

Cours au 07/10/22 : _____ **1,65€**
 Fair Value : _____ 2,91€
 Compartiment : _____ Euronext Growth
 Code action : _____ ALENE

ENERTIME

Cleantech

FUTURE ETI DE LA TRANSITION ENERGETIQUE ?

- ▶ Enertime surfe sur un marché de l'efficacité énergétique pour les industriels rendu très dynamique par les prix élevés de l'électricité, l'envolée des crédits carbone, la pénurie de gaz et les incitations à la décarbonation. Elle ambitionne de devenir leader dans 5 ans du marché de la valorisation de la chaleur fatale en électricité et sur le segment moins concurrentiel des ORC de 1 à 10 MWe.
- ▶ Dans ce contexte, après une période de stagnation (CA 2021 et 2022e restant < à 2,5 M€, notamment dû au retard pris dans les prises de commandes durant la pandémie), les revenus devraient décoller à partir de l'année prochaine, boostés par les 3 projets ADEME totalisant 22 M€ de CA à signer. Les anticipations de croissance annuelle moyenne que nous avons modélisé sont impressionnantes sur les 5 prochaines années (+60%), mais justifiées par le retard structurel pris en Europe dans les capacités de production électriques, ainsi que par les incitations gouvernementales à économiser l'électricité dans l'industrie qui accélèrent, même aux Etats-Unis.
- ▶ Une pénétration plus rapide qu'escompté du marché de la géothermie, plus concurrentiel mais représentant le gros des ventes d'ORC dans le monde, pourrait même, dans un scénario optimiste, représenter 50% de revenus supplémentaires à l'horizon 2027, par rapport à notre scénario de base.
- ▶ Un des vecteurs de la croissance à venir repose sur une offre de service pour l'instant unique sur le marché des ORC, proposée via la filiale Energie Circulaire, grâce à laquelle près de 8 M€ de subventions ont été obtenues pour les 3 projets déjà validés auprès de l'ADEME. Ce modèle « ESCO » (Energy Service Company) pourrait être dupliqué à la géothermie, mais également aux opportunités croissantes qui devraient se faire jour dans les pompes à chaleur et les turbines de détente de gaz.
- ▶ L'innovation constitue un autre pilier au dynamisme commercial : pour les projets *Decagone* (ORC) et *Push2heat* (Pompes à Chaleur haute température), Enertime a reçu 2 subventions européennes à hauteur de 8,5 ME (payées sur 4 ans) dans le cadre d'un programme pourtant très compétitif, qui pourrait lui ouvrir des débouchés commerciaux significatifs en Europe.
- ▶ De même, la société devrait générer ses premiers revenus sur le marché du stockage d'électricité dès 2023, grâce à une solution innovante de compression et de détente d'air à très haute température actuellement en cours de développement avec Stolect.
- ▶ Enfin, la elle devrait générer ses premiers revenus sur le marché du stockage d'hydrogène dès 2026, grâce à une solution innovante de compression à très haute pression de l'hydrogène actuellement en cours de développement et d'essai.

La fair value de 2,91€ que nous avons calculée est une moyenne entre DCF (2,70€) et comparaison boursière avec Enogia, Climeon et Ormat (3,13€). Un scénario plus optimiste intégrant notamment une percée significative dans la géothermie donne une fair value indicative de 3,43€ par DCF.

Données boursières

Capitalisation : 14,0 M€
 Valeur Entreprise : 14,1 M€
 Titres : 8 475 496
 Flottant : 87,05%
 Vol moy/séance : 52 269
 Ext 1 an : 1,55-2,95 €
 Ext 3 ans : 0,67-4,77 €

Ratios	Déc-21	Déc-22e	Déc-23p	Déc-24p	Déc-25p
P/E	Ns	Ns	Ns	18,1	8,3
VE/CA	6,5	6,0	1,8	1,1	0,8
VE/EBIT	Ns	Ns	Ns	17,4	8,8
Rendement	-	-	-	-	-
Marge op.	Ns	Ns	Ns	9,1%	6,4%
Marge nette	Ns	Ns	Ns	6,7%	10,5%
Gearing	101,4%	5,6%	17,7%	-15,0%	-33,2%

Agenda

Résultats annuels : avril 2023

Actionnariat	% cap
Gilles David	4,83%
Siparex / Xange	7,59%
Autocontrôle	0,53%
Flottant	87,05%

M€	Déc-21	Déc-22e	Déc-23p	Déc-24p	Déc-25p
CA	2,17	2,36	7,75	12,72	17,70
Autres pts expl.	1,05	1,19	2,82	4,09	4,60
EBITDA	(2,65)	(2,40)	0,04	1,91	2,71
EBIT	(3,03)	(2,70)	(0,54)	0,81	1,61
RNPG	(2,93)	(2,81)	(0,50)	0,85	1,85
BPA (€)	(0,35)	(0,34)	(0,06)	0,10	0,22
Fonds Propres	1,46	2,32	2,82	4,68	7,53
Dette Nette	1,48	0,13	0,50	(0,70)	(2,50)

ENERTIME en 8 points...

Le métier...	L'actualité...
<ul style="list-style-type: none"> • Conception et fabrication de modules ORC (Cycle Organique de Rankine) de moyenne et forte puissances (> 1 MW), et spécialiste des turbines de détente seules (à la base des solutions ORC). • Ces technologies ont pour finalité la récupération de chaleur et d'énergie de détente dite « fatale » (perdue), afin de produire un complément d'électricité alternatif. • Conception de pompes à chaleur de forte puissance (> 2 MWth) et à haute température (à partir de 95°C), segment moins concurrentiel à destination d'industriels • Cette technologie a pour finalité le remplacement du gaz naturel dans la production de chaleur dans l'industrie 	<ul style="list-style-type: none"> • Les prix élevés de l'électricité et la nécessité d'économiser le Gas naturel accélèrent la sortie de projets de la part d'industriels qui souhaitent améliorer leur efficacité énergétique. • Cette tendance est renforcée par les mesures structurelles mises en place par les pouvoirs publics, notamment dans le cadre du plan France 2030.
Répartition indicative du CA 2021	Répartition des revenus 2021 par région
<ul style="list-style-type: none"> • Vente Modules ORC et autres matériels : 72,4 % • Services, études et refacturations : : 27,6% 	<ul style="list-style-type: none"> • France91,0% • Autres pays d'Europe1,3% • Asie7,7%
Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"> • Un des leaders à l'échelle mondiale des solutions de valorisation de chaleur fatale en électricité (les géants du secteur se concentrant principalement sur la géothermie). • Stratégiquement positionné avec sa technologie de pompe à chaleur pour accompagner le sevrage accéléré du Gas naturel par les industriels européens • Qualité du management, de la R&D et des développements, validée par exemple par la vente à la Chine d'une licence sur les turbines de 1 MW (où aucun fabricant domestique ne maîtrise cette technologie intégrée à des modules ORC). Innovations reconnues à l'échelle européenne avec l'obtention d'un gros contrat européen dans l'innovation DECAGONE 	<ul style="list-style-type: none"> • Métier des solutions ORC soumis à un BFR relativement élevé du fait de processus de décisions généralement longs. • Acteur de trop petite taille pour concurrencer des compétiteurs comme Turboden, Ormat ou Exergy sur d'importants appels d'offres, notamment sur les segments les plus importants, la géothermie et la valorisation de chaleur fatale des sites industriels de forte puissance • Délais de règlement parfois unilatéralement rallongés de la part de certains clients, notamment asiatiques.
Opportunités	Menaces / risques
<ul style="list-style-type: none"> • Devenir dans les 5 ans le leader mondial dans les applications ORC d'efficacité énergétique industrielle. • Prendre une position de leader sur le marché des Pompes à Chaleur haute T° • Evolution vers un modèle économique de prestation de services via le modèle ESCO. • Décliner ses compétences en turbomachines pour offrir des solutions de stockage d'électricité par Stockage de chaleur • Associer sa connaissance des cycles de Rankine au CO2 supercritique à des réacteurs nucléaires modulaires dans le cadre du milliard d'euros débloqué par le Gouvernement pour favoriser une offre française de petits réacteurs nucléaires. • Géothermie profonde abordée dans 2 ans, stockage / distribution hydrogène dans 4 ans (technologie innovante de compresseur à hydrogène à très haute pression). 	<ul style="list-style-type: none"> • La crise ukrainienne a amplifié la tendance inflationniste sur le prix des matières premières utilisées et impacte le marché des pompes à chaleur haute température. • Risque industriel lié à l'activité d'ESCO de fermeture et/ou de réduction de la production de l'usine dans laquelle Energie Circulaire installera les systèmes d'Enertime, le réemploi de ces derniers sur un autre site industriel devenant d'autant plus compliqué que les ORC sont de forte taille. • Inertie dans la signature de gros contrats et risque d'annulation / reports de projets pour lesquels des subventions ont été obtenues. • Difficultés d'embauches qui se font jour.

