



Casian

NOTE D'INVESTISSEMENT

Sillage Industrie · FICTIF

Note issue de la due diligence réellement générée par Casian.
Contributions humaines simulées. Scénario sauvegardé du 8 septembre 2026.

Résumé exécutif

Avis : reporter l'investissement. Sillage présente un potentiel crédible de logiciel vertical industriel, mais les preuves disponibles ne permettent pas encore de défendre un investissement de 1 M€ à la valorisation proposée. Le revenu récurrent, l'expansion de la cohorte et l'adoption déclarée constituent des signaux favorables. Leur durabilité dépend toutefois du déploiement multi-site, de la reproductibilité commerciale et d'une économie d'intégration encore insuffisamment documentée.

Au 31 août 2026, le registre totalise 24 clients et 120 k€ de MRR, soit 1,44 M€ annualisés hors services. La cohorte historique présente une NRR recalculée de 112,2 % et une GRR de 91,5 %. Ces rapprochements confirment la cohérence interne des données, sans valoir audit des contrats ou des encaissements. Atlas représente 20 % du MRR et son renouvellement reste soumis à l'adoption d'un second site et à un arbitrage budgétaire. Sources : 02-Sillage-Revenus-Cohortes.pdf, pages 1 à 4 ; 13-Sillage-Registre-Clients.csv, lignes 2 à 25 ; 06-Sillage-Pipeline-Entretiens.pdf, page 2.

Le risque financier est maîtrisable avec un financement adapté, mais il est réel avant celui-ci. Les 620 k€ de disponibilités déclarées permettent de terminer août 2027 avec seulement 13,4 k€ dans le scénario central. Le cas prudent devient négatif dès juin 2027. La simulation de perte d'Atlas fait également avancer la rupture à juin 2027 dans le cas central. Le tour de 2,5 M€ recherché n'est pas acquis. Sources : 03-Sillage-Tresorerie.pdf, pages 1 à 3 ; 14-Sillage-BP-Tresorerie.xlsx, Hypotheses!B5:B19 et Prevision!A5:N28.

Le report doit permettre de trancher trois questions économiques : Atlas conserve-t-il son périmètre et son prix après une adoption multi-site démontrée ; les signatures et les coûts de déploiement soutiennent-ils une croissance rentable ; le financement et la participation après pool offrent-ils un rendement suffisamment attractif au fonds ? La revue Atlas annoncée pour le 18 septembre et l'arbitrage d'octobre sont des jalons déclarés, pas des résultats. Cette note porte sur un exercice entièrement fictif et intègre les réponses complémentaires datées du 5 septembre sans modifier la date des données financières.

Ne pas investir maintenant. Réexaminer le dossier lorsque les preuves de renouvellement, de conversion commerciale et de marge permettront de former une conviction positive, avec une transaction entièrement diluée clarifiée.

Contribution de Camille Laurent, Partner (simulation) : pour le comité, distinguer la conviction commerciale des conditions de clôture. Les questions sur Atlas, la trésorerie et la chaîne IP doivent rester visibles dans la décision.

Revenu récurrent déclaré

120 k€ de MRR au 31 août 2026, 24 clients, 1,44 M€ annualisés hors prestations.

02-Sillage-Revenus-Cohortes.pdf

Concentration déterminante

Atlas représente 24 k€ de MRR, soit 20 %, avec renouvellement au 1er décembre 2026.

02-Sillage-Revenus-Cohortes.pdf

Financement proposé

2,5 M€ recherchés sur 10 M€ pré-money ; aucune offre ferme.

01-Sillage-Deck.pdf

02

Adéquation à Rivage Seed I

Sillage correspond au périmètre sectoriel, géographique et de maturité de Rivage Seed I : logiciel B2B français au stade Seed, disposant déjà d'un revenu récurrent. Le ticket envisagé de 1 M€ se situe dans la fourchette publiée de 0,75 à 1,5 M€. L'adéquation formelle est donc bonne et aucune exclusion explicite ne justifie un refus automatique. Sources : 12-Rivage-These-Processus.pdf, page 1 ; 01-Sillage-Deck.pdf, pages 1, 4 et 12.

La compatibilité économique est moins établie. Le fonds recherche une distribution reproductible et un marché suffisamment large ; le dossier propose un cycle commercial mesuré sur six ventes et une population cible non sourcée. Par ailleurs, la participation de 8 % calculée avant augmentation du pool atteint seulement le bas de la cible de 8 à 15 %. Une dilution additionnelle peut faire sortir le ticket de 1 M€ de cette cible. Sources : 06-Sillage-Pipeline-Entretiens.pdf, pages 1 et 4 ; 09-Sillage-Capital-Tour.pdf, page 2.

La concentration sur Atlas ne constitue pas une incompatibilité de thèse. Elle déclenche précisément l'analyse de renouvellement et du scénario de perte demandée par le fonds pour un client supérieur à 15 %. L'enjeu n'est donc pas d'exiger une diversification déjà parfaite au Seed, mais de déterminer si cette dépendance rémunère un avantage produit réel ou masque une prestation difficilement reproductible. Le report est cohérent avec les critères publiés : les inconnues actuelles peuvent encore modifier substantiellement la décision, au-delà de simples conditions de clôture.

Le dossier mérite un réexamen dans ce véhicule, sans dérogation sectorielle. L'adéquation à la thèse ne suffit pas à justifier le prix ni à neutraliser les incertitudes opérationnelles.

Mandat du véhicule

Logiciels B2B en France, Seed ; tickets de 0,75 à 1,5 M€ ; participation cible de 8 à 15 %.

12-Rivage-These-Processus.pdf

Politique de concentration

Un client au-delà de 15 % impose une analyse de renouvellement et un scénario de perte, sans exclusion automatique.

