



**ESSEC Global BBA
BBA Dissertation**

Par Ghali BENKIRANE

2020/2021:

Directeur de mémoire : Makram Bellalah

***Mémoire de Bachelor – Enjeux et méthodes de valorisation des
startups***

REMERCIEMENTS

Je tiens tout d'abord à remercier mon directeur de mémoire, Monsieur Makram Bellalah de l'ESSEC Business School, pour son temps et ses conseils tout au long de cette année de travail de recherche intense.

Monsieur Bellalah a toujours été disponible lorsque j'avais des questions sur mon travail de recherche, et compréhensif lorsque j'ai rencontré des difficultés ou des doutes. Son soutien et ses conseils ont véritablement contribué à la bonne réalisation de mon mémoire de fin d'études.

Je tiens également à témoigner de ma gratitude auprès du professeur Naaguesh Appadu de la Cass Business School de Londres pour son cours de fusions acquisitions très dynamique et enrichissant. Il était passionné par ce qu'il enseignait et toujours prêt à répondre à nos interrogations. Son cours m'a considérablement aidé à surmonter les difficultés majeures que j'ai rencontrées lors de la réalisation de ce travail.

J'adresse également mes remerciements les plus chaleureux au département des mémoires de l'ESSEC Business School pour tous les contenus et outils qui ont été mis à notre disposition. Cela m'a grandement aidé à collecter et analyser mes données, ainsi qu'à rédiger mon mémoire final.

Je remercie également toutes les personnes qui ont accepté de participer à mes entretiens ou enquêtes, sans lesquelles il aurait été difficile de mener à bien mes recherches, notamment Monsieur Jean Joly, fondateur de la boutique de fusions-acquisitions 2J Finance au sein de laquelle j'ai réalisé mon stage de fin d'études et où j'ai eu l'occasion de travailler sur de nombreuses opérations de cessions ainsi que des levées de fonds de startups.

Enfin, je tiens à remercier ma famille et mes amis pour leur soutien et leurs encouragements permanents.

Question de recherche :

Dans quelles mesures les méthodes de valorisation actuelles surestiment la valeur des startups compte-tenu de la conjoncture économique particulière d'aujourd'hui ?

TABLE DES MATIERES

<i>Remerciements</i>	2
<i>Table des figures</i>	5
<i>Executive Summary</i>	6
<i>Introduction et contexte</i>	7
Éléments de contexte	7
<i>Revue de littérature</i>	11
1. Les méthodes de valorisation classiques	11
1.1. Les méthodes de valorisation intrinsèques (par actualisation)	11
1.2. Les méthodes de valorisations par comparables	17
2. Le cas des start-ups	24
2.1. Méthodes de valorisation utilisés pour les start-ups	24
2.2. Étude de cas	27
2.3. Les signes d'un phénomène de survalorisations	37
3. Remédier au phénomène de survalorisation des jeunes entreprises	41
3.1. Comment adapter les méthodes classiques aux jeunes entreprises ?	41
4. Données utilisées	46
4.1. Données collectées	46
4.2. Présentation des résultats de l'analyse de données	49
4.3. Discussion des résultats de l'analyse de données	51
Le point de vue des fondateurs de startups.....	51
Le point de vue conseil financier.....	53
<i>Conclusion</i>	57
<i>Bibliographie</i>	59

TABLE DES FIGURES

Figure 1 : Différentes étapes de la vie d'une startup

Figure 2 : Avantages et inconvénients de la méthode des comparables

Figure 3 : Présentation des différents multiples utilisés

Figure 4 : Avantages et inconvénients de la méthode des transactions précédentes

Figure 5 : Évolution de la taille du marché du ridesharing

Figure 6 : Parts de marché du ridesharing

Figure 7 : Montants levés par les compétiteurs directs de Lyft (pre-IPO)

Figure 8 : Analyse du revenu et des inscriptions

Figure 9 : Analyse du nombre de trajets effectués

Figure 10 : Analyse des entreprises comparables de lyft

Figure 11 : Analyse des entreprises comparables de lyft

Figure 12 : Détails du DCF

Figure 13: Hypothèses de calcul de flux de trésorerie

Figure 14 : Montant des opérations de Venture Capital en Europe entre 2007 et 2018

Figure 15 : Montant des levés de fonds par les start-ups françaises entre 2013 et 2019

Figure 16 : Comparaison des opinions des différentes personnes interviewées.

