



Chauffeur Privé, l'un des géants des applications VTC, a été acquis par le groupe Daimler fin 2017.

## L'évaluation cherche ses repères dans le secteur du numérique

Les méthodes traditionnelles cèdent le pas à la réflexion stratégique.

PAR FLORENT LE QUINTREC

+ EMAIL [flequintrec@agefi.fr](mailto:flequintrec@agefi.fr)

PLUS SUR LE SITE WEB [www.agefi.fr](http://www.agefi.fr)

**Snap, Spotify,** Dropbox introduits en Bourse à New York, Zenly racheté par Snap, Chauffeur Privé acquis par Daimler... Ces opérations médiatisées ces derniers mois concernent toutes des entreprises du numérique. Si les valorisations obtenues ont été généreuses, leur détermination n'a, semble-t-il, pas été aisée.

D'ordinaire, trois méthodes d'évaluation sont utilisées par les professionnels de la transaction : les *discounted cash flows* (DCF), consistant à actualiser les flux de trésorerie disponibles en utilisant comme taux d'actualisation le coût du capital; les comparables, reposant sur l'application à l'entreprise étudiée de multiples de valorisation constatés pour d'autres sociétés aux secteur et profil similaires; et l'inventaire, où la société est valorisée actif par actif.

Mais dans le secteur du numérique, ces méthodes traditionnelles ne s'appliquent pas si facilement. « *Le numérique exacerbe toutes les difficultés qu'on rencontre dans les entreprises classiques*, avertit François Meunier, économiste et professeur à l'ENSAE Paris Tech. *Les incertitudes sont plus grandes, l'immatériel plus important, et les scénarios de succès ou d'échecs*

plus tranchés. L'évaluateur doit donc avoir une discipline beaucoup plus forte. » Alors qu'un évaluateur a tendance à établir des scénarios sur la base de business plans en année un, deux, trois, etc., afin de calculer une valeur terminale, cette pratique ne peut s'appliquer aux entreprises du numérique dont la trajectoire est plus difficile à prévoir. « Il faut d'abord comprendre où sera la société dans trois ou quatre ans, donc avoir une vraie réflexion sur la stratégie de l'entreprise », poursuit François Meunier.

## VALEUR VERSUS PRIX

**Objectif :** établir la valeur fondamentale de l'entreprise. « On dit souvent qu'il ne faut pas confondre prix et valeur, rappelle Jean-Florent Rérolle, managing director chez Morrow Sodali. Le prix résulte d'une transaction, c'est une approche objective. La valeur fondamentale est plus subjective ; elle est indépendante de toute transaction. Le prix sera supérieur ou inférieur à la valeur en fonction du sentiment dominant des investisseurs. » Dans l'analyse fondamentale, la valeur d'une entreprise vient de sa capacité à créer et préserver des avantages concurrentiels, ce que Warren Buffett appelle le « moat » (douve permettant de protéger un château). Un élément complexe à appréhender dans le numérique, où les innovations de rupture sont permanentes. « Pour une entreprise numérique évoluant continuellement, il faut déterminer comment elle créera ces avantages, donc travailler sur le narratif et le pari stratégique plutôt que sur des chiffres, avec une analyse poussée de la qualité du management, comme le font les VC (venture capitalists) », détaille Jean-Florent Rérolle.

La valeur fondamentale est plus simple à déterminer pour une entreprise stable, comme Facebook, en gardant à l'esprit que ses avantages concurrentiels ne sont pas éternels, alors que pour une entreprise comme Spotify dont le business model est encore en cours d'élaboration, il faut se contenter du prix résultant du momentum autour de la société.

Quand l'entreprise ne gagne pas encore d'argent, la méthode des DCF n'est pas pertinente. « Les DCF sont généralement utilisés lorsqu'il est possible de lire l'avenir de l'entreprise quel que soit le secteur, y compris le numérique. Mais pour une start-up qui n'a pas encore d'historique de performance et dont le business plan est difficilement lisible, c'est inadapté », explique Nicolas Ibanez, associé

LA PAROLE  
À...