12-Rivage-These-Processus.pdf

Sources 12-Rivage-These-Processus.pdf

03

Produit, adoption et robustesse industrielle

Le produit répond à un problème opérationnel identifié : réunir signalement, affectation, procédures, pièces et historique d'intervention. Il ne commande pas les automates et ne prend pas de décision de sécurité industrielle. Cette délimitation réduit la complexité du périmètre revendiqué, tout en laissant une exigence élevée de disponibilité et de qualité des données pour les équipes terrain. Source : 01-Sillage-Deck.pdf, pages 2 et 3.

Les 210 utilisateurs hebdomadaires actifs sur 286 provisionnés correspondent à un ratio calculé de 73,4 %. Ce signal est encourageant, mais il ne mesure ni la rétention individuelle, ni la profondeur d'usage par site, ni un gain économique. L'entretien Atlas indique que le second site utilise encore des fichiers locaux ; Boréale demande un export ERP plus fiable. L'adoption globale masque donc potentiellement une forte dispersion entre implantations. Sources : 01-Sillage-Deck.pdf, page 4 ; 06-Sillage-Pipeline-Entretiens.pdf, pages 2 et 3.

Le risque de passage à l'échelle est concret. L'incident du 12 août a provoqué 86 minutes d'indisponibilité après un import massif. Sur un mois de 31 jours, cela correspond à environ 99,81 % de disponibilité si cet incident est le seul arrêt et si la mesure couvre toutes les minutes du mois, ce qui est compatible avec les 99,8 % déclarés. Il n'y a pas ici de contradiction arithmétique démontrée. En revanche, les tests de charge et alertes de saturation restent ouverts, et le test d'intrusion indépendant n'est pas commandé. Source : 07-Sillage-Produit-Securite.pdf, pages 1 et 2.

Les deux connecteurs livrés sont spécifiques ; le hors connexion complet n'est pas disponible ; le CTO est seul à maîtriser la synchronisation. Le produit possède ainsi un socle fonctionnel, mais la promesse d'intégration rapide et reproductible n'est pas encore prouvée. La restauration interne annoncée en quatre heures est un élément utile, sans établir à elle seule l'isolation multi-tenant ou la continuité contractuelle. Source : 07-Sillage-Produit-Securite.pdf, pages 3 et 4.

La robustesse des imports et le déploiement multi-site sont des preuves de qualité du produit directement liées au renouvellement et à la croissance. Leur validation doit précéder une conviction favorable, sans imposer par principe une certification lourde au Seed.

Adoption déclarée

210 utilisateurs hebdomadaires actifs sur 286 provisionnés sur quatre semaines, soit 73,4 % calculés.

01-Sillage-Deck.pdf

Incident et contrôles ouverts

86 minutes d'arrêt le 12 août ; tests de charge et alertes restant à réaliser.

07-Sillage-Produit-Securite.pdf

Dépendances produit

Deux connecteurs spécifiques, hors connexion complet non livré, synchronisation maîtrisée uniquement par le CTO.

07-Sillage-Produit-Securite.pdf

Sources 01-Sillage-Deck.pdf 07-Sillage-Produit-Securite.pdf

04

Équipe, organisation et capacité d'exécution

Les profils déclarés des fondateurs sont complémentaires : Léa Garnier couvre produit et clients, Malik Benali plateforme et exploitation. Leur expérience sectorielle et technique paraît adaptée à un logiciel industriel, mais les années d'expérience du scénario ne démontrent pas un historique de distribution reproductible ou de construction d'une organisation commerciale. Source : 08-Sillage-Equipe.pdf, page 1.

L'organisation de 14 salariés comprend deux fondateurs, six personnes produit/tech, deux commerciaux, trois personnes déploiement/support et une personne opérations. La présence de trois salariés dédiés au déploiement et au support est cohérente avec la complexité d'intégration observée. Elle souligne aussi que l'extension du revenu pourrait nécessiter des moyens humains supplémentaires si la standardisation tarde. La dépendance du composant de synchronisation au CTO concentre une responsabilité critique chez un seul fondateur. Sources : 08-Sillage-Equipe.pdf, page 1 ; 07-Sillage-Produit-Securite.pdf, page 4.

Le plan de recrutement prévoit trois postes, mais le budget salarial applique une hausse lissée de 0,5 % par mois. La masse salariale passe ainsi de 125 k€ en septembre 2026 à 132,0 k€ en août 2027, soit seulement 7,0 k€ supplémentaires par mois. Cet écart ne prouve pas une erreur : des arrivées tardives ou des compensations sont possibles. Il interdit néanmoins d'affirmer que le coût de trois recrutements est correctement couvert sans calendrier nominatif. Le deck affirme leur inclusion, tandis que la pièce équipe et les réponses des fondateurs présentent cette inclusion comme une approximation à confronter aux offres. Sources : 01-Sillage-Deck.pdf, page 10 ; 08-Sillage-Equipe.pdf, page 2 ; 11-Sillage-Reponses-Fondateurs.pdf, page 2.

L'équipe présente une complémentarité plausible, mais la capacité à développer les ventes et les intégrations sans dérive de coûts reste à établir. Le calendrier d'embauche doit être réconcilié avec le cash avant de dimensionner le tour.

