



# beAngels

Hors Normes – 26 mai 2021



Atelier de valorisation des start-ups

Gauthier van der Elst  
Investment Partner @ **SCALEFUND**

# Objectif de workshop

- Comprendre à quoi sert une valorisation pour les parties
- Fournir les bases des méthodes classiques de valorisation
- Comprendre les limites des méthodes de valorisation classiques et acquérir quelques bons réflexes
- Les pièges à éviter dans une discussion avec des investisseurs

# La valorisation

En théorie:

- Plusieurs méthodes (DCF, DGM, Multiples...)
  - Malheureusement pas toutes adaptées pour les starts-ups

Dans la pratique:

- Quelle part de capital suis-je prêt à ouvrir pour financer ma croissance à ce stade ? Bien cibler les besoins pour atteindre la prochaine étape.
- Dans l'intérêt des deux parties, la valorisation doit rester « dans le marché »
  - La rencontre de l'offre et de la demande

# Les variables qualitatives pouvant influencer la valeur

- Importance du **marché** potentiel
- Degré d'innovation
- Stade de maturité de l'entreprise
- Agressivité de la **concurrence**
- Importance des barrières à l'entrée
- Qualité de la **propriété intellectuelle** (brevet et/ou secret de fabrication)
- Durée du cycle de vente
- Chiffre d'affaire existant
- Clients récurrents payants (**MRR...**)
- **Equipe** (qualité des partenaires déjà impliqués) et **structuration de actionnariat**
- Argent déjà investi
- **Importance du financement** total recherché
- **Liquidité** de l'investissement

# L'importance d'une valorisation correcte

- Une juste valorisation favorise l'alignement des intérêts de toutes les parties prenantes à l'opération !
- Quelles peuvent être les conséquences d'une **sous-évaluation** :
  - Perte de motivation des fondateurs
  - Peu de marge de manœuvre pour les tours de table suivants et risque de dilution important (accompagné d'une perte de contrôle)
- Quelles peuvent être les conséquences d'une **sur-évaluation** :
  - Difficulté de lever des fonds dans les tours suivants
  - Davantage de risque de « down round »
  - Peut être symptomatique d'un déséquilibre entre les fondateurs et les investisseurs dès le départ

# Valorisation « pré » VS « post » money

La valeur, dite « **pré-money** », d'une entreprise est sa valeur estimée aujourd'hui avant l'augmentation de capital

La valeur, dite « **post-money** », d'une entreprise équivaut à la valeur « pré-money » augmentée du nouvel apport financier

**Valorisation post-money = valorisation pré-money + investissements**

$$2.000.000 = 1.500.000 + 500.000$$

**Part de l'investissement = investissements / valorisation post-money**

$$25\% = 500.000 / 2.000.000$$

# Difficultés d'une valorisation « pré-money » pour une startup

- Pas d'historique
- Hypothèse non vérifiable
  - Retard en « go-to-market »?
  - Cycle de vente long ?
  - Mauvaise estimation des coûts ?
  - Réaction du marché ?
  - Réaction des concurrents ?
  - ....

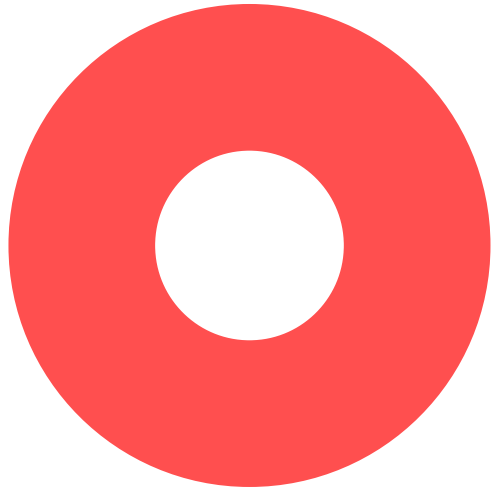
# Origines des écarts de valorisations

- L'entrée de nouveaux actionnaires dans le capital peut faire craindre une perte de contrôle à l'entrepreneur
  - Séparation entre contrôle et propriété
- Chaque partie prenante perçoit le marché, la société et son potentiel en fonction de son background/ expérience et des informations en sa position
  - Asymétrie d'information

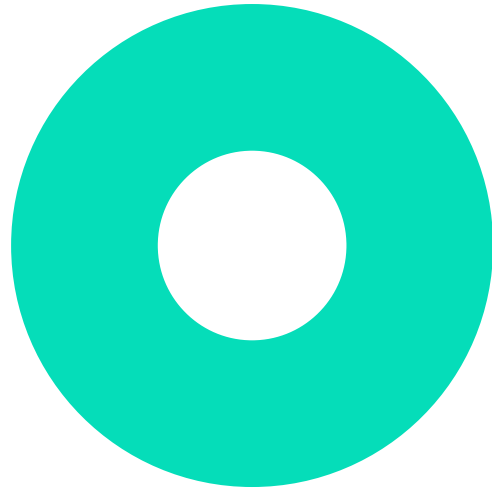
—————→ **Valorisation subjective** ←————

- Repenser la valorisation
  - Aligner les intérêts
  - Partager l'information





# Méthodes de valorisation classiques



# La méthode des multiples

Certains chiffres clés peuvent servir de base aux calculs par les multiples :

Chiffre d'affaires, EBIT, EBITDA, Bénéfice net (P/E), MRR...