Un marché de l'efficacité énergétique devenu très porteur pour les solutions innovantes d'Enertime

Hausse record du prix de l'électricité et des « droits à polluer », pénurie de gaz constituent autant de puissants boosters au secteur

Le marché de l'efficacité énergétique est soutenu par les prix élevés de l'électricité ainsi que par les mesures structurelles mises en place par les pouvoirs publics, par exemple en France dans le cadre des plans Relance Verte et France 2030. Pour soutenir la décarbonation de l'industrie, le Gouvernement a en effet annoncé en début d'année mobiliser 5,6 milliards d'euros, notamment en faveur de la production de chaleur et d'électricité à faible émission de CO₂ en substitution de la combustion de fossiles ; cette politique favorise structurellement la demande pour les solutions conçues par Enertime : ORC permettant de produire une électricité peu carbonée, mais aussi pompes à chaleur haute température et de forte puissance.

Le prix de la tonne de CO₂ sur le marché européen (« droits à polluer ») a établi un record historique début février de cette année en approchant les 100 €/t, et se maintient depuis à haut niveau, aux alentours des 80€. Cette flambée repose sur des facteurs qui semblent durables : réforme du marché européen exposée le 14 juillet dernier (objectifs climatiques pour 2030 plus ambitieux avec l'abaissement plus rapide du plafond des droits d'émissions de CO₂ disponibles), envolée des prix du gaz naturel poussant les producteurs d'électricité à se tourner à nouveau vers le charbon, moins cher mais plus polluant, les amenant à acheter davantage de crédit carbone pour compenser ces émissions de CO₂ supplémentaires, mouvement que devrait accélérer l'arrivée du froid.

Cette envolée du prix du carbone sur le marché européen impacte directement le prix de marché de l'électricité, le cours spot européen, devenu supérieur à 450 €/MWh, ayant été multiplié par 15 sur un an glissant. Celui-ci conditionnant directement le niveau des contrats d'achat à terme d'électricité en Europe, le retard structurel pris dans les nouvelles capacités de production électrique de base depuis une quinzaine d'années pourrait d'autant plus accélérer le risque de pénurie d'électricité que les besoins en la matière (électrification des procédés industriels, mobilité) deviennent plus importants.

Les tensions géopolitiques actuelles (Ukraine) et potentielles, ou encore les difficultés rencontrées dans le nucléaire, l'inflation du coût des nouvelles capacités, les indisponibilités fréquentes, la rentabilité de certaines énergies renouvelables obérées par celles des ENR intermittentes, tendent par ailleurs à amplifier cette tendance.

Evolution du prix du quota carbone en 2021 sur le marché européen



Les solutions ORC et turbines d'Enertime contribuent à sécuriser les besoins énergétiques des industriels pour 10 à 15 ans

Ce contexte européen de flambée des coûts de l'énergie ouvre la voie à une forte demande pour les solutions ORC (Organic Rankine Cycle), Pompes à Chaleur et turbines de détente de gaz d'Enertime. L'installation de ces systèmes chez les industriels leur permet en effet de réduire massivement leur consommation d'électricité.

L'efficacité énergétique est 2 fois moins coûteuse à mettre en place que de nouvelles capacités dans le nucléaire et le solaire, et reste moins chère que l'éolien. En partie grâce aux compensations par les CEE (Certificats d'Economie d'Energie), elle est en outre trois fois plus rapidement rentable (5 ans en moyenne, contre 15 à 30 ans pour les nouvelles capacités dans les 3 énergies précitées).

Enertime compte s'appuyer sur le plan d'investissement France 2030 ainsi que sur les objectifs de décarbonation de l'industrie pour accélérer le développement commercial de son offre de pompes à chaleur dans un premier temps, puis du stockage d'hydrogène et d'électricité d'ici 4 ans.

Cette décarbonation, par le développement de nouvelles capacités de production électrique qu'elle va générer, devrait parallèlement bénéficier aux ventes d'ORC.

Enertime cible tout particulièrement les industries mondiales du verre, de l'acier et du ciment, qui souhaitent notamment se prémunir contre la pénurie d'électricité lorsqu'ils ont accéléré l'électrification de leurs procédés industriels (substitution par exemple des haut-fourneaux par des fours électriques ou des fours à arc, comme cela est en projet par exemple chez Arcelor).

Diversification gagnante sur les pompes à chaleur

L'offre de pompes à chaleur initiée il y a quelques années par Enertime, dans sa stratégie de diversification hors ORC, avait notamment permis de remporter un beau contrat pour une installation pilote de 3,7 MW (2 M€) auprès de Veolia pour Le Mans Metropole, le chauffage urbain étant alors vu comme un vecteur porteur à long terme.

Aujourd'hui, il est constaté un intérêt grandissant des industriels pour des installations de pompes à chaleur ayant un impact sur leur décarbonation, et un surcroît de demande lié à l'arrêt d'approvisionnement en gaz russe est anticipé.

Enertime est positionné sur les systèmes de forte puissance (> 2 MWth) et à haute température (à partir de 95°C), moins concurrentiels, et se concentre sur des clients industriels, implantés essentiellement en France.

Sa stratégie en la matière est de ne participer à des projets que s'ils sont exclusifs, notamment afin de préserver ses marges par rapport à l'innovation apportée (récompensée par une subvention européenne de 1,1 M€ pour le projet *push2heat*).

A terme, il est prévu de créer un modèle duplicable, permettant des économies d'échelle, en s'appuyant sur le modèle de services d'Energie Circulaire.

Energie Circulaire : une offre disruptive dans l'efficacité énergétique industrielle, clé de la très forte croissance attendue à partir de 2023

Un modèle ESCO unique dans l'industrie des ORC

Souhaitant tirer parti d'une concurrence restreinte voire inexistante à ce jour sur le marché des ESCO à vocation industrielle et technologique (Energy Service Company ou Société de services énergétiques), Enertime a créé en 2020 sa propre filiale spécialisée, Energie Circulaire.

Son offre est pour l'instant unique sur le marché des ORC, car elle permet aux industriels de bénéficier d'une offre clé en main : installation de la solution intégrée d'efficacité énergétique (capture de chaleur + ORC) sans la détenir dans ses actifs, financement via l'achat par l'industriel d'électricité à prix réduit et donc lié aux économies d'énergie réalisées et aux CEE obtenus pour leurs comptes, et maintenance assurée par le fabricant sur la durée contractuelle.

L'objectif à terme est le montage de 3 projets ORC / an sur ce schéma.

Cette offre intégrée proposée par Energie Circulaire a l'avantage d'être portée par la gamme de solutions proposée par Enertime : une offre portant sur les pompes à chaleur ainsi que sur les turbines de détente de gaz devrait être mise en place sur le même principe, puis pourra être élargie par la suite à la géothermie.

Le fonctionnement de ce type de contrats « Corporate PPA » (Power Purchase Agreements) de vente d'électricité à des entreprises industrielles est le suivant :

Energie Circulaire, (non consolidée, détenue à 93% par Enertime, le solde par Ferest Energie), monte le financement (auprès de fonds infrastructure principalement) via une société de projet dédiée (ou SPV pour Special Purpose Vehicle). Puis elle achète à Enertime la solution ORC et l'installe, revend l'électricité générée au client industriel à un prix de l'ordre de 20 à 25% moins cher que le prix de l'électricité du réseau, grâce aux CEE entrant dans le financement.