Effectif	Budget salarial
14 salariés, dont 2 commerciaux et 3 personnes en déploiement/support.	125 k€ mensuels en septembre 2026, puis progression de 0,5 % par mois.
08-Sillage-Equipe.pdf	14-Sillage-BP-Tresorerie.xlsx

Sources 08-Sillage-Equipe.pdf 14-Sillage-BP-Tresorerie.xlsx

05

Marché adressable et potentiel de création de valeur

Le sous-segment visé est relativement précis : sites industriels de 50 à 500 salariés avec une équipe maintenance de 5 à 30 personnes. La direction estime 8 000 sites accessibles en France à 18 k€ de revenu annuel moyen, soit 144 M€ de potentiel théorique. La multiplication est correcte ; le dénombrement et la disposition à payer ne sont pas établis. Ce montant ne constitue donc ni un marché indépendamment validé ni un objectif de revenu accessible à Sillage. Sources : 01-Sillage-Deck.pdf, pages 2 et 8 ; 06-Sillage-Pipeline-Entretiens.pdf, page 4.

Le rapprochement du prix et de la population fait apparaître une question structurante. Le revenu annualisé moyen actuel est de 60 k€ par compte, contre 18 k€ par site dans le marché théorique. Le dossier explique cet écart par l'inclusion de petits sites, mais compte et site ne sont pas des unités interchangeables, notamment chez Atlas. Passer vers de plus petits contrats peut élargir la clientèle et réduire la concentration, tout en dégradant le rendement commercial si le cycle de vente et les coûts d'intégration restent proches. Sources : 01-Sillage-Deck.pdf, page 6 ; 06-Sillage-Pipeline-Entretiens.pdf, pages 2 et 4.

À 18 k€ par site et par an, 10 M€ d'ARR supposeraient environ 556 sites, soit 6,9 % de la population supposée ; 20 M€ nécessiteraient environ 1 111 sites, soit 13,9 %. Ces calculs sont des tests de sensibilité, pas une estimation de part de marché atteignable. Ils montrent qu'une issue significative sur le seul périmètre France exigerait une distribution beaucoup plus industrialisée que celle actuellement démontrée. Aucune extension européenne ni augmentation de prix n'est intégrée à la thèse de rendement.

Une estimation indépendante défendable n'est pas disponible à partir des éléments lus : il manque un décompte d'établissements répondant simultanément aux critères d'effectif, d'organisation maintenance, d'équipement existant et de budget. Une fourchette arbitraire apporterait une fausse précision. La bonne conclusion est un potentiel plausible, encore insuffisamment dimensionné pour soutenir le prix demandé.

Le potentiel de marché ne justifie pas encore à lui seul une valorisation de 10 M€ pré-money. La segmentation doit relier nombre de sites, prix réalisable et coût de conquête avant de conclure à une trajectoire de rendement VC.

Marché déclaré 8 000 sites × 18 k€ annuels = 144 M€, avec nombre de sites explicitement non sourcé. 01-Sillage-Deck.pdf	Population cible Sites de 50 à 500 salariés ; équipes maintenance de 5 à 30 personnes. 01-Sillage-Deck.pdf
--	---

Écart de panier

18 k€ par an sur la population visée contre 60 k€ annualisés par compte actuel.

06-Sillage-Pipeline-Entretiens.pdf

Sources 01-Sillage-Deck.pdf 06-Sillage-Pipeline-Entretiens.pdf

06

Concurrence et différenciation défendable

Le dossier reconnaît une concurrence large : GMAO, modules ERP, outils généralistes et maintien des pratiques existantes. La centralisation du travail et l'usage terrain constituent une proposition utile, mais pas une exclusivité démontrée. La différenciation investissable devrait venir d'une mise en service plus simple sur un segment précis, d'une adoption supérieure ou d'un coût total plus faible. Aucun comparatif de déploiement, de prix ou de taux de victoire ne l'établit aujourd'hui. Source : 01-Sillage-Deck.pdf, page 8.

La recherche ciblée confirme que certaines fonctionnalités envisagées sont déjà présentes chez des alternatives. La documentation officielle MaintainX décrit la mise à jour d'ordres de travail hors connexion sur mobile, avec cache et synchronisation au retour du réseau. Infraspeak présente un catalogue d'intégrations et des connexions à des systèmes existants. Ces sources éditeurs attestent des capacités revendiquées, pas de leur supériorité ni de leurs performances chez les PME industrielles françaises. Elles suffisent néanmoins à écarter l'idée que mobilité et intégrations constitueraient, en elles-mêmes, une barrière concurrentielle.

Sillage doit encore standardiser ses deux connecteurs spécifiques et livrer un hors connexion plus complet. Les retours Atlas et Boréale portent précisément sur le multi-site et la fiabilité ERP, ce qui fait de l'exécution technique un déterminant de concurrence immédiat. Une bibliothèque d'intégrations éprouvées pourrait créer un avantage de déploiement ; elle n'est pas encore constituée. Sources : 07-Sillage-Produit-Securite.pdf, page 4 ; 06-Sillage-Pipeline-Entretiens.pdf, pages 2 et 3.

Ne pas payer une prime de différenciation technologique sur les seules fonctionnalités annoncées. La conviction doit reposer sur des gains commerciaux et opérationnels observés face aux alternatives effectivement évaluées par les clients.

Absence d'exclusivité démontrée La direction cite l'intégration rapide et l'usage terrain, sans exclusivité technologique. 01-Sillage-Deck.pdf	Standardisation encore à construire Deux connecteurs spécifiques ; connecteur standardisé et hors connexion partiel dans les priorités. 07-Sillage-Produit-Securite.pdf
--	---

Lecture concurrentielle ciblée

Alternative	Élément disponible	Implication pour Sillage
MaintainX	Ordres de travail hors connexion sur application mobile, cache et synchronisation documentés	Le hors connexion est un axe de rattrapage, pas une exclusivité
Infraspeak	Catalogue d'intégrations présenté par l'éditeur	Deux connecteurs spécifiques ne démontrent pas un avantage d'écosystème
ERP, GMAO et pratiques existantes	Alternatives citées dans 01-Sillage-Deck.pdf, page 8	Documenter les motifs de victoire et le coût du changement

Comparaison de capacités déclarées, sans test indépendant, comparaison tarifaire ni classement des produits.

