



Raymond Chabot
Grant Thornton

L'instinct de la croissance^{MC}

SURVOL D'ÉVALUATION D'ENTREPRISES

**MEILLEURES PRATIQUES
D'ÉVALUATION
DE LA VALEUR MARCHANDE DES
PME CRÉATIVES**

Patrick Ouimet, CPA, CA, CBV/ÉÉE, CFF



Décembre 2018

L'évaluation d'entreprises

L'évaluation d'entreprises est un art et non une science.

Et si elle est une science, elle en est une bien relative.

L'évaluation d'entreprises

PRINCIPES DE BASE

L'évaluation d'entreprises

La valeur d'une entreprise ou d'un actif repose sur 3 composantes:

- 1- L'expectative de gain (le montant d'argent à réaliser)*
- 2- Le moment de réalisation dans le temps*
- 3- La probabilité de matérialisation du gain (rendement en fonction du risque)*

Ce qui rend l'évaluation d'entreprise en partie subjective:

Chaque investisseur jugera différemment ces trois éléments

L'évaluation d'entreprises – Principes de base

Principe #1

La valeur est fonction de l'expectative de flux monétaires FUTURS



L'évaluation d'entreprises – Principes de base

Principe #2

La valeur est à une date spécifique dans le temps

EXEMPLE: Blackberry a perdu 90 % de sa valeur en dedans de 3 ans (2010 à 2013) et de 66 % entre 2011 et 2012.

Principe #3

Relation en risque et rendement

Plus le risque d'atteinte des flux monétaires est élevé, plus le rendement exigé devrait être élevé...

L'évaluation d'entreprises – EXEMPLE

Qui remportera la Coupe Stanley (en date du 2 décembre 2018)

Tampa Bay	5,75
Toronto	5,75
Nashville	6,50
Montréal	33,00
Caroline	33,00
Vancouver	55,00
Ottawa	125,00
Détroit	125,00

*Tiré du site de paris
sportifs Mise-O-jeu*

L'évaluation d'entreprises – Principes de base

Principe #4

Seul le goodwill commercial (transférable) à de la valeur. Le goodwill dit personnel est non transférable.

Principe #5

La valeur d'une participation minoritaire peut être moindre que la valeur d'une participation minoritaire sur une base proportionnelle « en bloc ».

« ...une prime de 105 % par rapport à la valeur moyenne de l'action à la Bourse de Toronto dans les 30 derniers jours (11,68 \$). »



L'évaluation d'entreprises – Principes de base

Principe #6

La valeur d'un actif est influencé par sa liquidité

Principe #7

Le marché dicte le taux de rendement

Principe #8

La valeur d'une entreprise peut être influencée par son niveau d'actif corporel net