Enertime serait en outre en mesure de bénéficier d'un effet « avalanche » sur ses ventes d'ORC dans le cas où Energie Circulaire contracte avec des industriels multi-sites, un succès sur la première installation pouvant être commercialement démultiplié avec le même client.

Il convient de noter qu'une annonce de financement Ademe (projets Verallia, Recytech, FerroGlobe pour l'instant) n'implique pas automatiquement

contractualisation commerciale ; en effet, Energie Circulaire doit au préalable conclure un accord avec l'industriel client, et parallèlement boucler le financement nécessaire au projet soit auprès d'investisseurs tiers (typiquement fonds infrastructure), soit via des contrats de leasing pour financer les plus petites opérations.

Au cours des 10 à 15 ans d'opérations, une hypothétique fermeture ou réduction de la production de l'usine du client industriel pourrait faire courir un risque de réemploi sur un autre site industriel d'autant plus compliqué que l'installation serait de taille importante.

Au niveau d'Enertime, l'objectif à 5 ans est d'atteindre un taux de 9 projets ORC sur 10 qui soit financé via Energie Circulaire.

Le stockage hydrogène, un relais de croissance innovant d'ici à 5 ans

Le stockage hydrogène faisant appel aux technologies de compression et de thermodynamique, le stockage et la distribution pour l'industrie et la mobilité ont été identifiés comme un relais de croissance à moyen terme s'inscrivant dans le cadre du plan gouvernemental de mobilisation de 2,3 Mds€ en faveur de la filière hydrogène et des énergies renouvelables.

Enertime développe en phase I une solution innovante de compression à très haute pression de l'hydrogène (projet HYRECO) destiné au marché du stockage d'énergie et de la mobilité ; actuellement au stade de « proof of concept », l'objectif est de concevoir le compresseur et de valider son fonctionnement et ses performances sur banc d'essai.

Le projet sera prochainement suivi d'une seconde étape pour la réalisation et la validation d'une tête de série industrielle intégrée dans une station de distribution d'hydrogène.

A ce titre, un premier financement de la Région Ile-de-France et de BPI France a été reçu dans le cadre du programme Innov'Up, avec l'objectif de réaliser un pilote industriel à partir de 2023, pour un horizon de commercialisation fixé en 2026.

Des partenariats actuels et à venir sur d'autres projets innovants

- Pour ses projets *Decagone* (ORC) et *Push2heat* (Pompes à Chaleur haute température), Enertime a reçu 2 subventions européennes à hauteur de 8,5 ME (payées sur 4 ans) dans le cadre du programme *Horizon Europe*, très compétitif mais très bien doté.
Au-delà d'une vitrine commerciale à l'échelle européenne, elle va bénéficier via ces 2 consortiums d'un réseau maillant les grands centres de recherche européens dans le domaine de l'énergie, soit plus de 20 industriels et universitaires dans 13 pays.
- Stockage d'électricité : Enertime a conclu un partenariat industriel avec la société Stolect (stockage innovant d'électricité basé sur la conversion réversible de l'énergie électrique en énergie thermique) qui lui permet de devenir un de ses fournisseur privilégié en turbines et compresseurs nécessaires aux installations, avec une première livraison de turbomachines de 1 MW prévue pour un site de la SNCF à Rennes.

Enertime lancera une autre innovation à partir de l'année prochaine, des turbines semi-hermétiques ; à plus long terme, au-delà du projet de stockage hydrogène, la maîtrise des technologies des cycles au CO2 supercritique pourrait lui permettre

d'entrer, en partenariat, sur des marchés porteurs tels que la production d'électricité bas carbone dans des SMR.

Un positionnement idéal sur le segment porteur et peu concurrencé de la valorisation de la chaleur fatale

Les applications d'ORC (Organic Ranking Cycle), sur une base européenne installée (environ 4 500 MWe), se partagent entre :

- la géothermie (segment sur lequel est notamment positionné le leader américain Ormat), qui représente environ les trois-quarts des installations ;
- la biomasse, environ 10% ;
- la valorisation de la chaleur fatale, une douzaine de pourcent. Ce segment, en croissance annuelle moyenne de l'ordre de 7% au cours des 5 dernières années, représente un marché d'une trentaine de millions d'euros par an en Europe pour l'ORC seul, et environ 80 M€ pour la solution complète avec l'installation, le service et la maintenance.

Une concurrence restreinte sur les ORC de forte puissance

Le marché de la valorisation de la chaleur fatale est relativement peu concurrencé, surtout sur le segment des ORC de fortes puissances (>500 kW) ainsi que sur la conception et la fabrication de turbomachines industrielles ; Enertime est principalement en compétition avec 3 acteurs : l'américain Ormat, l'italien Turboden et Exergy, acquis il y a 3 ans par le groupe chinois Nanjing TICA Thermal Technology Co. Ltd.

Exergy étant plus positionné sur les ORC de très forte puissance (> 5 MW), la principale concurrence que rencontre Enertime sur les ORC de puissance comprise entre 1 et 5 MW (segment qui concentre les trois-quarts du marché en valeur de la valorisation de la chaleur fatale) se résume le plus souvent à 1 acteur, et principalement Turboden (filiale de MHI, leader japonais de l'électromécanique), dont le cœur de cible (puissances 0,5 à 5 MW) est relativement similaire.

Dans ce contexte, l'objectif à 5 ans d'Enertime est de devenir l'un des leaders mondiaux en vente de solutions ORC dédiées aux applications d'efficacité énergétique industrielle. La société a développé des compétences rares de conception et fabrication de turbomachines industrielles, à l'égal de multinationales comme MHI, BakerHughes, Ormat ou TICA. Ces compétences pourraient bientôt mieux se valoriser que pour leur simple application dans le domaine des ORC et des pompes à chaleur.

Le français Enogia, listé sur Euronext Growth, est quant à lui positionné sur le marché plus concurrentiel des ORC de faible puissance, aux côtés d'acteurs comme Rank et Enerbasque (Espagne), Triogen (Pays-Bas), Dürr Systems AG et Orcan Energy AG (Allemagne), Tica (Chine, groupe Exergy), Zuccato (Italie).

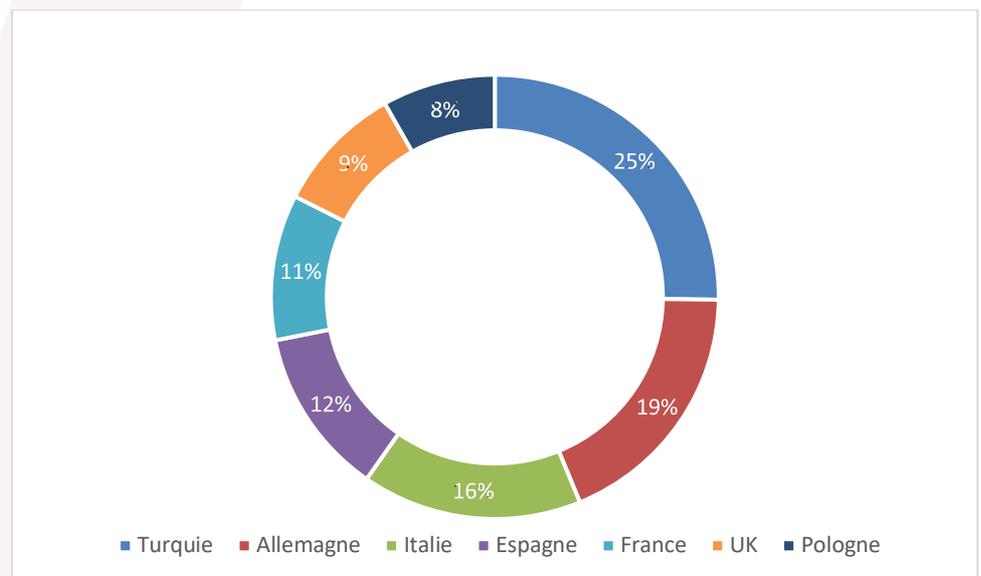
Un ciblage commercial pertinent

Les pays prioritairement ciblés par Enertime sont ceux :

- Qui présentent une industrie potentiellement demandeuse de récupération de la chaleur fatale : les cimenteries, verreries et aciéries / recyclage de métaux, four à arc, mais aussi les stations de compression / détente de gaz (GRT Gaz est par exemple un client en France).
- Où ont été mis en place des mesures de soutiens publics en faveur de l'efficacité énergétique.