Sources 01-Sillage-Deck.pdf 07-Sillage-Produit-Securite.pdf

07

Qualité du revenu, croissance et rétention

Le registre de 24 clients totalise bien 120 k€ de MRR et 1,44 M€ annualisés. Les 12 k€ de prestations d'août sont exclus, et l'extension de 2 k€ chez Boréale est déjà comprise dans ses 10 k€ de MRR. Aucun double comptage n'est identifié sur ces points. Toutefois, seuls des extraits représentatifs de contrats sont accessibles : le registre permet une vérification arithmétique, pas une validation contractuelle exhaustive des 24 abonnements. Sources : 13-Sillage-Registre-Clients.csv, lignes 2 à 25 ; 02-Sillage-Revenus-Cohortes.pdf, page 1 ; 05-Sillage-Contrats.pdf, page 2.

Le pont de cohorte est cohérent : $82 + 17 - 2 - 5 = 92$ k€ de MRR conservé, puis 28 k€ de nouveaux revenus portent le total à 120 k€. La NRR ressort à 112,2 % et la GRR à 91,5 %. Deux départs sur 20 comptes correspondent à 10 % de churn logos, tandis que six nouveaux comptes conduisent à 24 comptes actifs.

L'expansion compense donc l'érosion de la base, sans démontrer une rétention homogène. Source : 02-Sillage-Revenus-Cohortes.pdf, page 2.

La hausse totale de MRR sur douze mois est de 46,3 %, soit 3,22 % par mois en équivalent composé. Ce résultat nuance utilement le commentaire du deck : l'hypothèse de 3 % mensuels n'est pas supérieure à la cadence annualisée observée, même si elle peut dépasser certains mois. Les séries mensuelles nécessaires pour mesurer volatilité, accélération récente et dépendance à quelques extensions ne sont pas fournies. Sources : 01-Sillage-Deck.pdf, page 7 ; 02-Sillage-Revenus-Cohortes.pdf, page 2.

Le CA 2025 déclaré de 1,08 M€ comprend 936 k€ d'abonnements et 144 k€ de prestations. Il ne faut comparer ni ce CA total ni son seul revenu récurrent directement à un ARR de fin août pour annoncer une croissance comptable 2026. Les créances de 96 k€, dont 18 k€ de plus de 60 jours, restent un point de qualité du revenu : 18,75 % de l'encours est ancien, sans preuve de perte définitive. Les réponses évoquent une validation de factures sur deux comptes, mais ne corroborent pas l'encaissement. Sources : 02-Sillage-Revenus-Cohortes.pdf, pages 1 et 4 ; 11-Sillage-Reponses-Fondateurs.pdf, page 2.

Le revenu récurrent et l'expansion sont des points favorables réels dans le scénario, avec une bonne cohérence interne. Leur valeur d'investissement reste sensible à la concentration et à la conversion du revenu déclaré en cash.

Registre rapproché	Cohorte
24 lignes clients ; somme de 120 000 € de MRR et 1 440 000 € annualisés.	Départ 82 k€ ; expansion 17 k€ ; contraction 2 k€ ; churn 5 k€ ; nouveaux clients 28 k€.
13-Sillage-Registre-Clients.csv	02-Sillage-Revenus-Cohortes.pdf

Créances

96 k€ au 31 août 2026, dont 18 k€ de plus de 60 jours.

02-Sillage-Revenus-Cohortes.pdf

Pont de MRR sur douze mois

Composante	k€ de MRR	Lecture
Base au 31 août 2025	82	Cohorte initiale
Expansion	+17	Croissance des clients existants
Contraction	-2	Réduction de périmètre
Churn	-5	Revenu perdu
Cohorte conservée	92	NRR 112,2 % ; GRR 91,5 %
Nouveaux clients	+28	Six comptes
Total au 31 août 2026	120	Croissance annuelle de 46,3 %

Source : 02-Sillage-Revenus-Cohortes.pdf, page 2. Calculs indépendants sur données déclarées.

Concentration et renouvellement Atlas

Atlas représente 24 k€ de MRR, soit 20 % du total et 288 k€ annualisés. Les cinq premiers clients totalisent 57 k€ de MRR, soit 47,5 %. La concentration n'est pas anormale par principe au Seed, mais le premier compte peut modifier à lui seul la lecture de croissance et de rétention. Sa perte ramènerait le MRR instantané de 120 à 96 k€, toutes choses égales par ailleurs. Sources : 02-Sillage-Revenus-Cohortes.pdf, page 3 ; 13-Sillage-Registre-Clients.csv, lignes 2 à 6.

L'extrait Atlas couvre la période du 1er décembre 2025 au 30 novembre 2026, avec renouvellement tacite annuel et préavis de 60 jours. L'absence de préavis au 31 août n'établit donc pas le renouvellement. Surtout, l'entretien indique que le second site conserve des fichiers locaux et que le budget sera arbitré en octobre. Le calendrier d'arbitrage se situe au voisinage de la fenêtre de préavis, ce qui exige de clarifier la date exacte applicable et la possibilité d'un renouvellement partiel ou renégocié. Sources : 05-Sillage-Contrats.pdf, page 1 ; 06-Sillage-Pipeline-Entretiens.pdf, page 2.

La réponse datée du 5 septembre annonce une revue multi-site le 18 septembre, sans promesse de reconduction. Elle enrichit le calendrier mais ne ferme pas le risque. Une reconduction obtenue au prix d'une forte remise ou de développements non facturés serait moins favorable qu'un renouvellement à périmètre et marge préservés. Source : 11-Sillage-Reponses-Fondateurs.pdf, page 1.