C'est l'**EBITDA** qui est le plus souvent utilisé parce qu'il représente le mieux la capacité de financement de l'entreprise.

La fourchette de multiples de l'EBITDA est assez large (4 à 15).

**Attention** : le calcul fourni la valeur de l'entreprise (EV). Pour la valeur de rachat des parts il faut calculer l'ajustement suivant :

**Valeur des parts = EV + CASH – DETTES**

# La méthode des multiples (2)

- Qu'est-ce qui peut faire varier le multiple d'une entreprise à l'autre ?
  - **Le secteur de l'entreprise est primordial :**
    - Secteur très compétitif >< secteur de croissance
  - Mais aussi:
    - Non-cotée en bourse <> coté en bourse (liquidité du titre)
    - Volatilité des résultats (on peut prendre la moyenne des 3 dernières années)
    - Plus tous les facteurs qualitatifs déjà cités

Exemple :

Source	Price/ Earnings	Price/ Sales	Price/ Cash Flow	Price/ Book
<b>Société X 2023 (K€)</b>	634	1 566	656	1 368
<b>Ratios du marché</b>	41,56	3,96	21,68	4,29
<b>Valeur future de la société X en 2023 (K€)</b>	26 362	6 201	14 218	5 869

<b>Valeur retenue (moyenne des deux valorisations les plus faibles)</b>	<b>6 035 K€</b>
---	-----------------

# L'actif net réévalué

Prendre chaque poste du bilan (actif et passif) et le réévaluer à sa valeur de marché

- Quelques exemples :
  - Un immeuble qui a été amorti depuis plusieurs années <> valeur de marché
  - Les actifs immatériels sont souvent mis à zéro par les acheteurs mais quid des brevets, secrets et méthodes?
  - Les créances doivent être analysées pour identifier ce qui ne sera jamais payé.
  - Les stocks doivent faire l'objet d'une attention toute particulière (visite physique)

Attention aux engagements hors-bilan \* !

\*le hors bilan correspond aux comptes d'engagement qui enregistrent des droits et obligations susceptibles de modifier le montant ou la consistance du patrimoine d'une entreprise.

# Approche par les coûts

- La méthode des multiples est souvent peu utilisée pour une start-up (hors SaaS) car les chiffres sur lesquels on se base (CA, EBITDA) sont souvent peu significatifs.
- Idem pour l'actif net réévalué car le bilan d'une start-up est rarement riche de patrimoine.
- La méthode des coûts peut aider à donner un ordre de grandeur :
  - Combien d'argent a déjà été dépensé pour arriver aux résultats obtenus?  
(ex. budget de recherche, heures de travail)
  - Les résultats obtenus sont-ils au-dessus ou en-dessous de la moyenne des attentes a priori?
  - Si certaines étapes ont déjà été franchies (stade de développement d'un médicament, software au stade de l'utilisation, prototype validé), on peut utiliser la prime de risque inversée (cfr. Wacc inversé). Le projet est « dé-risqué » par rapport au fait d'en relancer un nouveau en repartant de ZERO.

# Flux de cash actualisés (DCF)

La valeur pré-money = futurs flux de cash disponibles actualisés

- **Step 1** : Déterminer les flux de cash futurs
- **Step 2** : Calculer le taux d'actualisation
- **Step 3**: Calculer la valeur terminale
  - Modèle de croissance
  - Modèle des multiples
- **Steph 4**: Actualiser la valeur terminale et les flux de cash

# Discounted cash flow (DCF)

$$1. \quad CF_t = EBIT_t * (1 - \tau) + DEPR_t - CAPEX - \Delta WK_t$$

$$2. \quad PV_{WACC} = \frac{CF_1}{(1+r_{WACC})} + \frac{CF_2}{(1+r_{WACC})^2} + \dots + \frac{TV}{(1+r_{WACC})^T}$$

$$3. \quad TV_m = CF_T * multiple$$

$$TV_g = \frac{(1+g)CF_T}{r_{WACC} - g}$$

- **CF** = Cash flow
- **EBIT** = Earnings before interest & tax
- **Depreciation** = amortissements
- **CAPEX** = Capital expenditures
- **t** = Tax rate