**BENOIST GROSSMANN**, managing partner d'Idinvest Partners

## « Une start-up numérique est valorisée en fonction de sa levée de fonds »

**Comment le capital-risque valorise une start-up numérique ?**

En série A, B ou C, on ne se base pas sur la valeur absolue de l'entreprise mais on tient davantage compte de la dilution des fondateurs. Par exemple, une entreprise numérique va chercher à lever tant de millions d'euros pour ouvrir son capital à hauteur de 20% à 30%. On valorise donc la société en fonction de sa levée de fonds et du capital cédé, ce qui est un peu aberrant économiquement.



TRI visé à la fin de l'investissement. Mais tout dépend de la compétition. Si on évalue une société 100 mais que d'autres sont prêts à payer 150, la société sera vendue 150.

**Et au moment de la sortie ?**

Pour un *corporate*, la valeur stratégique n'est pas liée à un multiple d'Ebitda.

C'est l'exemple de Zenly racheté par Snap pour 300 millions de dollars alors qu'aucun modèle de revenu n'avait encore été établi. Mais c'était stratégique pour Snap qui a racheté l'équipe, la technologie et un début de base d'utilisateurs. A une époque, Facebook voulait aussi racheter Snap pour 3 milliards alors que l'entreprise n'avait pas de chiffre d'affaires mais elle souhaitait acheter un public jeune. Le *corporate* achète donc forcément au-delà de la valeur intrinsèque. En Bourse, c'est différent. S'il n'y a pas de référentiel, la foi du VC (*venture capitalist*) qui introduit l'entreprise fait la valorisation.

**Les méthodes traditionnelles ne peuvent-elles pas s'appliquer à ces sociétés ?**

Nous n'utilisons jamais la méthode des DCF (*discounted cash flows*) car l'entreprise ne gagne pas d'argent et est souvent loin d'en gagner. On ne peut donc pas faire de DCF sur des *business plan* volatiles. La méthode des multiples de comparables est plus appropriée. On l'adapte en fonction du

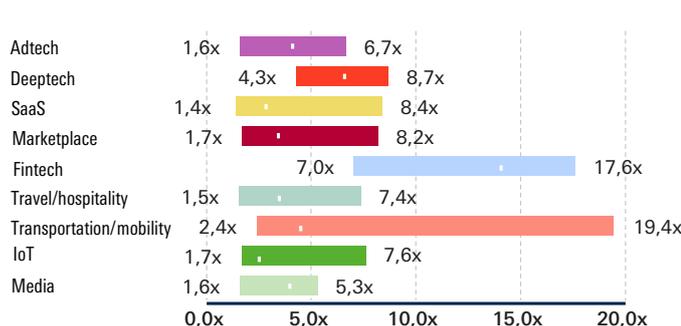
chez Largillière Finance. Même en cas de bénéfices, les DCF s'appliquent difficilement. « Si une entreprise numérique double son bénéfice chaque année, il est difficile de croire que cela durera éternellement donc les DCF ne sont pas pertinents par rapport à une entreprise aux cash flows stables », estime Michael Azencot, associé chez Cambon Partners.

Reste alors la méthode des comparables, applicable au secteur mais non dénuée d'écueils pour autant. « Les comparables sont possibles seulement si une société identique existe. Par exemple, Spotify étant coté, on peut valoriser Deezer. Pour Snap, c'était assez facile puisqu'il y avait plusieurs comparables, souligne François Meunier. Le problème de cette méthode pour les start-up est que le risque d'échec reste élevé et qu'il y a très peu d'objets comparables. »

Dans ce secteur à forte croissance, les multiples sont généralement bien plus élevés que dans les secteurs plus classiques, en dépit du risque. « Comme ces jeunes sociétés vendent beaucoup de promesses, la culture de l'earn out (complément de prix lié à l'atteinte d'objectifs) s'est fortement développée dans les transactions », observe Michael Azencot. ■

## DISPARITÉ

Multiples de transactions des entreprises technologiques (valeur d'entreprise sur chiffre d'affaires des 12 derniers mois)



SOURCE : TECH EXIT TRANSACTIONS MULTIPLES - EUROPE 2016 EDITION, AVOLTA PARTNERS