À la marge récurrente supposée de 80 %, une perte de 24 k€ de MRR retire 19,2 k€ de contribution mensuelle si les coûts directs baissent proportionnellement et les charges fixes restent inchangées. Si ces coûts directs ne sont pas immédiatement évitables, l'impact initial pourrait atteindre 24 k€ par mois. L'analyse de trésorerie retient le premier cas, déjà suffisant pour avancer sensiblement le besoin de financement.

Atlas constitue un jalon déterminant de la décision, au-delà d'une formalité contractuelle. Un renouvellement économiquement sain renforcerait nettement le dossier ; une perte ou une forte concession imposerait de revoir croissance, dépenses et prix d'entrée.

Premier compte

Atlas : 24 k€ mensuels, 20 % du MRR.

13-Sillage-Registre-Clients.csv

Échéance contractuelle

**Fin de période le 30 novembre 2026 ;
reconduction annuelle tacite ; préavis de 60
jours.**

05-Sillage-Contrats.pdf

Jalon déclaré

**Revue multi-site annoncée le 18 septembre et
arbitrage budgétaire en octobre ; aucun
renouvellement signé.**

11-Sillage-Reponses-Fondateurs.pdf

Concentration au 31 août 2026

Client ou groupe	MRR, k€	Part du total
Usine Atlas FICTIF	24	20,0 %
Forge Boréale FICTIF	10	8,3 %
Mécanique Cobalt FICTIF	9	7,5 %
Emballages Delta FICTIF	8	6,7 %
Atelier Équinoxe FICTIF	6	5,0 %
19 autres clients	63	52,5 %

Source : 13-Sillage-Registre-Clients.csv, lignes 2 à 25. Pourcentages arrondis.

Sources 13-Sillage-Registre-Clients.csv 05-Sillage-Contrats.pdf 11-Sillage-Reponses-Fondateurs.pdf

09

Distribution, pipeline et reproductibilité commerciale

Les six opportunités ouvertes représentent bien 600 k€ d'ARR potentiel et 229 k€ après pondération. Les probabilités sont subjectives et les opportunités non signées. Nord et Est représentent ensemble 168 k€ pondérés, soit 73,4 % du total pondéré : même le pipeline est concentré sur deux décisions. Aucun de ces montants ne doit être ajouté au MRR actuel. Source : 06-Sillage-Pipeline-Entretiens.pdf, page 1.

Le cas central exige une augmentation d'ARR annualisé d'environ 613,1 k€ sur douze mois. Le pipeline brut actuel équivaut à 97,9 % de cette hausse et son montant pondéré à seulement 37,4 %. Ce rapprochement n'est pas une couverture commerciale formelle : il ignore les dates de signature, la montée en production, le churn futur et la distinction entre expansion et nouveaux logos. Il montre néanmoins que le stock d'opportunités décrit ne suffit pas à sécuriser le plan. Sources : 06-Sillage-Pipeline-Entretiens.pdf, page 1 ; 14-Sillage-BP-Tresorerie.xlsx, Prevision!B16 et Hypotheses!B6:B7.

Historiquement, l'expansion nette de la cohorte a apporté 10 k€ de MRR, contre 28 k€ pour les nouveaux clients. Si, à titre illustratif, cette expansion nette de 10 k€ se répétait en montant absolu, atteindre la hausse centrale de 51,1 k€ de MRR demanderait encore 41,1 k€ de nouveaux revenus mensuels. Ce n'est pas une prévision, mais cela souligne que le plan dépend de signatures nouvelles significatives. Source : 02-Sillage-Revenus-Cohortes.pdf, page 2.

Le cycle médian déclaré de 110 jours repose sur six ventes. Il constitue un premier repère, pas une distribution de cycles fiable. Sans historique par canal, taux de conversion, coût commercial complet et délai de déploiement, la reproductibilité reste plausible mais non démontrée. Le recrutement d'un commercial senior peut renforcer l'exécution ; il ne remplace pas la preuve d'un canal rentable.

Le BP doit être soutenu par un pont commercial daté et des conversions observées. La priorité est de démontrer que la cadence passée peut se répéter avec des coûts maîtrisés, plutôt que de simplement augmenter le pipeline déclaré.

Pipeline 600 k€ bruts ; 229 k€ pondérés ; six opportunités non signées. 06-Sillage-Pipeline-Entretiens.pdf	Cycle commercial Médiane déclarée de 110 jours sur six ventes. 06-Sillage-Pipeline-Entretiens.pdf
---	--

Pipeline recalculé

Opportunité fictive	ARR potentiel, k€	Probabilité déclarée	ARR pondéré, k€
Nord	180	60 %	108
Est	120	50 %	60
Sud	100	30 %	30
Ouest	80	20 %	16
Centre	70	10 %	7
Alpes	50	16 %	8
Total	600	Sans valeur probabiliste indépendante	229

Source : 06-Sillage-Pipeline-Entretiens.pdf, page 1. Aucun revenu signé.

Sources 06-Sillage-Pipeline-Entretiens.pdf

10

Marges, intégrations et économie unitaire

La marge brute récurrente de référence est déclarée à 80 %, avant R&D. Appliquée au MRR de 120 k€, elle représente 96 k€ de contribution mensuelle. Les services d'août apportent 12 k€ de revenu pour 7 k€ de coûts, soit 5 k€ de contribution et 41,7 % de marge. La marge combinée indicative ressort ainsi à $101/132 = 76,5\%$. Ce calcul repose sur la marge de référence, pas sur une reconstitution analytique de coûts constatés. Source : 01-Sillage-Deck.pdf, page 6.