- **WK** = Working Capital
- **PV** = Present value
- **TV** = terminal value
- **g** = growth rate
- **WACC** = Weighted average cost of capital

# Discounted cash flow (DCF)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	
<b>Unlevered Discounted Cash Flow</b>	Past/Present <--		--> Future Projections				
Periods (years)	0	1	2	3	4	5	nth year
EBITDA	(375,628)	(535,209)	(578,844)	530,419	9,976,396	12,750,432	
- D&A	96,632	205,075	306,379	410,350	512,992	523,417	
EBIT	(472,260)	(740,284)	(885,223)	120,069	9,463,404	12,227,015	
- Taxes	-	-	-	36,021	2,839,021	3,668,104	
NOPAT	(472,260)	(740,284)	(885,223)	84,049	6,624,383	8,558,910	
+ D&A	96,632	205,075	306,379	410,350	512,992	523,417	
- Δ in net working Capital	10,134	57,155	81,236	229,928	1,627,903	479,196	
- Cap Ex	220,160	538,381	501,188	515,519	519,464	546,032	
Unlevered FCF	(605,922)	(1,130,745)	(1,161,268)	(251,048)	4,990,008	8,057,099	29,241,900
Discount factor	1.0	1.3	1.7	2.2	2.9	3.8	3.8215
Discount Unlevered FCF	(605,922)	(864,806)	(679,268)	(112,310)	1,707,334	2,108,387	7,652,039
<b>Enterprise Value</b>	<b>9,811,375</b>						
<b>Debt (-)</b>	<b>75,000</b>						
<b>Future capital increase (-)</b>	<b>2,200,000</b>						
<b>Cash position (+)</b>	<b>450,000</b>						
<b>Loss brought forward included (+)</b>	<b>2,095,828</b>						
<b>Equity value</b>	<b>10,082,203</b>						
Outstanding shares	6,725						
Price per share (€)	1,459						

90%



# WACC ou CMPC

$$\text{WACC} = \frac{E * k_E + D * k_D}{E + D}$$

Exemple : soit une entreprise dont le capital est composé à 60 % de fonds propres et à 40 % de dettes financières (en valeur de marché). Si le rendement exigé par les actionnaires est de 15 % et l'intérêt de l'emprunt de 6 %, alors le coût du capital est de  $15 \% \times 0,6 + 6 \% \times 0,4 = 11,40 \%$ .

- E = fonds propres ;
- D = dette;
- k E = coût des fonds propres ;
- k D = coût de la dette;

**CMPC Coût Moyen Pondéré des Capitaux**

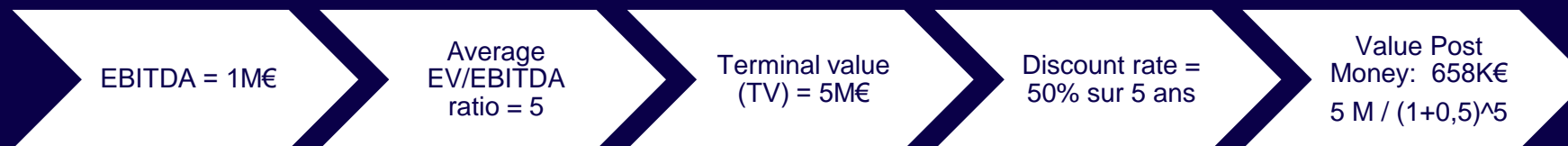
**WACC Weighted Average Cost of Capital**

# Avantages et inconvénients de la méthode DCF

- Pour les **entrepreneurs**
  - (+) Méthode la plus concrète
  - (-) Sensibilité aux hypothèses
- Pour les **investisseurs**
  - (+) Permet de challenger les hypothèses du Business Plan
  - (-) Sensibilité aux hypothèses

# Venture Capital Method

- **Step 1** : Définir L'EBITDA au temps de l'exit
- **Step 2** : Trouver des entreprises comparables et calculer le ratio EV/ EBITDA moyen
- **Step 3** : Multiplier L'EBITDA par le ratio
- **Step 4** : Appliquer un taux d'actualisation pour avoir la valeur (pré-money) actuelle
- **Step 5** : Diviser par le ROI pour avoir la valeur (post-money) actuelle

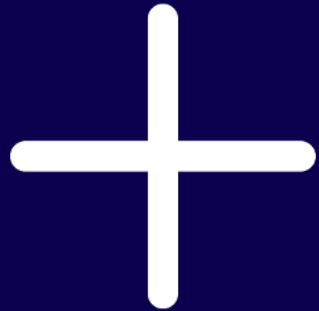


$$TV_m = CF_T * multiple$$

$$\frac{TV}{(1+r_{WACC})^T}$$

NB: EV (Enterprise value) = Equity Value + Net Debt (+ cash - debt)

# Avantages et inconvénients des méthodes financières



- ✓ La La logique derrière est fondamentale pour aligner les intérêts des différentes parties
- ✓ La méthode VC permet d'avoir un aperçu rapide
- ✓ Analyse de sensibilité et scénarios multiples possibles



- x Elles dépendent d'hypothèses non vérifiables, hautement incertaines et lointaines
- x Le discount rate est compliqué à calculer de manière objective et peut mener à de longues discussions
- x Ne prend pas en compte les rounds intermédiaires

In fine, la valorisation est un compromis des différentes méthodes, des arguments avancés par chacune des parties.



