilisation des informations contenues dans le document relève exclusivement de la responsabilité de l'investisseur. Ni Invest Securities, ni une quelconque autre personne ne pourra être tenue responsable de quelque manière que ce soit au titre d'un quelconque dommage direct ou indirect résultant de l'utilisation de ce document. En cas de doute sur un quelconque investissement, les destinataires doivent contacter leurs propres conseillers en investissement, juridiques et/ou fiscaux pour obtenir des conseils concernant l'opportunité d'investir.

Les rapports de recherche y compris leur préparation et leur distribution sont soumis aux dispositions du règlement abus de marché (UE) n°2014/596 et du règlement délégué (UE) n°2016/958 sur les modalités techniques de présentation objective des recommandations d'investissement. Le présent document est destiné uniquement (A) à des personnes fournissant le service d'investissement de gestion de portefeuille pour compte de tiers et/ou (B) à des investisseurs qualifiés agissant pour compte propre, au sens de l'article L.411-2 du Code monétaire et financier.

Le présent document vous est fourni à titre confidentiel pour information et ne peut être reproduit ou transmis, en tout ou partie, à toute autre personne ou publié.

OBJECTIFS DE COURS ET RECOMMANDATION

Nos opinions boursières traduisent la performance absolue attendue sur le titre à horizon 6-12 mois. Elles sont basées sur le profil de risque de l'entreprise et sur les objectifs de cours définis par l'analyste, élément intégrant des facteurs exogènes liés à l'environnement de marché qui sont susceptibles de fortes variations. Le bureau d'analyse financière d'Invest Securities établit ses objectifs de cours sur la base d'une approche fondamentale multicritères, incluant, de façon non exhaustive, l'actualisation des flux de trésorerie disponibles, l'approche analogique des comparables boursiers ou des multiples de transactions, la somme des parties, l'actif net réévalué, l'actualisation des dividendes.

Les opinions boursières émises par le bureau d'analyse financière d'Invest Securities sont définies comme tel :

- **ACHAT** : potentiel de hausse supérieur à +10% (le potentiel requis minimum peut être revu à la hausse selon le profil de risque de la société)
- **NEUTRE** : potentiel compris entre -10% et +10% (le potentiel requis maximum peut être revu à la hausse selon le profil de risque de la société)
- **VENTE** : potentiel de baisse supérieur à -10%
- **APPORTER, ou NE PAS APPORTER** : recommandations utilisées lorsque l'émetteur fait l'objet d'une offre publique (OPA, OPE, Retrait Obligatoire...)
- **SOUSCRIRE ou NE PAS SOUSCRIRE** : recommandations utilisées dans le cadre d'une augmentation de capital
- **SOUS REVUE** : recommandation temporaire, lorsqu'un événement exceptionnel à l'impact significatif sur les résultats de l'entreprise ou notre objectif de cours, ne permet plus d'émettre une opinion ACHAT, NEUTRE ou VENTE

HISTORIQUE DES RECOMMANDATIONS DES 12 DERNIERS MOIS

Le tableau ci-dessous reflète l'historique des changements de recommandation et d'objectif de cours réalisés par le bureau d'analyse financière d'Invest Securities au cours des 12 derniers mois.

Société couverte	Analyste principal	Date de publication	Opinion	Objectif de Cours	Cours à date	Potentiel vs Objectif
------------------	--------------------	---------------------	---------	-------------------	--------------	-----------------------