La question décisive est le traitement du support d'intégration. Les fondateurs reconnaissent que la marge récurrente y est sensible et proposent de distinguer support standard et développements spécifiques. Avec trois salariés déploiement/support, il faut établir quels coûts sont inclus dans les 20 % de coûts récurrents, dans les 7 k€ de services, ou dans les salaires budgétés. Sans cette ventilation, une omission peut surestimer la marge et une double imputation peut surestimer le burn. Sources : 08-Sillage-Equipe.pdf, page 1 ; 11-Sillage-Reponses-Fondateurs.pdf, page 2 ; 14-Sillage-BP-Tresorerie.xlsx, Hypotheses!B12:B15.

Le panier actuel de 5 k€ de MRR par compte donne une contribution théorique de 4 k€ mensuels à 80 %. Sur le panier cible de marché de 1,5 k€ mensuels par site, cette contribution tombe à 1,2 k€. L'économie d'acquisition peut donc changer radicalement selon le segment, surtout avec un cycle de 110 jours et des

connecteurs spécifiques. Un CAC ou un délai de récupération ne peut pas être calculé sérieusement sans dépenses commerciales attribuées, coûts d'onboarding et calendrier des signatures. Sources : 01-Sillage-Deck.pdf, page 6 ; 06-Sillage-Pipeline-Entretiens.pdf, pages 1 et 4.

La marge logicielle déclarée est attractive, mais le modèle n'a pas encore démontré qu'une croissance du nombre de sites produira un levier opérationnel. Le bon test est la contribution par client après support et intégration, suivie selon l'ancienneté et la taille du contrat.

Ne pas retenir 80 % comme marge normalisée validée. La rentabilité des petits sites et l'allocation des coûts de support peuvent modifier à la fois le marché réellement accessible et le besoin de financement.

Marge de référence	Réserve du management
80 % sur le récurrent avant R&D ; prestations d'août 12 k€ pour 7 k€ de coûts.	Marge sensible au support d'intégration ; séparation des coûts à fournir.
01-Sillage-Deck.pdf	11-Sillage-Reponses-Fondateurs.pdf

Sources 01-Sillage-Deck.pdf 11-Sillage-Reponses-Fondateurs.pdf

11

Business plan et cohérence de la trajectoire

Le classeur construit 24 mois de septembre 2026 à août 2028 à partir du registre clients. Le cas actif est central, avec 3 % de croissance mensuelle et financement simulé nul. Les formules et les valeurs mémorisées du cas central se rapprochent des calculs indépendants. Cette cohérence technique ne valide pas les hypothèses économiques. Sources : 14-Sillage-BP-Tresorerie.xlsx, Hypotheses!B5:B19, Clients!B29:C29 et Prevision!A5:N28.

À 3 % par mois, le MRR atteint 171,1 k€ en août 2027, puis 243,9 k€ en août 2028, correspondant à 2,05 M€ et 2,93 M€ annualisés. Le taux annuel composé est de 42,6 %, proche mais inférieur aux 46,3 % de croissance du MRR reconstituée sur les douze mois passés. Le véritable point faible n'est donc pas une accélération annualisée manifestement excessive ; c'est l'absence de construction détaillée par ventes, expansion, churn et dates de mise en service. Sources : 02-Sillage-Revenus-Cohortes.pdf, page 2 ; 04-Sillage-Business-Plan.pdf, page 1.

Les revenus mensuels modélisés totalisent 1,898 M€ sur septembre 2026 à août 2027, puis 2,645 M€ sur les douze mois suivants, services compris. Ce sont des prévisions sur périodes glissantes, pas du CA réalisé ni des exercices comptables comparables directement à 2025. Les services restent constants à 12 k€ par mois alors que le récurrent double sur 24 mois ; les autres frais et capex restent eux aussi constants. Cela suppose soit une efficacité croissante, soit un besoin limité de services supplémentaires, que les pièces opérationnelles ne démontrent pas.

Le flux mensuel simplifié devient positif en mai 2028 dans le cas central, après une rupture de trésorerie antérieure sans financement. Dans le cas prudent à 1,5 %, il demeure négatif de 42,0 k€ en août 2028. Le plan central repose donc sur un véritable levier de croissance ; ralentir les ventes tout en conservant les

dépenses ne préserve pas l'équilibre. L'allocation de 2,5 M€ par usage ne doit pas être ajoutée une seconde fois aux dépenses du modèle. Source : 04-Sillage-Business-Plan.pdf, pages 2 et 3.

Le plan central est arithmétiquement cohérent et sa croissance n'est pas déconnectée de l'historique annuel. Il reste trop agrégé pour servir seul de fondement au prix ou au financement des recrutements.

Hypothèses de croissance 3 % mensuels en central, 1,5 % en prudent ; salaires +0,5 % par mois. 14-Sillage-BP-Tresorerie.xlsx	Nature du modèle Modèle de cash simplifié, sans TVA ni variation de BFR ; pas de modèle comptable trois états. 04-Sillage-Business-Plan.pdf
---	--

Trajectoires prévisionnelles recalculées

Indicateur	Central août 2027	Prudent août 2027	Central août 2028	Prudent août 2028
MRR, k€	171,1	143,5	243,9	171,5
ARR annualisé, M€	2,053	1,722	2,927	2,058
Flux mensuel simplifié, k€	-34,2	-56,3	+16,0	-42,0
Cash fin de mois sans levée, k€	13,4	-119,2	-90,9	-704,9

Source : 14-Sillage-BP-Tresorerie.xlsx, Hypotheses!B6:B19 et Prevision!A5:N28. Cas prudent recalculé indépendamment en utilisant 1,5 % de croissance.