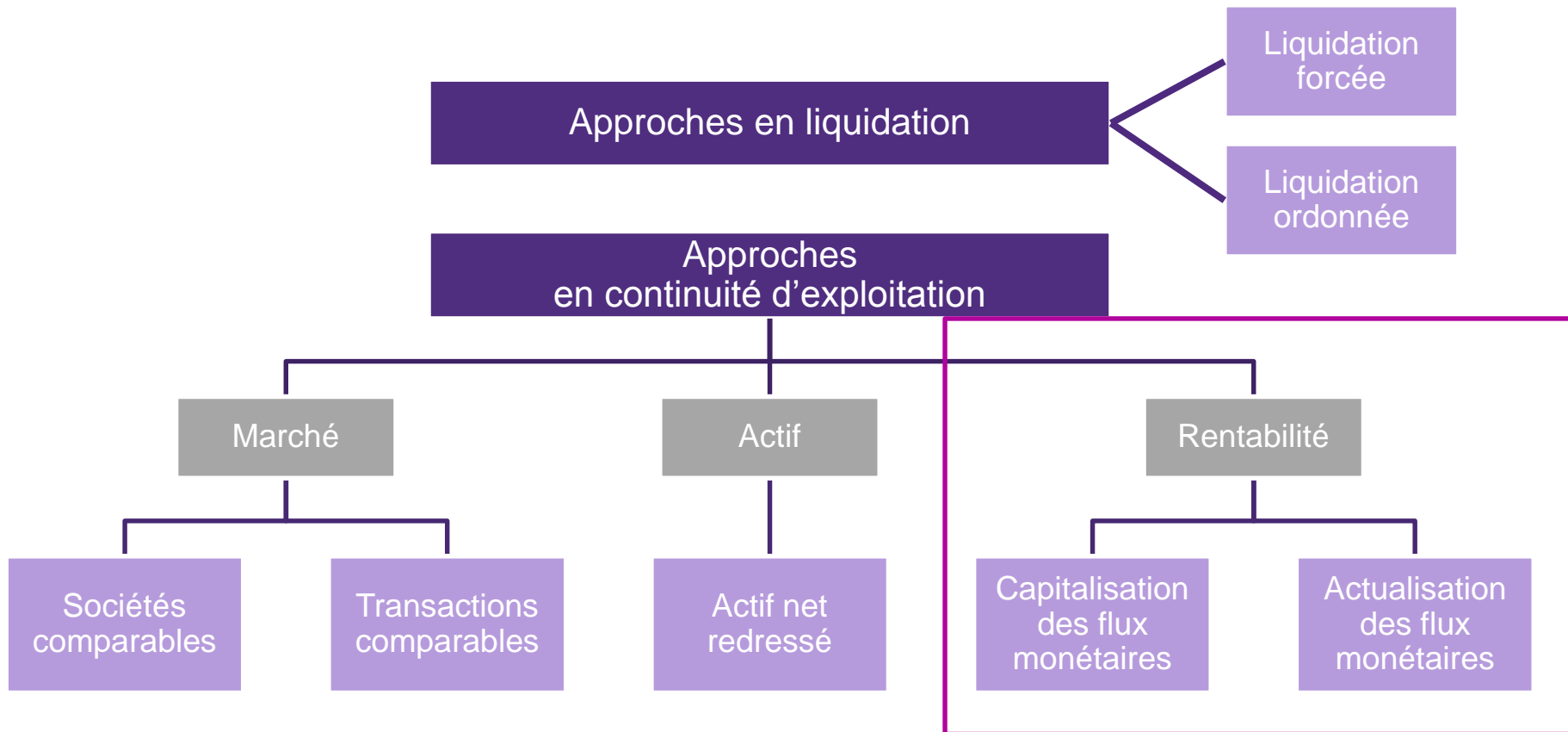
Principe #9

La valeur est fonction du risque de l'investissement et non de l'investisseur

Méthodologies d'évaluation Sociétés en démarrage et en croissance

Approches et méthodes d'évaluation

- L'aspect unique de chaque entreprise et de chaque contexte d'évaluation requiert de choisir l'approche et la méthode qui seront les plus adéquates.



Méthodes les plus couramment utilisées - Capitalisation

Un exemple de la relation rendement/risque – Obligation d'épargne du Canada

Rendement annuel	30 \$
Rendement requis	3%
Multiple implicite (1/ taux)	33,33
30 \$ X 33,33	<u>1 000 \$</u>

Donc nous sommes prêts à investir 1 000 \$ à 3 % pour une obligation d'épargne du gouvernement

Méthodes les plus couramment utilisées

La méthode la plus utilisée dans l'évaluation de sociétés en croissance ou en pré-commercialisation est la **méthode de l'actualisation des flux monétaires**. Compte tenu que la valeur repose sur le potentiel de génération de flux monétaires futurs, c'est l'unique méthode pouvant capturer cette projection de rentabilité future.

Les investisseurs vont également considérer des transactions comparables en fonction d'investissements passés de leur part ou d'autres firme de capital de risque pour des sociétés similaires au même stade de développement.