Outre la France, les pays européens concernés sont la Turquie (qui concentre le quart des industries cible), l'Italie, l'Espagne et l'Allemagne.

Répartition européenne du nombre d'usines pour les industries cibles



Source: ORC Munich 2021 Market report

La géothermie, plus gros segment du marché des ORC, mais le plus concurrentiel

Pénétrer le marché de la géothermie en capitalisant sur son parc installé en valorisation de la chaleur fatale et sur sa participation à des projets de recherche européens de grande envergure est un objectif de moyen / long terme pour Enertime. Même s'il est plus concurrentiel que celui de la valorisation de la chaleur fatale, sa taille est de 6 à 7 fois plus importante au niveau européen.

Dans un premier temps, Enertime compte sur l'acquisition de compétences dans le cadre du projet « FASEP » (valorisation des saumures de centrales géothermiques existantes) au Mexique et de projets FASEP équivalents au Kenya et en Indonésie.

Puis, dans un second temps, se positionner sur des gros projets de plusieurs dizaines de millions d'euros, de vente de machines ORC destiné à des centrales géothermiques sur la base des études FASEP.

Une fois les premiers contrats engrangés, la stratégie pourrait être de dupliquer aux projets dans la géothermie le modèle ESCO d'Energie Circulaire, en créant un développeur et exploitant de centrale de production d'électricité géothermique auprès duquel Enertime deviendrait fournisseur.

Au total, Enertime anticipe une quinzaine de millions d'euros de revenus annuels potentiellement générés par la géothermie dans 5 ans, soit des revenus 50% supérieurs à ceux que nous anticipons dans notre modèle consolidé à l'horizon 2027.

Plus de 30 M€ de CA potentiel dans le pipe pour les seuls projets Ademe signés ou à signer

Déjà 3 projets sélectionnés en France totalisant près de 8 M€ de subventions

Enertime a été retenu par l'Ademe pour la réalisation de 3 projets ORC, dans le cadre des appels à projet *Indusee* (Verallia, FerroGlobe) et *décarbonation de l'industrie française* (Recytech).

Les équipements fournis permettront à ces trois industriels d'auto-consommer l'électricité produite par la chaleur fatale récupérée sur le fonctionnement de leurs usines.

Ces 3 projets représentent à ce jour un montant contractuel à signer potentiel de l'ordre de 22 M€ pour Enertime (à reconnaître en chiffre d'affaires sur environ 2 à 3 ans), s'accompagnant d'une enveloppe de 7,8M€ de subventions, perçues au niveau de la filiale Energie Circulaire.

Ils constituent le principal moteur à la très forte croissance des revenus attendue à partir de l'année prochaine.

Enertime anticipe par ailleurs l'obtention prochaine d'un 4e projet.

Verallia, premier projet « Ademe » à être signé ?

La société de projet (SPV) *Energie Lagnieu*, filiale à 100% d'Energie Circulaire, a signé en mars de cette année la convention de financement avec l'Ademe portant sur un montant de 1,6 M€ de subventions relatives au projet de valorisation de la chaleur fatale de l'usine de verrerie Verallia de Lagnieu (Ain) dont le montant d'investissement total est de 4,2 M€.

Ex-filiale de Saint-Gobain, Verallia, spécialisée dans l'emballage en verre pour les boissons et les produits alimentaires, appartient depuis 2015 au fonds Apollo Global Management et à Bpifrance.

Une avance de 20% du montant de la subvention, perçue lors de la signature, offre un bridge de financement jusqu'à la finalisation avec Verallia du contrat, attendue sur ce second semestre. Le solde devant être versé en fonction de l'avancement du projet.

En cas de finalisation du contrat sur ce semestre, cet ORC pourrait être facturé à hauteur approximativement de 10% sur l'exercice en cours (incluant des études d'ingénierie « feed » en amont), le solde en 2023.

FerroGlobe : 12,5 M€ à signer pour la valorisation de la chaleur fatale issue des gaz de four à arc de Grande-Synthe

FerroGlobe est le leader mondial du silicium issu de la fusion en 2015 du groupe espagnol FerroAtlántica avec l'américain Globe Specialty. Son siège social est à Londres et il est listé sur le Nasdaq (GSM).

Son site de Grande-Synthe dans le Nord sur lequel devrait être installé l'ORC de 5 MW est spécialisé dans la transformation de minerai de manganèse en alliage de manganèse, sinter et laitier de manganèse ; l'objectif étant de récupérer l'énergie contenue dans les gaz issus de la production d'alliage métallique à haut niveau de pureté.

La subvention relative se monte à 4,7 M€, dont 20% payés à la signature, le solde en fonction de l'état d'avancement du projet ; ce qui permettra d'accélérer le montage du financement de la SPV *Energie Grande Synthe*, filiale à 100% d'Energie Circulaire (qu'Enertime facturera pour les équipements), jusqu'à la signature effective et la passation de commande avec le client *FerroGlobe* du projet clé en main, pour un montant estimé à 12,5 M€.

Projet de 5,5 M€ pour Recytech à Fouquières-lès-Lens

Energie Fouquières, SPV filiale à 100% d'Energie Circulaire, a obtenu de l'ADEME une subvention de 1,5 M€ attribuée pour l'ORC de 1,4 MW destinée à valoriser en électricité l'énergie récupérée sur une unité d'oxydation catalytique en sortie d'un four de recyclage de Zinc de l'usine Recytech à Fouquières-lès-Lens.

Spécialisée dans la valorisation de déchets à forte teneur en zinc, Recytech a pour actionnaires à parité Befesa Steel Services et Recylex.

Tout comme pour les deux précédents projets, Energie Circulaire a reçu, à la signature de la convention de financement, une avance de 20% sur le montant de la subvention, le solde versé en fonction de l'avancement du projet.

Le montant global des équipements, en cas de signature, se monte à 5,5 M€, et serait facturé essentiellement sur les exercices 2023 et 2024 (respectivement pour environ 1/3 et 2/3), marginalement sur l'exercice en cours (une centaine de milliers d'€).

Au total, ces 3 contrats à finaliser et à financer du côté d'Energie Circulaire représentent un montant de commandes potentielles de l'ordre de 22,5 millions d'euros.

Un 4^e projet de 2,1 MWe pour une cimenterie, d'un montant potentiel de l'ordre de 8 M€, a été déposé en octobre 2021 par l'industriel avec l'aide d'Enertime pour un financement dans le cadre des appels à projets efficacité énergétique/décarbonation du plan France Relance.

Par la suite, l'objectif est de signer au moins deux contrats du type corporate PPA (Power Purchase Agreements, contrats de vente d'électricité à des entreprises) avec des clients industriels entre 2023 et le S1-2024.

Synthèse des projets pour lesquels une convention de financement a été signée avec l'ADEME

Projet	Montant global (M€)	puissance ORC (MW)	Signature convention financement avec ADEME	subvention (M€)	avance 20% reçue subvention dès signature (M€)	Société de Projet	% détention par Energie Circulaire	Site	Industrie	Etalement prévu projet (*)
Verallia	4,2	Nc	mars-22	1,6	0,32	Energie Lagnieu	100%	Lagnieu (01)	Fabrication de verre	2022/24
Ferroglobe	12,5	5,0	sept-21	4,7	0,94	Energie Grande Synthe	100%	Grande Synthe (59)	production alliage métallique	2023/24
Recytech	5,5	1,4	mai-22	1,5	0,30	Energie Fouquières	100%	Fouquières-lès-Lens (62)	recyclage de Zinc	2023/24
Total	22,2			7,8	1,56					
<i>* non signés à la date de publication de cette étude</i>										

7 projets identifiés sont susceptibles d'être signés l'année prochaine et en 2024 (pour un montant d'une trentaine de millions d'euros), et à plus long terme l'objectif est de signer 3 nouveaux projets par an sur la période 2025/27.