Sources 14-Sillage-BP-Tresorerie.xlsx 04-Sillage-Business-Plan.pdf

12

Trésorerie, financement et scénarios de perte

Le pont de trésorerie historique est exact : 776 k€ fin mai moins 48 k€ en juin, 52 k€ en juillet et 56 k€ en août donnent 620 k€ fin août. Le burn moyen est de 52 k€ et l'autonomie statique de 11,9 mois. La dette résiduelle de 100 k€ ramène la trésorerie nette de dette à 520 k€, sans retirer automatiquement ces 100 k€ des disponibilités utilisées dans le runway puisque le service de dette est déjà modélisé. Source : 03-Sillage-Tresorerie.pdf, page 1.

Le premier mois prévisionnel consomme 65,1 k€, soit 25,2 % de plus que le burn historique moyen. Le cas central conserve 13,4 k€ fin août 2027 et devient négatif en septembre ; le prudent devient négatif en juin 2027. Le creux central atteint environ 125,4 k€ de déficit en avril 2028. Ce besoin mathématique minimal n'est pas un montant de levée recommandé : il ne contient aucune marge de sécurité, aucun choc d'encaissement et dépend de l'ensemble des hypothèses favorables du BP. Sources : 03-Sillage-Tresorerie.pdf, page 2 ; 14-Sillage-BP-Tresorerie.xlsx, Prevision!L5:N28.

Le stress Atlas suppose une perte de 24 k€ de MRR à compter de décembre 2026, sans remplacement, puis une croissance du revenu restant au taux du scénario. Les coûts récurrents diminuent de 20 % du revenu perdu ; les autres dépenses sont conservées. Sous croissance centrale, le cash devient négatif en juin 2027

et atteint -641,5 k€ fin août 2028. En combinant perte Atlas et croissance prudente, la rupture intervient en mai 2027 et le déficit final atteint 1,175 M€. Ces scénarios ne sont pas des prévisions de churn, mais mesurent une dépendance économique explicitement présente au dossier.

Une injection purement hypothétique de 2,5 M€ en janvier 2027 couvrirait les déficits modélisés jusqu'en août 2028, même dans le stress combiné, avec environ 1,325 M€ de cash final avant frais du tour et risques omis. Cela montre que le montant recherché peut absorber les scénarios étudiés, sans prouver qu'il est optimal ni disponible. Le BP assimile revenus et encaissements au même mois, alors que la facturation prévoit 30 jours et qu'un encours ancien existe. Un pont de recouvrement, de TVA et de dette est nécessaire ; soustraire mécaniquement les 96 k€ de créances au cash créerait aussi une erreur de raisonnement. Sources : 02-Sillage-Revenus-Cohortes.pdf, page 4 ; 03-Sillage-Tresorerie.pdf, page 3.

La société n'est pas à court de liquidités immédiatement selon les déclarations, mais ne peut attendre l'épuisement du cash pour financer son plan. Le report doit préserver le temps nécessaire à une syndication et s'accompagner d'un plan de dépenses activable en cas de dégradation.

Position financière déclarée

620 k€ de disponibilités et 100 k€ de dette bancaire résiduelle au 31 août 2026.

03-Sillage-Tresorerie.pdf

Financement non acquis

Injection de janvier 2027 paramétrée à zéro.

14-Sillage-BP-Tresorerie.xlsx

Conventions de cash

Encaissement au mois, sans TVA ni variation de BFR ; service de dette agréant intérêts et principal.

14-Sillage-BP-Tresorerie.xlsx

Scénarios de liquidité sans levée

Scénario	Premier mois de cash négatif	Cash août 2027, k€	Cash août 2028, k€
Central, croissance 3 %	Septembre 2027	13,4	-90,9
Prudent, croissance 1,5 %	Juin 2027	-119,2	-704,9
Central et perte Atlas	Juin 2027	-181,7	-641,5
Prudent et perte Atlas	Mai 2027	-302,7	-1 174,8

Calculs à partir de 14-Sillage-BP-Tresorerie.xlsx, Hypotheses!B6:B19, et 05-Sillage-Contrats.pdf, page 1, pour l'échéance Atlas. Les stress Atlas sont des hypothèses d'analyse.

Sources 03-Sillage-Tresorerie.pdf 14-Sillage-BP-Tresorerie.xlsx

Propriété intellectuelle, contrats et données

La chaîne de propriété comporte un point ouvert identifié : l'avenant de cession d'un composant d'intégration développé par un prestataire en 2024 manque. Les contrats salariés sont déclarés signés et les développements logiciels couverts selon le dossier. La réponse du CTO précise que le code externe concerne un seul connecteur, mais ni l'avenant ni le chiffrage de réécriture ne sont disponibles. Sources : 10-Sillage-Juridique-IP.pdf, page 2 ; 11-Sillage-Reponses-Fondateurs.pdf, page 3.

Il serait prématuré de qualifier cette lacune de simple condition administrative. Si le connecteur dessert un compte important, si les droits d'exploitation sont contestables ou si le remplacement est coûteux, le risque affecte revenu, délais et marge. À l'inverse, une cession signée couvrant le composant ou une alternative techniquement et économiquement bornée transformerait le sujet en condition de clôture précise. Le dossier ne permet pas encore d'arbitrer cette matérialité.

Les extraits contractuels distinguent abonnement, prestations et code standard. Atlas ne bénéficie pas d'exclusivité ; le plafond de responsabilité est présenté comme proposé, avec exceptions non détaillées. Les clauses complètes, avenants, engagements de service et régimes des développements spécifiques ne sont pas exhaustivement vérifiés. Source : 05-Sillage-Contrats.pdf, pages 1 à 3.