Méthodes les plus couramment utilisées

Méthode de l'actualisation des flux monétaires – un exemple

	PROJECTIONS					Valeur Résiduelle
	30-09-2016	30-09-2017	30-09-2018	30-09-2019	30-09-2020	
	\$	\$	\$	\$	\$	\$
CHIFFRE D'AFFAIRES (annexe 2.5)	2 300 000	2 600 000	3 000 000	3 500 000	4 000 000	4 080 000
BAIIA	160 000	400 000	550 000	675 000	800 000	816 000
Moins: Impôts sur les bénéfices à 26,50%	(42 400)	(106 000)	(145 750)	(178 875)	(212 000)	(216 240)
FLUX MONÉTAIRES D'EXPLOITATION	117 600	294 000	404 250	496 125	588 000	599 760
Moins: Investissement en immobilisations, net des économies d'impôts y afférentes	(1 000 000)	(15 000)	(15 000)	(15 000)	(15 000)	
Moins: Réinvestissement annuel en immobilisations, net des économies d'impôts y afférentes						(100 000)
Moins: Investissement en fonds de roulement	(175 000)	(15 000)	(6 000)	(100 000)	(200 000)	
FLUX MONÉTAIRES DISCRÉTIONNAIRES	(1 057 400)	264 000	383 250	381 125	373 000	499 760
Multiple de la valeur résiduelle						5,6
Valeur capitalisée de la valeur résiduelle						2 798 656
Période d'actualisation	0,5	1,50	2,50	3,50	4,50	4,50
Facteur d'actualisation @ 19,95%	0,9131	0,7612	0,6346	0,5291	0,4411	0,4411
VALEUR ACTUALISÉE DES FLUX MONÉTAIRES DISCRÉTIONNAIRES	(965 471)	200 957	243 210	201 635	164 516	1 234 379
Plus: Valeur actualisée des économies d'impôts liées à la fraction non amortie du coût en capital à la Date d'évaluation	101 000					
VALEUR DE L'ENTREPRISE TOTALE	1 180 226					
Plus: Juste valeur marchande des éléments d'actif excédentaires	500 000					
Moins: Dettes nettes portant intérêt à la Date d'évaluation	(790 000)					
ESTIMATION DE LA JUSTE VALEUR MARCHANDE DE L'ENSEMBLE DES ACTIONS ÉMISES ET EN CIRCULATION	890 226					
ARRONDIE À	900 000					

Actualisation des revenus

L'utilisation d'un multiple de sortie sur les revenus est de plus en plus utilisée.

Ceci permet de faire abstraction des frais importants consentis en développements de marché et de nouveaux produits/services.

Bien que couramment utilisée, cette méthode est utilisée à défaut de mieux

Sociétés en démarrage et en croissance

Facteurs de valorisation

Facteurs de valorisation

Facteurs externes

- Industrie
- Demande/croissance pour le produit/service
- « traction » / « time to market »
- Nombre d'investisseurs

Facteurs internes

- Équipe de gestion
- Récurrence des revenus
- Récurrence de clientèle
- Qualité de la clientèle
- Barrières à l'entrée
- **Produit/technologie**
- **Potentiel de croissance (« scalable »)**
- Potentiel de marché
- Fournisseurs
- Transférabilité du goodwill

Facteurs de valorisation – Nouvelles technologies

- 1- Risque de développement (pre-seed et seed)
- 2- Risque manufacturier (seed à pré-commercialisation)
- 3- Risque commercial (pré-commercialisation à commercialisation)
- 4- Risque concurrentiel (commercialisation)
- 5- Risque légal (commercialisation)

Facteurs de valorisation – Nouvelles technologies

Développement	Faisabilité Coûts Délais
Manufacturier	Capacité de produire Coûts de production
Commercial	Clients (réaction, acceptation) Prix
Concurrentiel	Comment réagira la concurrence? Produits concurrents/substituts
Légal	Brevets enfreints par la concurrence Enfreindre des brevets existants