Une reconnaissance européenne pour les innovations du groupe, dans le cadre d'une sélection particulièrement compétitive.

La forte capacité d'innovation d'Enertime a été récompensée au niveau européen pour deux projets : liés à la technologie des ORC pour le premier, et à celle des pompes à chaleur haute température pour le second, dans le cadre du programme *Horizon Europe* mené par la Commission Européenne.

La société a été sélectionnée en janvier de cette année dans le cadre du programme *Decagone* en tant que chef de fil (pilotage technologique et administratif) d'un consortium européen de 16 partenaires (7 centres de recherche et 9 entreprises privées) répartis dans 10 pays, et portant sur la réalisation d'un système ORC innovant de 2 MW destiné à une aciérie de la société Tinecké elezárny en République Tchèque (projet d'une durée de 4 ans).

L'objectif est de démontrer le potentiel de la technologie ORC pour la valorisation de la chaleur fatale dans tous les secteurs de l'industrie européenne, ainsi que l'intérêt que représente le modèle ESCO pour accélérer la diffusion de la technologie.

Parmi les sociétés privées participant à ce consortium, notons que de grands groupes industriels européens et tunisien pourraient potentiellement apporter sur les années à venir des courants d'affaires à Enertime.

La subvention européenne lui revenant pour sa part est de 7,4 M€ (dont 128 K€ attribués à sa filiale Energie Circulaire).

Le second projet, *Push2heat*, piloté par le centre de recherche espagnol Tecnia, rassemble 19 partenaires privés ou universitaires dans 6 pays européens et doit notamment permettre de valider au niveau européen le potentiel technologique de pompes produisant une chaleur allant jusqu'à 160°C sur 4 sites industriels européens (Espagne, Italie, Belgique et Allemagne), autour de 4 technologies différentes de rehausse de chaleur, dont une technologie de compression mécanique de forte puissance à double étage fournie par Enertime.

Tout comme *Decagone*, ce projet permettra d'évaluer le potentiel du modèle ESCO comme accélérateur de la diffusion de la technologie au sein de l'industrie européenne quant aux marchés et dispositifs de soutiens accessibles.

Enertime s'est vu confier le développement et la fourniture de la pompe à chaleur de 3 MW thermique qui sera installée dans une papeterie italienne pour produire de la vapeur à 140°C.

La subvention revenant à Enertime ainsi qu'à Energie Circulaire est de 1,1 M€.

Un regain de projets en Europe et dans le monde contribueront à booster la croissance sur les prochaines années

Enertime a produit en mai 2022 les premiers kWh du système ORC de 1,8 MW mis en service dans la verrerie de verre plat de Bangkok Glass en Thaïlande, et a dans le même temps pris une commande en Chine pour une turbine d'ORC de 1,2 MW.

Le dernier contrat en date (annoncé en août) porte sur l'installation et la mise en service pour Kimtech Grup, en Bulgarie, d'un ORC à haute température et à haut rendement de 1,1 MW pour un incinérateur.

En Turquie, elle est confiante dans sa capacité à signer des contrats de fournitures de systèmes ORC de forte puissance en récupération de chaleur fatale avec un partenaire chinois faisant des installations "clés en main".

En Europe, Enertime répond à des appels d'offres, dont certains développés sur un modèle ESCO, pour la fourniture d'ORC en Pologne, Roumanie, Grèce, Allemagne, Italie et Espagne, essentiellement pour des installations destinées à des verreries ou cimenteries.

Au Mexique, le contrat d'étude FASEP (Fonds d'études et d'Aide au SEcteur Privé) avec CFE, l'électricien national mexicain, pourrait déboucher sur des projets significatifs.

L'incitation fiscale « Investment Tax Credit » mise en place fin 2020 aux Etats-Unis pour encourager les projets domestiques de valorisation de chaleur fatale en couvrant 26% des investissements, a par ailleurs élargit les perspectives de prospection d'Enertime à cette zone. Elle y a ainsi annoncé en début de cette année un partenariat stratégique avec Clean Energy Technologies (cotée en bourse sous le code *CETY*), pour la fourniture de systèmes à hautes températures et de forte puissance que la société californienne intégrera à son offre de solutions propriétaires autour de la technologie ORC destinée au marché américain.

Décollage attendu des revenus à partir de l'année prochaine pour un EBITDA à l'équilibre.

Rappel sur le mode de comptabilisation des revenus

La comptabilisation des contrats est reconnue en chiffre d'affaires à l'avancement, qui est déterminé par le rapport entre les coûts (hors charges financières) engagés et le total des coûts estimés au contrat.

Lorsque le résultat à terminaison ne peut être estimé de façon fiable, aucun profit n'est dégagé et les produits dégagés à l'avancement sont comptabilisés dans la limite des coûts correspondants.

Lorsque le résultat estimé à terminaison fait ressortir une perte, cette dernière fait l'objet de la constitution d'une provision pour perte à terminaison.

Un niveau d'activité restant relativement bas cette année

L'élargissement il y a deux ans du modèle économique à une logique de prestation de services via Energie Circulaire porte déjà ses fruits : les 3 premiers projets sélectionnés et subventionnés par l'ADEME pourraient générer des premières facturations symboliques sur l'exercice en cours, puis devenir le principal contributeur à la très forte croissance attendue à partir de l'exercice prochain.

Dans la mouvance du CA en retrait de 14,2% enregistré en 2021 (2,17 M€), conséquence des restrictions liées à la pandémie, nous attendons une légère inflexion cette année, avec une hausse de 8,8% à 2,36 M€, montant qui reste relativement faible du fait de l'absence de nouvelle signature de commande enregistrée en 2020 et 2021, induite par la crise sanitaire.

Ces revenus 2022 sont portés essentiellement par des facturations d'ORC :

- Le contrat SYCTOM de l'incinérateur de Saint-Ouen (dont la mise en service de l'ORC de 1,2 MW avait été retardée par la crise sanitaire),
- Les premières facturations sur 1 des 3 projets ADEME (nous avons considéré par prudence qu'un seul projet ne serait signé qu'à partir de 2023),
- et plus marginalement par le projet chinois avec Hawtech,

les facturations d'études (« feed » Verallia) et de maintenance sur le parc d'équipements installé devant représenter un peu plus de 10% du CA estimé.

Conséquence du bas niveau relatif des revenus attendus cette année, et plus marginalement d'une provision client sur l'Ukraine (de l'ordre de 100 K€), nous estimons une perte opérationnelle de 2,70 M€, en légère amélioration par rapport à 2021 (3,03 M€), ainsi qu'une perte nette à 2,81 M€ (vs 2,93 M€ l'année passée), pour un EBITDA négatif de 2,40 M€.

Notons que les acomptes reçus et à recevoir de l'ADEME sur les 3 premiers projets sélectionnés ne sont pas pris en compte dans nos prévisions, Energie Circulaire qui est destinée à les recevoir n'étant, compte tenu de son mode de financement, pas consolidée pour l'instant.

Un plus que triplement du CA attendu en 2023, tiré par les projets ADEME

Nous anticipons des revenus de 7,75 M€ sur l'exercice prochain, soit une croissance de 228% essentiellement tirée par les projets Verallia, Ferroglobe et Recytech (contributeurs aux deux-tiers à cette performance dans notre modèle).