DÉTAIL DES CONFLITS D'INTÉRÊTS POTENTIELS

	Energisme
Invest Securities a été chef de file ou co-chef de file dans une offre publique concernant les instruments financiers de cet émetteur durant les douze derniers mois.	Oui
Invest Securities a signé un contrat de liquidité avec l'émetteur.	Non
Invest Securities et l'émetteur ont signé une convention de prestation de service d'analyse.	Oui
Invest Securities et l'émetteur ont signé une convention de Listing sponsor.	Oui
Invest Securities a été rémunérée par cet émetteur en échange de la fourniture d'autres services d'investissement au cours des douze derniers mois (RTO, Exécution pour compte tiers, conseil, placement, prise ferme).	Oui
Le présent document a été communiqué à l'émetteur préalablement à sa publication. Cette relecture n'a pas conduit l'analyste à modifier son objectif de cours et sa recommandation boursière.	Oui
Le présent document a été communiqué à l'émetteur pour relecture préalablement à sa publication. Cette relecture a conduit l'analyste à modifier son objectif de cours et sa recommandation boursière.	Non
L'analyste financier a des intérêts dans le capital de l'émetteur.	Non
L'analyste financier a acquis des titres de capital de l'émetteur avant l'opération d'offre publique.	Non
L'analyste financier perçoit une rémunération directement liée à l'opération ou à un service d'investissement fourni par Invest Securities.	Non
Un dirigeant d'Invest Securities est en situation de conflit d'intérêt avec l'émetteur et a eu accès à la recommandation avant son achèvement.	Non
Invest Securities ou le groupe All Invest détient ou contrôle 5 % ou plus du capital en actions émis par l'émetteur.	Non
Invest Securities ou le groupe All Invest détient, à titre temporaire, une position longue nette de plus de 0.5% du capital de l'émetteur.	Non
Invest Securities ou le groupe All Invest détient, à titre temporaire, une position courte nette de plus de 0.5% du capital de l'émetteur.	Non
L'émetteur détient ou contrôle 5 % ou plus du capital d'Invest Securities ou du groupe All Invest.	Non

La politique de gestion des conflits d'intérêts d'Invest Securities est accessible sur le site d'Invest Securities dans la rubrique Règlementation. Une liste de toutes les recommandations diffusées sur 12 mois ainsi que la publication trimestrielle de la part des « ACHAT, VENTE, NEUTRE, AUTRES » sur 12 mois, sont accessibles sur le site de recherche d'Invest Securities.

DIRECTION

Marc-Antoine Guillen
Président+33 1 44 88 77 80
maguillen@all-invest.com**Jean-Emmanuel Vernay**
Directeur Général+33 1 44 88 77 82
jevernay@all-invest.com**Pascal Hadjedj**
Directeur Général Délégué+33 1 55 35 55 61
phadjedj@all-invest.com

BUREAU D'ANALYSE FINANCIÈRE

Maxime Dubreil
Responsable Recherche+33 1 44 88 77 98
mdubreil@all-invest.com**Jamila El Bougrini**
Analyste Biotech+33 1 44 88 88 09
jelbougrini@all-invest.com**Benoît Faure-Jarrosion**
Senior advisor Immobilier+33 1 73 73 90 25
bfaure-jarrosion@all-invest.com**Jean-Pierre Loza**
Analyste Biotech+33 6 89 24 73 57
jploza@all-invest.com**Claire Meilland**
Analyste CleanTech+33 1 73 73 90 34
cmeilland@all-invest.com**Maud Servagnat**
Analyste Média/Jeux Vidéo+33 6 07 98 85 50
mservagnat@all-invest.com**Thibaut Voglimacci-
Stephanopoli**
Analyste Medtechs / Biotech+33 1 44 88 77 95
tvoglimacci@all-invest.com**Alexandre Xerri**
Analyste Immobilier+33 7 78 57 94 57
axerri@all-invest.com

SALLE DE MARCHÉ

Pascal Hadjedj
Responsable Vente Primaire+33 1 55 35 55 61
phadjedj@all-invest.com**Anne Bellavoine**
Senior Advisor+33 1 55 35 55 75
abellavoine@all-invest.com**Eric Constant**
Négociation+33 1 55 35 55 64
econstant@all-invest.com**Jean-Philippe Coulon**
Négociation+33 1 55 35 55 64
jpcoulon@all-invest.com**Raphaël Loeb**
Vente Institutionnelle+33 1 55 35 55 74
rloeb@all-invest.com**Ralph Olmos**
Vente Institutionnelle+33 1 55 35 55 72
rolmos@all-invest.com**Kaspar Stuart**
Vente Institutionnelle+33 1 55 35 55 65
kstuart@all-invest.com

SERVICES AUX ÉMETTEURS

Thierry Roussilhe
Responsable+33 1 55 35 55 66
troussilhe@all-invest.com**Cécile Aboulian**
Directrice Développement+33 7 85 62 37 02
caboulian@all-invest.com**Fabien Huet**
Contrat Liquidité+33 1 55 35 55 60
fhuet@all-invest.com