Facteurs de valorisation – Développement

Niveau de maturité technologique	Description
NMT 1 Principes de base observés et signalés	Le niveau le plus bas de maturité technologique. La recherche scientifique commence à être convertie en recherche et développement (R-D) appliqués. Exemples : études papier des propriétés fondamentales de la technologie.
NMT 2 Formulation du concept technologique ou de l'application	Début de l'invention. Une fois les principes de base observés, il s'agit d'inventer les applications pratiques. Les applications sont hypothétiques et il se peut que des hypothèses ne s'appuient sur aucune preuve ni aucune analyse détaillée. Seuls exemples : études analytiques.
NMT 3 Critique analytique et expérimentale ou validation pertinente du concept	La R-D active est lancée. Cela comprend des études analytiques et en laboratoire visant à valider physiquement les prédictions analytiques des divers éléments de la technologie. Exemples : composants qui ne sont encore ni intégrés ni représentatifs.

Facteurs de valorisation – Développement (suite)

Niveau de maturité technologique	Description
NMT 4 Validation du composant ou de la maquette en laboratoire	Les composants technologiques de base sont intégrés pour valider le bon fonctionnement commun. Il s'agit là d'une « fidélité relativement basse » par rapport au système éventuel. Exemple : intégration d'un matériel spécial en laboratoire.
NMT 5 Validation du composant ou de la maquette dans un environnement pertinent	Le caractère représentatif de la technologie de la maquette augmente significativement. Les composants technologiques de base sont intégrés à des éléments raisonnablement réalistes à l'appui et peuvent donc être testés en environnement simulé. Exemple : intégration très représentative des composants en laboratoire.
NMT 6 Démonstration d'un modèle ou d'un prototype du système ou du sous-système dans un environnement pertinent	Le modèle ou prototype représentatif du système, nettement supérieur à celui du NMT 5, fait l'objet d'essais en milieu pertinent. Stade de développement marquant dans le développement éprouvé d'une technologie. Exemples : essais d'un prototype dans un milieu très représentatif en laboratoire ou en milieu opérationnel simulé.

Facteurs de valorisation – Développement (suite)

Niveau de maturité technologique	Description
NMT 7 Démonstration du prototype de système dans un environnement opérationnel	Le prototype s'approche d'un système opérationnel ou en est rendu à ce niveau. Représente un progrès significatif par rapport au NMT 6, ce qui exige la démonstration d'un prototype du système réel dans un milieu opérationnel (p. ex. dans un aéronef, dans un véhicule ou dans l'espace).
NMT 8 Système réel achevé et qualifié au moyen d'essais et de démonstrations	Il est prouvé que la technologie fonctionne dans sa forme finale et dans les conditions prévues. Dans presque tous les cas, ce NMT représente la fin du développement comme tel d'un système. Exemples : essais et évaluations du développement du système prévu afin de déterminer s'il répond aux spécifications de conception.
NMT 9 Système réel éprouvé lors d'opérations réussies en cours de mission	Application réelle de la technologie sous sa forme finale et dans les conditions d'une mission, semblables à celles qui ont été enregistrées lors d'essais et d'évaluations opérationnels. Exemple : utilisation du système dans des conditions opérationnelles d'une mission

Valeur de technologie

La méthode la plus utilisée pour évaluer une technologie développée mais en début de commercialisation est la **méthode du coût de reconstruction**.

Éléments à considérer:

- 1- Coûts de développement (incluant portion de profit, crédits et excluant erreurs et essais dans une certaine mesure)
- 2- Frais de gestion et frais de mise en marché
- 3- Coûts d'opportunité (perte de ventes/temps au marché)

Une fois la technologie commercialisée, la valeur de cette dernière sera fonction des flux monétaires qu'elle aura générés.