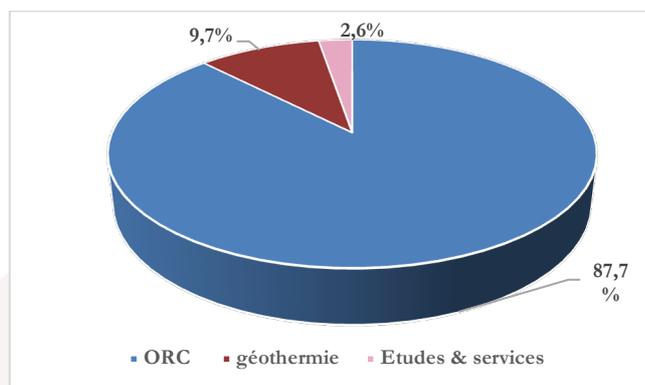
Notons qu'à la date de publication de cette étude, aucune finalisation contractuelle avec ces 3 industriels n'est encore intervenue.

De plus, le potentiel de concrétisation de ces affaires dépend de la capacité de chaque société de projet, mise en place de façon ad-hoc au sein d'Energie Circulaire, à boucler son financement auprès d'investisseurs spécialisés (fonds infrastructure notamment).

Notre prévision se veut prudente et n'intègre pas 8 projets en discussion (dont 2 en France), dont la potentielle contribution sur 2023, pour leur éventuelle première année de facturation, permettrait, dans un scénario optimiste, de dépasser les 10 M€ de revenus.

Aux côtés des systèmes ORC, qui représentent encore l'essentiel du CA estimé, nous avons intégré des premières facturations sur un projet de géothermie au Mexique à hauteur de 750 K€, des facturations sur le projet Stolect pour environ 2,5 M€ ainsi que des services de maintenance et d'études de l'ordre de 200 K€ : ce chiffre d'affaires récurrent est lié à la maintenance et au service après-vente du parc installé, en exploitation ou en cours de mise en service, soit à ce jour 8 solutions ORC totalisant 11,9 MW ainsi qu'une turbine de détente de gaz de 2,5 MW. Il a vocation à croître d'année en année, aux côtés des facturations plus ponctuelles d'ingénierie en amont des projets (« feeds »).

Répartition estimée du CA 2023 par pôle d'activité



Source : 01EQUITY

Nous anticipons sur l'année prochaine une réduction de la perte opérationnelle à -0,54 M€ (pour 0,50 M€ de perte nette), compte tenu :

- Du décollage attendu du chiffre d'affaires, absorbant l'intensification des investissements opérationnels, notamment au niveau des recrutements et des tensions potentielles sur les salaires (il est prévu de porter la hausse de l'effectif de 40 collaborateurs actuellement à une cinquantaine) ;
- d'une baisse anticipée de la marge brute consolidée, les projets « Ademe » étant moins margés que les contrats historiques signés par Enertime ;
- de subventions d'investissement reçues au niveau d'Enertime, en particulier celles de l'Union Européenne pour les projets *Decagone* et *Push2beat* ; rappelons que les subventions reçues de l'Ademe (dans un premier temps pour les 3 projets Verallia, Ferrolobe et Recytech) le sont au niveau des sociétés de projet logées au sein d'Energie Circulaire, filiale non consolidée ;
- à la récurrence apportée par les facturations de maintenance, mieux margées que les équipements et évoluant en fonction du parc mis en service de machines.

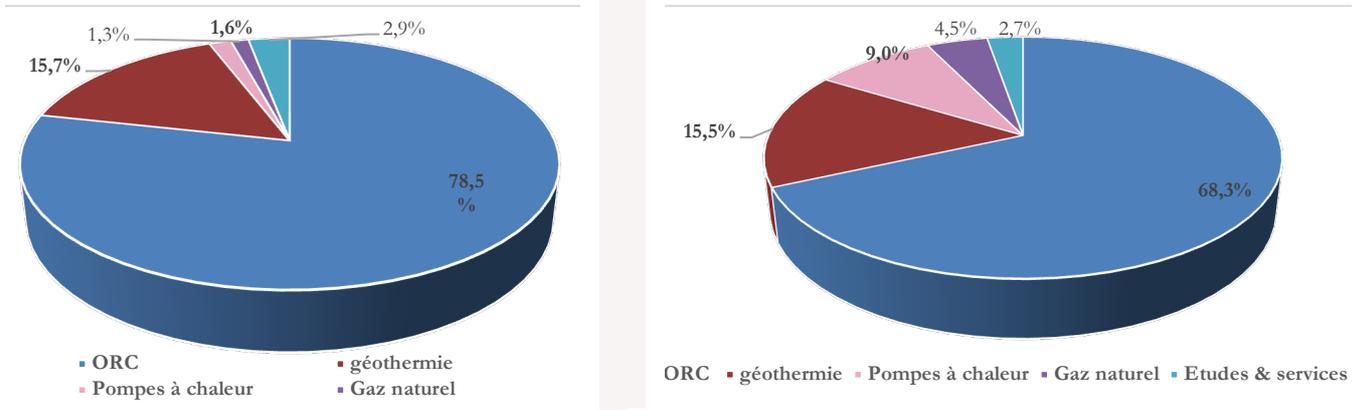
Une croissance annuelle prévisionnelle boostée à plus de 50% sur 2024 et 2025

Nous anticipons en première approche une croissance des revenus de 64% en 2024 puis de 39% en 2025, tirés principalement par les projets Ferrolobe et Recytech, mais également par la montée en puissance de la géothermie et des activités liées aux pompes à chaleur, turbines de détente et stockage d'énergie. .

Nous avons intégré à partir de 2024 des premiers revenus pour un projet dans le gaz naturel (de l'ordre de 200 K€, montant qui pourrait quadrupler en 2025).

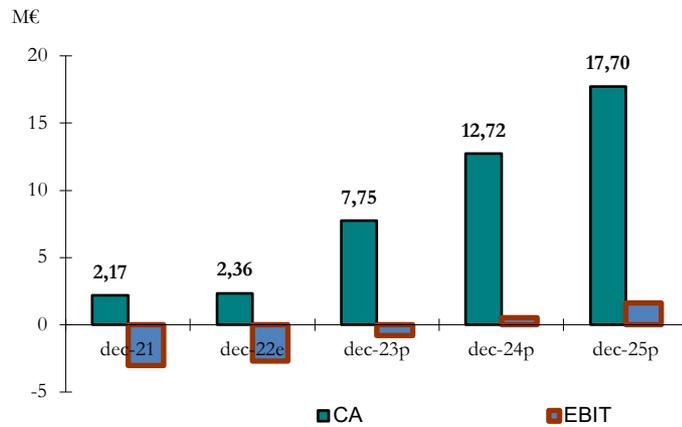
La part d'études et de récurrence dans notre modèle doublerait en moyenne sur 2024-25 par rapport à 2023, aux alentours de 400 K€ annuels, grâce notamment aux facturations de services portant sur un parc d'équipements installés en croissance.

Répartition estimée des revenus 2024 et 2025 par pôle d'activité



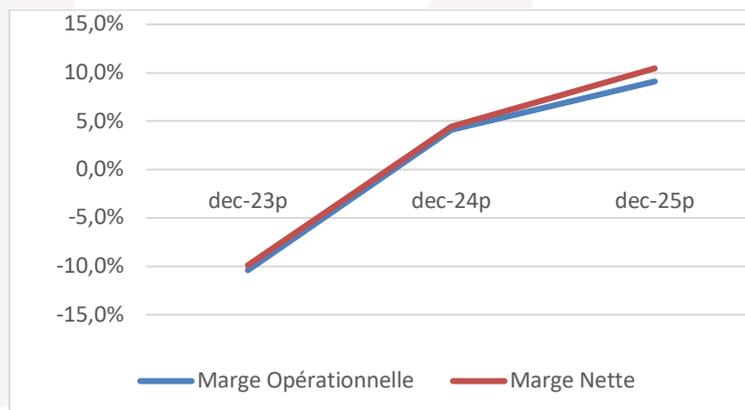
Source : 01EQUITY

Evolution historique et prospective du CA et de l'EBIT



Source : 01EQUITY

Evolution de la marge opérationnelle et de la marge nette :



Source : 01EQUITY

Une Fair Value moyenne calculée à 2,91€

La moyenne des 2 méthodes de valorisation retenues (DCF et comparaison boursière) donne une fair value de 2,91€ par action Enertime.