LOI DE L'OFFRE ET DE LA DEMANDE

# La valorisation : pièges à éviter

## **X Valoriser votre société uniquement sur base de vos flux financiers futurs**

- ✓ Considérez des sociétés comparables en termes de stade de développement, localisation, industrie, "exit", etc. pour défendre votre valorisation.

## **X Présenter une valeur unique, rigide et sans argument**

- ✓ Parlez des hypothèses qui vous amènent à cette valeur (historique d'activité, traction de marché, lettres d'intention pour le produit fini, etc.). Soyez également souple quant à un changement éventuel de valeur car les investisseurs auront souvent des informations supplémentaires à partager sur base de leur expérience.

## **X Se focaliser uniquement sur le pourcentage de parts à garder**

- ✓ Valoriser trop haut pour récupérer quelques % peut mettre en péril les chances de futures levées de fonds au moment où vous en aurez le plus besoin (soutenir la croissance ou rattraper des résultats décevants). Si les résultats ne sont pas à la hauteur des espérances et que la première valorisation était trop élevée, la nouvelle levée de fonds risque de se faire à une valorisation plus basse, ce qui multiplie les chances d'échec.

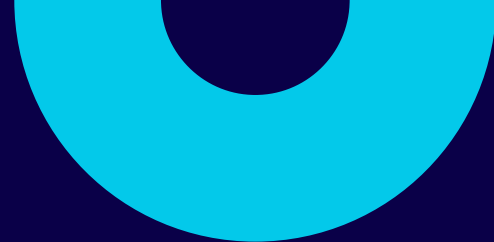
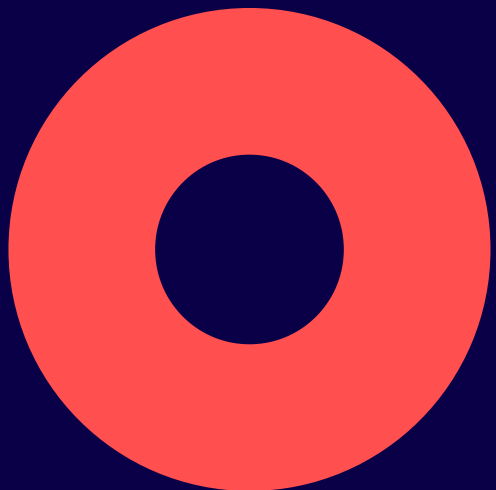
# La valorisation : pièges à éviter (2)

## **X Survaloriser pour pouvoir lever plus en cas de besoins conséquents**

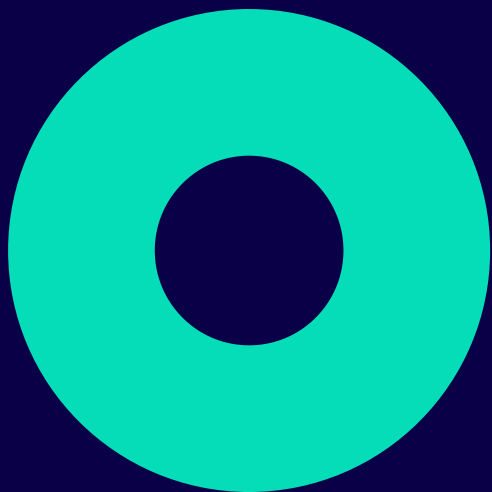
- ✓ En cas de besoins financiers plus conséquents, mieux vaut réduire les fonds nécessaires en découpant le projet par paliers (milestones). Ceci vous permettra de réduire la valorisation sans vous diluer davantage. De plus, chaque milestone atteint vous permettra de justifier une valorisation plus élevée pour la levée suivante.

## **X Considérer un investissement de business angel et/ou de fonds comme un simple apport financier**

- ✓ En moyenne, les Business Angels/fonds prennent une participation avoisinant les 25% dans le capital car il ne sont une source de valeur ajoutée que si leur participation est suffisamment importante que pour le leur permettre. Une valorisation trop importante risque donc de les freiner puisqu'ils ne percevront pas la valeur ajoutée qu'ils peuvent apporter à votre projet si leur participation dans celui-ci est trop minoritaire.



beAngels



info@beangels.be  
www.beangels.be