Sociétés en démarrage et en croissance

Le point de vue d'un investisseur en capital de risque

Types d'investisseurs

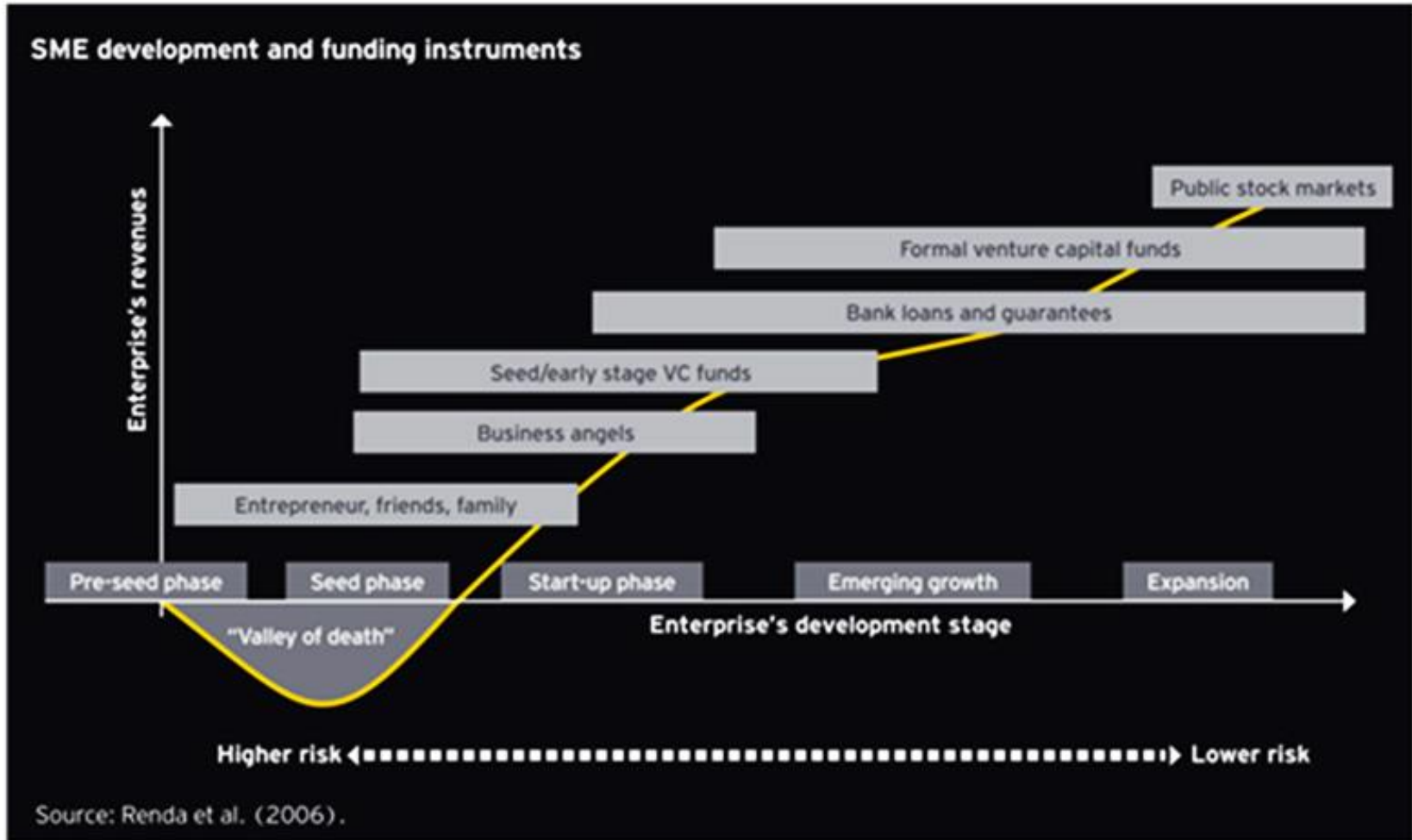
Particuliers (« love money »)

Anges financiers (Anges Québec, incubateurs)

Fonds de capital de risque (« VC ») (real venture, Inovia)

Fonds privés d'investissement (FSTQ, IQ, Novacap, etc.)

Stades de développement de l'entreprise



Types d'investisseurs

L'investisseur a plusieurs opportunités d'investissement qui s'offrent à lui.

Il n'investira donc pas dans un placement plus risqué pour un rendement équivalent à un placement moins à risque.