Une Fair Value à 2,70€ par titre calculée par DCF

La fair value que nous avons calculé par la méthode des cash flows libres d'exploitation ressort à 2,70€ par titre. Elle se base notamment sur l'atteinte d'un free cash-flow d'exploitation positif à partir de 2025, ainsi que sur l'atteinte d'un périmètre proche de 25 M€ de revenus à horizon 2027, générant un résultat opérationnel de 3,85 M€, en croissance par hypothèse de 1% par an à compter de 2028.

Les prévisions sont hors opportunités SMR (réacteurs nucléaires modulaires) et n'intègrent que 3,5 M€ de ventes en ORC géothermie à horizon 2026, soit 3 à 4 fois moins qu'un scénario optimiste de développement sur cette activité.

Les hypothèses retenues dans notre modèle sont les suivantes :

- I. Une croissance annuelle moyenne du chiffre d'affaires de 60,1% par an jusqu'à l'horizon prévisionnel 2027, partant d'un niveau d'activité bas estimé cette année.
- II. L'atteinte d'une marge opérationnelle de 15,5% en 2027.
- III. Un taux d'actualisation de 10,3% correspondant au coût des fonds propres pondéré par le coût moyen après impôt de la dette financière moyenne, compte tenu de leurs poids respectifs.
- IV. Un taux de croissance à l'infini des cash flows d'exploitation disponibles de 1% au-delà de l'horizon prévisionnel (2027) de notre modèle.
- V. Des investissements annuels nets de cessions modérés de l'ordre de 0,6% du CA (hors R&D capitalisée) sur une base normative de long terme.
- VI. Une valorisation des reports déficitaires à hauteur de 4,54 M€ sur la période 2022-32.
- VII. Une subvention d'investissement européenne de 3,5 M€ (pour la part revenant à Enertime), reçue à la fin du S1-2022 dans le cadre du programme *Decagone*, renforçant d'autant la trésorerie.
- VIII. La non prise en compte de la dilution potentielle liée à des séries de BSA aujourd'hui en dehors de la monnaie, notamment 600 000 BSPCE 2020 dont le prix d'exercice est à 4€.

Sensibilité de la valorisation DCF en fonction du taux d'actualisation des fonds propres (t) et du taux de croissance à l'infini des cash flows d'exploitation disponibles (g).

g \ t					
	8,5%	9,5%	10,3%	11,5%	12,5%
0,00%	3,13	2,73	2,47	2,15	1,93
0,50%	3,31	2,87	2,58	2,23	1,99
1,00%	3,51	3,02	2,70	2,32	2,07
1,50%	3,74	3,19	2,84	2,43	2,15
2,00%	4,00	3,38	3,00	2,54	2,24

t : taux d'actualisation

g : taux de croissance des "free cash flows" à l'infini au-delà de l'horizon prévisionnel

Notons que le premier terme (période 2022-2027) est négatif de 1,97 M€ compte tenu des investissements (CAPEX et dépenses opérationnelles passant en compte de résultat) induits par la forte croissance prévisionnelle, le premier free cash-flow positif arrivant en 2025 dans notre modèle.

Une Fair Value à 3,43€ par DCF en intégrant un scénario optimiste sur la géothermie

En retenant un scénario optimiste sur la percée d'Enertime dans la géothermie d'ici à 2027, en intégrant des marges consolidées plus faibles pour tenir compte du contexte plus concurrentiel sur ce segment, nous calculons une fair value à 3,43€ par DCF.

Exercice	2022e	2023p	2024p	2025p	2026p	2027p
CA	2,36	10,6	15,3	20,5	31,3	38,2
% Evolution	8,6%	349,7%	44,3%	34,0%	52,7%	22,0%
Résultat opérationnel	-2,70	-0,54	0,81	1,61	3,87	4,88
% CA	ns	-5,1%	5,3%	7,9%	12,4%	12,8%

Sensibilité de la valorisation DCF pour un scénario de développement optimiste sur la géothermie

g \ t					
	8,5%	9,5%	10,3%	11,5%	12,5%
0,00%	3,98	3,43	3,13	2,72	2,43
0,50%	4,20	3,64	3,27	2,82	2,52
1,00%	4,46	3,83	3,43	2,94	2,62
1,50%	4,75	4,05	3,60	3,07	2,72
2,00%	5,08	4,29	3,80	3,22	2,84

t : taux d'actualisation

g : taux de croissance des "free cash flows" à l'infini au-delà de l'horizon prévisionnel

Une fair value indicative à 26 M€ (3,13€ par action) calculée par les comparables boursiers

Nous avons retenu comme comparables le leader américain Ormat, le français Enogia, et la société suédoise Climeon, que nous avons pondérés respectivement à hauteur de 10%, 60% et 30% :

- **Enogia** (ALENO), introduit sur Euronext Growth en juillet 2021, est un concepteur de micro-turbomachines innovantes s'étant parallèlement orienté vers la fourniture de compresseurs pour piles à combustibles à hydrogène, pôle qui devrait représenter plus de la moitié de son activité à horizon 2025.

Ses ORC de petite puissance étant « scalable », sa stratégie est de tirer profit des opportunités créées par la flambée des prix de l'énergie pour en déployer l'économie d'usage.

Sa capitalisation boursière élevée (22 M€) tient compte des anticipations de forte croissance (carnet de commandes > 5 M€ et pipe commercial annoncé > 140 M€ à fin juin), le CA 2021 restant modeste à 2,9 M€ mais en progression de 51% par rapport à 2020, grâce à un contrat asiatique représentant un peu plus de la moitié de cette activité. L'EBITDA ainsi que le résultat opérationnel 2021 sont négatifs (respectivement 2,2 et 2,9 M€).

L'exercice en cours est également vu comme une année de forte croissance s'accompagnant d'un EBITDA positif, et l'objectif de 95 M€ de CA à horizon 2025 a été confirmé, ainsi qu'une marge d'EBITDA normative attendue aux alentours de 30% à long terme qu'Enogia estime être en mesure d'approcher à horizon 2025.

- **Climeon** (LSE Intl, 0GHX). Cette société suédoise conçoit des équipements de récupération à bas coût de chaleur (technologie « *HeatPower* »). Elle opère sur les segments de la géothermie et de la récupération de la chaleur fatale issue des industries, et s'est cette année diversifié dans le maritime.

L'action a atteint un cours de 67 SEK sur les promesses d'une forte croissance et d'une politique ESG / RSE agressive, mais en cote aujourd'hui environ 4.

Elle a en effet procédé en juin à une augmentation de capital massive de SEK 163m nécessitée par la faiblesse de ses revenus, une perte opérationnelle sur le S1-2022 de SEK 51.3 millions (SEK -63.9m en net), un cash-flow opérationnel après variation de BFR négatif de SEK -25.3m, ainsi que par le besoin de financement de son offre *HeatPower 300 Marine to the cruise* lancée au printemps dernier.

Sa production immobilisée reste, sur le premier semestre de cette année, supérieure à son CA.

- L'américain **Ormat** est listé sur le Nasdaq (ORA), avec une capitalisation boursière supérieure à 5 Mds, pour des revenus 2021 de \$663m.

Son modèle d'affaires est principalement tourné vers l'exploitation de centrales électriques propriétaires (88% de ses revenus, principalement en géothermie), métier qui génère en outre les plus fortes marges (marge brute proche de 74%) ; les ventes d'équipements (ORC, turbines...) représentant seulement 7% de son CA (13,4% de marge brute), le stockage d'énergie un peu moins de 5%.

Nous l'avons pondéré à hauteur de 10% dans la valorisation d'Enertime.

La valorisation implicite d'Enertime qui en ressort est de 26 M€, soit 3,13 € par action, sur la base du critère valeur d'entreprise (VE) rapportée aux CA 2022 et 2023 estimés.