Le périmètre décrit comprend données techniques et noms d'utilisateurs, hébergement UE, rôles par site, export et sauvegardes. Il ne justifie aucune conclusion de conformité certifiée. Le registre de sous-traitants, l'inventaire de dépendances et les résultats d'isolation doivent être confrontés aux engagements clients. Aucun contrôle industriel temps réel ou usage de données de santé n'est revendiqué ; il n'y a donc pas lieu d'ajouter artificiellement une diligence clinique ou de commande industrielle. Sources : 10-Sillage-Juridique-IP.pdf, page 3 ; 07-Sillage-Produit-Securite.pdf, pages 1 à 3.

Le risque IP peut devenir une condition bornée, mais sa criticité doit d'abord être déterminée. L'absence de litige déclaré et l'hébergement UE ne suffisent pas à conclure à la sécurité juridique ou à la conformité.

Cession manquante

Avenant de cession absent pour un composant d'intégration développé par un prestataire en 2024.

10-Sillage-Juridique-IP.pdf

Périmètre précisé mais non résolu

Un seul connecteur concerné ; avenant recherché et alternative de réécriture à chiffrer.

11-Sillage-Reponses-Fondateurs.pdf

Contrats incomplets

Exhaustivité des contrats et avenants restant à vérifier ; prestations distinctes du MRR.

05-Sillage-Contrats.pdf

Sources 10-Sillage-Juridique-IP.pdf 11-Sillage-Reponses-Fondateurs.pdf 05-Sillage-Contrats.pdf

Valorisation, dilution et décision d'investissement

Le tour proposé de 2,5 M€ sur 10 M€ pré-money donne 12,5 M€ post-money. Sur un million de titres entièrement dilués avant tour, le prix théorique est de 10 € et l'émission de 250 000 titres. Le ticket de 1 M€ représente 100 000 titres, soit 8 % avant augmentation du pool. Le solde de 1,5 M€ reste à syndiquer et aucun term sheet ferme n'est fourni. Sources : 09-Sillage-Capital-Tour.pdf, pages 1 à 3 ; 01-Sillage-Deck.pdf, page 12.

Le ratio pré-money/ARR annualisé actuel est de 6,94 fois. Il s'agit d'un ratio de valorisation des fonds propres rapportée au revenu annualisé, pas d'un multiple de valeur d'entreprise ni d'un comparable de marché. Il ne peut être qualifié de bon marché avec les seules pièces disponibles. À revenu instantané réduit de 20 % après perte d'Atlas, ce ratio monterait à 8,68 fois, toutes choses égales par ailleurs. La qualité et la durabilité du revenu sont donc centrales dans l'évaluation du prix.

Le pool de 80 000 titres représente 8 % avant tour mais seulement 6,4 % après l'émission de 250 000 titres. Pour atteindre 10 % après tour par une émission additionnelle postérieure, il faudrait 50 000 titres supplémentaires : $(80\,000 + 50\,000) / (1\,250\,000 + 50\,000) = 10\%$. Le fonds tomberait alors à 7,69 %. Ce scénario explicite n'est pas une modalité négociée ; un complément de pool supporté avant tour peut répartir la dilution autrement. La contradiction apparente entre cible de 8 % et demande de pool doit être résolue par une cap table contractuelle entièrement diluée. Source : 09-Sillage-Capital-Tour.pdf, page 2.

À 8 % de détention et sans dilution ultérieure, un retour brut de 10 fois le ticket de 1 M€ exige 125 M€ de valeur distribuable aux actionnaires à la sortie ; à 7,69 %, environ 130 M€. Ce test ne constitue pas un objectif de sortie ni une valorisation future, mais montre que la rentabilité du fonds demande une société d'une autre échelle que la trajectoire à 2,93 M€ d'ARR en août 2028. Les droits de gouvernance, la préférence 1x non participante et les décisions réservées restent discutés, non acceptés. Source : 09-Sillage-Capital-Tour.pdf, page 3.

La décision est de reporter, avec confiance moyenne. Les incertitudes ne se limitent pas à des formalités : elles portent sur la conservation du premier revenu, l'économie des intégrations et la capacité de distribution. Un report a un sens car des preuves identifiées peuvent modifier ce jugement. Un renouvellement Atlas sain, un pont de ventes corroboré et une marge correctement attribuée pourraient rendre la thèse défendable ; leur dégradation pourrait au contraire justifier de passer ou de réviser substantiellement les termes.

Ne pas engager 1 M€ aux termes actuels. Clarifier la participation après pool et ne réexaminer le prix qu'après résolution des principales incertitudes économiques.

Capital avant tour

1 000 000 titres entièrement dilués : Léa 42 %, Malik 38 %, historiques 12 %, pool 8 %.

09-Sillage-Capital-Tour.pdf

Termes économiques

10 M€ pré-money ; 2,5 M€ levés recherchés ; 8 % pour 1 M€ avant pool additionnel.

09-Sillage-Capital-Tour.pdf

Droits non acceptés

**Gouvernance, information trimestrielle,
préférence 1x non participante et décisions
réservées en discussion.**

09-Sillage-Capital-Tour.pdf

Capital entièrement dilué, scénarios

Actionnaire ou réserve	Avant tour	Après tour sans complément de pool	Après ajout illustratif de 50 000 titres au pool
Léa Garnier	42,00 %	33,60 %	32,31 %
Malik Benali	38,00 %	30,40 %	29,23 %
Investisseurs historiques	12,00 %	9,60 %	9,23 %
Pool salariés	8,00 %	6,40 %	10,00 %
Rivage, ticket hypothétique 1 M€	0,00 %	8,00 %	7,69 %
Autres investisseurs du tour, 1,5 M€ recherchés	0,00 %	12,00 %	11,54 %

Source : 09-Sillage-Capital-Tour.pdf, pages 1 et 2. Dernière colonne calculée, non négociée ; pourcentages arrondis. Aucun investisseur du tour n'est engagé.

Sources 09-Sillage-Capital-Tour.pdf