Par exemple, si un placement immobilier lui rapportait du 7 %, il n'investirait pas dans une entreprise en démarrage pour un rendement de 7 %...

Taux de rendement requis selon le stade de développement

<u>Stade de développement</u>	<u>QED</u> ²	<u>Babson</u> ³	<u>HVA</u> ⁴	<u>Richardson</u> ⁵
Start-up	50%- 70%	60% - 80%	100% - 125%	>40%
First stage (prototype)	40% - 60%	50%	60%	30 – 50%
Second stage (Début mktg.)	35% - 50%	40%	50%	
Third/Fourth stage (Dévelop.)	30% - 50%	30%	40%	
Bridge to IPO	25% - 35%	25%	30%	20% - 30%

Taux de rendement requis selon le stade de développement

	1 quartile	Median	3 quartile
PEG (\$5M EBITDA)	24.5%	30.0%	48.0%
PEG (\$25M EBITDA)	20.0%	25.0%	30.0%
PEG (\$100M EBITDA)	19.0%	20.0%	22.0%
VC (Seed)	38.0%	45.0%	59.0%
VC (Startup)	30.0%	38.0%	55.0%
VC (Early Stage)	25.0%	33.0%	45.0%
VC (Expansion)	22.5%	33.0%	38.0%
VC (Later Stage)	20.0%	28.0%	35.0%
Angel (Seed)	25.0%	55.0%	98.0%
Angel (Startup)	25.0%	50.0%	95.0%
Angel (Early Stage)	25.0%	40.0%	85.0%
Angel (Expansion)	20.0%	35.0%	70.0%
Angel (Later Stage)	15.0%	35.0%	45.0%

Source: Private cost of capital
2018, Pepperdine University

Ce que les investisseurs recherchent:

- **Marché planétaire**
- **Nouveau produit « Disruptive technology »**
- **« Traction »**
- **Barrières à l'entrée**
- **Revenus récurrents**
- **ÉQUIPE DE GESTION CAPABLE DE RÉALISER LE PLAN**

La réalité:

- Les firmes de capital de risque investissent dans moins de 5% des projets qui leur sont présentés
- Rendement exigé entre 25 % et 50 %, ils désirent idéalement faire au moins 10 fois leur mise pour compenser les mauvais investissements
- Le capital de risque à Montréal est quand même accessible. Environnement propice à Montréal.
- La concentration de fonds de capital de risque aux ÉU sont concentrés en Californie (40 %), New York (environ 20%) et Boston (environ 15%). Moins de financement accepté aux ÉU par projet présenté qu'à Montréal

Comment un VC évalue une entreprise?

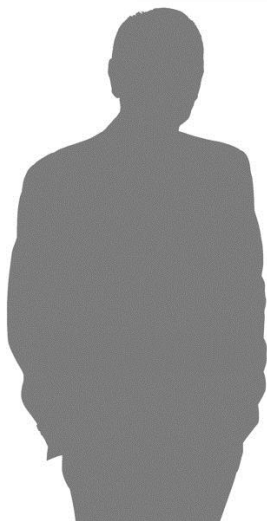
- 1- potentiel de sortie et durée de détention
- 2- Intervalle de valeur en fonction de son historique investissements similaires
- 3- Benchmark autres investisseurs

En conclusion...

À retenir lorsque vous allez chercher du financement

- 1- Ayez un plan (plan d'affaires et utilisation des fonds)
- 2- Démontrer vos compétences, inspirez confiance
- 3- Ayez une idée de prix et comment vous y êtes arrivés
- 4- Demeurez réaliste dans vos attentes
- 5- N'attendez pas de ne plus avoir de \$\$\$ avant de faire des démarches

Sachez que peu importe le projet, cela coûtera minimalement le double que prévu et prendra 2 fois plus de temps que prévu.



Patrick Ouimet, CPA, CA, CBV/EÉE, CFF
Téléphone : 514 - 390 - 4241
Courriel : ouimet.patrick@rcgt.com

Questions ?