EXECUTIVE SUMMARY

Les valorisations de start-ups représentent le centre névralgique de toute transaction de fusion-acquisition ou levée de fonds : l'entrepreneur, pour qui il s'agit d'une forme de compensation financière est le principal concerné, mais il s'agit aussi ici de l'investisseur pour qui une juste valeur est nécessaire pour tirer profit d'un investissement dans l'entreprise.

Les techniques bien établies telles que le DCF ou la valorisation par les multiples qui existent pour les valorisations d'entreprises matures ne sont pas forcément toujours pertinentes pour les startups si la méthodologie n'est pas adaptée. Pourquoi ? Puisque contrairement aux entreprises matures, où l'activité peut être raisonnablement déterminée à partir des résultats passés, cela est très difficile pour les nouvelles entreprises où le marché est totalement inconnu.

Pour évaluer réellement ces risques, mais aussi le potentiel de création de valeur inhérent aux start-ups, nous devons recourir à des ajustements importants de ces méthodes, pour tenir compte du potentiel de l'entreprise à modifier sa stratégie au fil du temps et à s'adapter aux nouvelles circonstances de marché.

Cependant, ces adaptations complexes ne sont pas souvent utilisées en pratique. Le sujet est donc ici d'analyser en profondeur les techniques de valorisation classiques comme le DCF et les méthodes de multiples et de déterminer quels ajustements permettront d'aboutir à une valorisation précise.

INTRODUCTION ET CONTEXTE

ÉLÉMENTS DE CONTEXTE

La valorisation représente aujourd'hui un élément central de la vie de chaque startup. Une startup est principalement financée en capitaux propres à ses débuts puisque trop risquée pour pouvoir lever de la dette, la question de la valorisation devient donc centrale lors des discussions de levées de fonds.

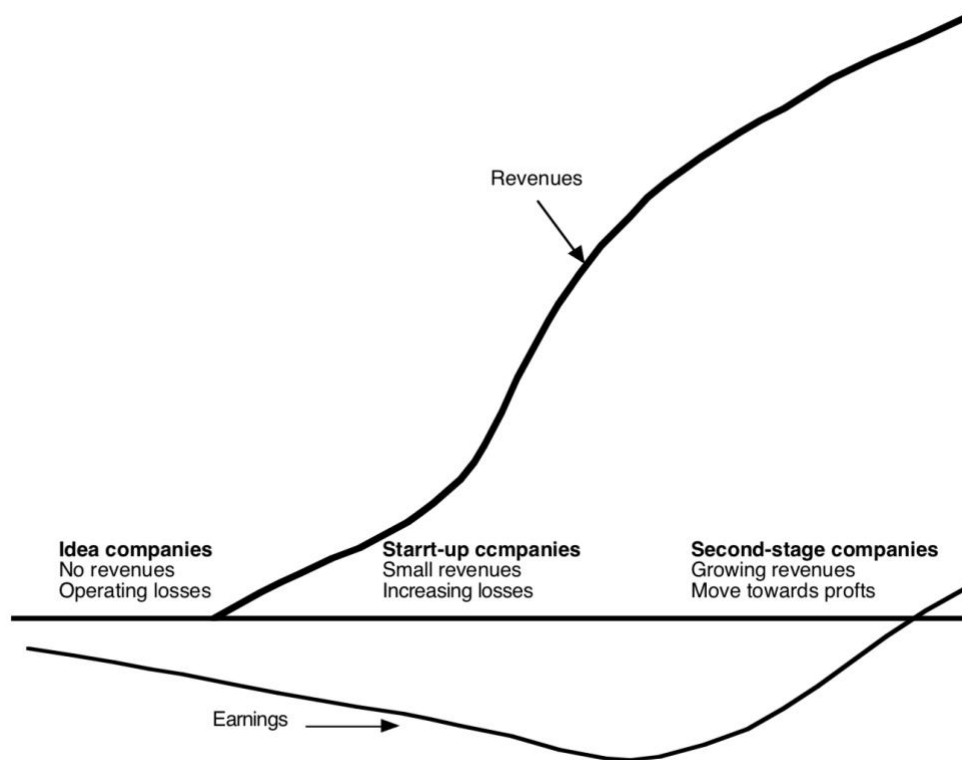


Figure 1 : Différentes étapes de la vie d'une startup

Le nombre de licornes dans le monde augmente de façon exponentielle depuis plus d'une décennie, on dénombre aujourd'hui plus de 360 licornes, contre 291 en 2018 et 193 en 2017. C'est dans ce cadre que nous faisons face à un contexte de valorisations de start-ups sans-précédent, un contexte dans lequel plusieurs startups non-rentables sont aujourd'hui évaluées à plusieurs milliards voire dizaines de milliards de dollars. 2019 est l'année de tous les records avec plus d'1,4 milliards d'euros levés par les startups lors des quatre premiers mois de l'année en France représentant une croissance de 72 % par rapport à l'année précédente.