Compte tenu de leur taille et de leur très forte croissance, les prévisions bénéficiaires 2022 et 2023 de Climeon et Enogia sont négatives, même si Enogia espère encore atteindre l'équilibre d'EBITDA en 2023.

Nous avons en conséquence restreint notre comparaison boursière aux critères VE/CA 2022^e et VE/CA 2023^p qui nous semblent les plus pertinents, avec une pondération de 10% pour les multiples d'Ormat, de 60% pour Enogia et de 30% pour Climeon.

Eléments de comparaisons boursières et valorisation implicite d'Enertime

	CB	VE	CA 2021	EBITDA 2021	CA 2022 ^e	EBITDA 2022 ^e	VE/CA 22 ^e	CA 2023 ^e	EBITDA 2023 ^e	VE/CA 23 ^e	pondération
Ormat	5 336	6 836	663,1	461	723	440	9,5	778	440	4,0	10%
Climeon	373	204	28,8	-123,7	21,8	-132,8	9,3	35,8	-102	5,7	30%
Enogia	22	21,6	2,94	-2,16	3,68	-1,32	5,9	5,33	-0,4	4,1	60%
Moyenne pondérée							7,3			4,5	
ENERTIME					2,36	-2,40	17,0	7,75	0,04	35,0	
			Moyenne VE/CA 2022 et 2023					26,0			
			Moyenne par action					3,13			

Source :
Sociétés / 01Equity

Structure bilancielle

Energie Circulaire n'étant pas consolidée, la dette contractée dans les sociétés de projets (fonds mobilisés auprès d'investisseurs tiers ou leasing pour financer les plus petites opérations) n'est pas prise en compte dans nos prévisions.

Enertime a souscrit 2 PGE pour un montant total de 0,8 M€ : 0,3 M€ pour celui d'avril 2020 et 0,5 M€ pour celui accordé en novembre 2021 sur 6 ans par la BPI au titre du soutien à l'innovation. Au 30/06/22, le solde à rembourser est de 740 K€.

Un Prêt de 80 K€ a été reçu de la région Ile-de-France et de BPI France dans le cadre du programme *InnovUp* (développement d'une technologie innovante de compresseur à hydrogène à très haute pression destinée au stockage ainsi qu'à la distribution d'hydrogène).

Une ligne de financement de 10 M€ (ODIRNANE) avec le fonds d'investissement YA II PN Ltd a été mise en place afin de garantir auprès de l'ADEME la capacité à financer les projets ORC d'Energie Circulaire qui seraient retenus.

Après le premier tirage de 1 M€ réalisé en janvier 2021, aucun autre ne l'a été depuis.

Un avenant pour une réduction du montant maximum total de financement de 10 à 6 M€ (soit 5 M€ compte tenu du tirage de 1 M€ déjà effectué) a été signé en mars de cette année, concomitamment à l'obtention, toujours auprès de Yorkville, d'une nouvelle ligne de 2 M€ d'obligations convertibles remboursables en 24 mois.

La première tranche de 1 M€ (438 600 OC de valeur nominale 2,28€ convertibles à raison de 1 action par OC) de cette nouvelle ligne a été immédiatement souscrite ; ces OC sont remboursables mensuellement à compter du 01/07/22 pour 21 930 OC, en numéraire, en actions ou de façon mixte.

La seconde tranche de 1 M€ (531 920 OC de valeur nominale 1,88€ convertibles à raison de 1 action par OC) a été appelée le 20 mai 2022 ; compte tenu des subventions reçues, et afin de limiter la dilution potentielle, Enertime a procédé au remboursement de cette seconde tranche par anticipation (communiqué du 20 septembre).

Compte tenu des acomptes de subventions reçus ou à verser par l'Ademe aux SPV montées par Energie Circulaire dans le cadre des projets ORC, et sous réserve d'un financement suffisant obtenu par les SPV (filiales aujourd'hui à 100% d'Energie Circulaire), et des 3,5 M€ de subventions européennes reçues à la fin du premier semestre de cette année dans le cadre du programme *Decagone*, Enertime estime ne plus avoir besoin de recourir à ce type de financement dilutif pour renouveler sa ligne d'ODIRNANE.

Système de recommandations : celles-ci portent un horizon à 12 mois

Opinion Positive : fair value supérieure de 20% par rapport aux cours actuels

Opinion Neutre : fair value comprise dans la fourchette +20% / -10% par rapport aux cours actuels

Opinion Négative : fair value inférieure de plus de 10% aux cours actuels

Historique de suivi de la valeur :

07-10-22 : Etude accompagnée d'une fair value de 2,91€ (calculée par DCF et comparaison boursière), sans engagement auprès de tiers (investisseurs ou non) de suivi ultérieur

Détection de conflits d'intérêts potentiels

Intérêt au capital de l'émetteur de 01Equity, de l'analyste ou de l'un de ses salariés	Relation corporate entre l'émetteur et 01Equity	Contrat de liquidité ou de tenue de marché	Rémunération de 01Equity par l'émetteur au titre de l'établissement de la présente analyse financière	Communication de cette étude à l'émetteur préalablement à sa diffusion
Non	Non	Non	Oui	Oui *

** Aucun changement significatif sur cette étude n'a été apporté suite à cette communication préalable*

A lire ATTENTIVEMENT avant de prendre connaissance de cette publication

Les informations, prévisions et opinions contenues dans cette étude ont été rédigées par 01 Equity. Elles ne peuvent être considérées comme ayant une valeur contractuelle. Elles sont diffusées à titre purement informatif, et ne constituent en aucun cas une sollicitation en vue de l'achat ou de la vente des instruments financiers émis par la société faisant l'objet de cette étude.

Les informations, prévisions et opinions contenues dans cette étude sont livrées à titre informatif, et bien que provenant de sources jugées dignes de foi, 01 Equity ne saurait en garantir ni l'exactitude, ni la pertinence, ni la fiabilité, ni l'exhaustivité. Ainsi, sa responsabilité, ainsi que celle de ses dirigeants ou de ses collaborateurs, ne saurait être engagée d'aucune manière à ce titre.

Les informations contenues dans nos publications sont destinées exclusivement aux investisseurs professionnels et ne constituent en aucun cas une décision d'investissement, que ce soit à l'achat ou à la vente, sur les valeurs mobilières sous-jacentes. Par conséquent, ni 01Equity, ni ses dirigeants, ni ses collaborateurs ne pourront être tenus responsables d'une quelconque décision d'investissement.

Les publications de 01Equity ont été rédigés en toute indépendance, conformément à la déontologie, à l'éthique et aux règles de la profession. Les opinions, appréciations et prévisions contenues dans ces publications reflètent le jugement porté par 01Equity aux dates mentionnées en première page des documents, et peuvent ultérieurement faire l'objet de modifications ou d'abandons sans aucun préavis ou notification sous quelque forme que ce soit. Tout investisseur doit se faire son propre jugement quant à la pertinence d'un investissement dans une valeur mobilière émise par la société faisant l'objet de la présente étude.

Tout lien d'affaire éventuel entre 01 Equity et l'émetteur, ainsi que les possibles conflits d'intérêt à la date de publication et de diffusion de cette étude, sont mentionnés dans un « bandeau » spécifique repris à la fin de la présente publication, et intitulé « Détection de conflits d'intérêts potentiels ».

La reproduction ou la diffusion, même partielle, de cette étude, est soumise à l'accord de 01 Equity. Attention : cette publication ne doit pas être diffusée auprès de sociétés ou de personnes soumises à des restrictions. Elle ne doit pas faire l'objet d'une diffusion ou d'une communication aux Etats-Unis, Canada, Japon, Royaume-Uni, et tout autre pays soumis par sa réglementation en vigueur à une restriction de diffusion. Toute personne physique ou morale accédant aux publications de 01Equity s'engage par conséquent à prendre connaissance de ces restrictions de diffusion et à les respecter. 01Equity ne pourra être tenu pour responsable de quelque manière que ce soit (diffusion directe ou indirecte) d'une infraction à cette restriction de diffusion.