On observe donc un engouement particulier autour des jeunes entreprises, et nombre de questionnements se posent : Que justifie de tels valorisations ? En quoi ces startups sont-elles si intéressantes ? Plusieurs éléments permettent ainsi d'expliquer ces investissements faramineux qui sont fait dans le privé :

- Des taux historiquement au plus bas, permettant ainsi un afflux de liquidités sur le marché profitant directement à l'industrie du capital-risque
- La désaffection pour les marchés boursiers et la montée des investissements non-cotés (moins de contraintes et de régulations pour les jeunes entreprises), entraînant ainsi une chute du nombre de sociétés cotées dans le monde depuis les années 2000 et une augmentation fulgurante des fonds levés par le capital-développement (714 Mds\$ en 2018, soit le troisième plus haut historique après 2017 et 2016, sensiblement supérieur aux records d'avant 2008)
- Un engouement général pour les startups en lien avec les nouvelles technologies et le numérique du fait de leur succès auprès de la nouvelle génération, et donc une volonté de la part des fonds d'investir dans le futur « Facebook » ou « Amazon »

- De nombreuses startups reçoivent des investissements privés dans la période précédant leur introduction en bourse, ce qui permet une survalorisation et une maximisation des gains pour les investisseurs tout en minimisant les risques.

Cela nous amène donc à analyser les méthodes de valorisation de startup, la plupart des méthodes dites « classiques » sont généralement appliquées lors de l'exercice.

La méthode par actualisation des flux de trésorerie étant la plus réputée, elle se divise en deux catégories :

1. L'actualisation des flux de trésorerie opérationnels, communément appelée « Discounted Cash-Flow ou DCF »
2. L'actualisation des dividendes, aussi appelée « Dividend Discounted Model ou DDM »

Notre approche se focalisera principalement sur le DCF et ses limites dans l'utilisation pour de jeunes entreprises puisque le DDM est plutôt utilisé pour des entreprises matures et aussi opérant dans l'industrie des institutions financières (FIG).

Pour porter l'analyse un peu plus loin, on constatera que le DCF consiste à actualiser des flux opérationnels de trésorerie futurs, puis additionner ces flux à une valeur terminale correspondant à la somme des cash-flow à l'infini et notamment obtenue grâce à la méthode de Gordon Shapiro. En somme, ce modèle de valorisation est largement utilisé dans l'industrie de la finance car il permet d'obtenir une valeur basée sur des hypothèses *solides* d'un business plan *challengeé*, or dans le cas des startups, celles-ci sont souvent en perte, ce qui signifie

qu'elles ne génèrent pas ou très peu de cash, l'horizon de visibilité quant au futur de l'entreprise est donc beaucoup plus faible que pour une grande entreprise (GE) ou entreprise de taille intermédiaire (ETI) ce qui remet donc en question toute l'utilisation du DCF pour de jeunes entreprises. De plus, plusieurs éléments du calcul du DCF dépendent de variables souvent très difficiles à définir pour une start-up, c'est par exemple le cas du WACC qui est souvent élevé du fait du risque important de faillite de l'entreprise. Un changement infime des hypothèses prises en compte lors de l'élaboration du business changera considérablement l'output de la valorisation puisque les variables sont beaucoup plus sensibles que lors de l'application du model dans le cadre de la valorisation d'une GE ou ETI.

Certaines jeunes entreprises profitent donc de la conjoncture particulière pour atteindre des valorisations faramineuses, difficilement explicables par les méthodes de valorisation classique. On peut bien évidemment citer Uber, valorisée entre 90 et 100 Md\$ avant son introduction en bourse (avril 2019) et pourtant ne générant pas de bénéfice, ou encore Pinterest, Lyft, Slack, Wework et bien d'autres licornes qui se permettent des introductions en bourse tandis qu'ils sont toujours en perte.

Si ces jeunes entreprises en perte bénéficient d'un tel engouement et de valorisations si élevées, c'est tout simplement dû au fait que celles-ci vendent un business plan aux investisseurs, une promesse de croissance continue et rapide qui permettrait de devenir rentable dans un futur proche. L'objectif de ce travail de recherche sera de démontrer que dans certains cas, du fait de la conjoncture économique particulière et d'une probable bulle spéculative autour des start-ups, certaines jeunes entreprises sont surévaluées. Il adviendra par conséquent de mener une