



L'ÉVALUATION D'ENTREPRISES EN DÉMARRAGE



Présentateurs : **Catherine Tremblay et Alissa Kahan**

Date : **Le 15 février 2018**

Le contenu présenté aujourd'hui dans les diapositives :

- est offert uniquement à des fins de formation.**
- pourrait ne pas convenir à un cas en particulier ou à un ensemble de circonstances ou de faits donnés.**
- repose sur des lois et des pratiques qui pourraient faire l'objet de modifications.**
- est fondé sur le point de vue général du présentateur ou de la présentatrice, lequel peut différer de celui de MNP sencrl, srl.**

La présentation et son contenu ne sauraient remplacer les services-conseils d'un professionnel qualifié à l'égard d'une situation précise. Nous nous dégageons de toute responsabilité relativement au contenu des présentes ou aux conséquences qui pourraient découler de son utilisation.

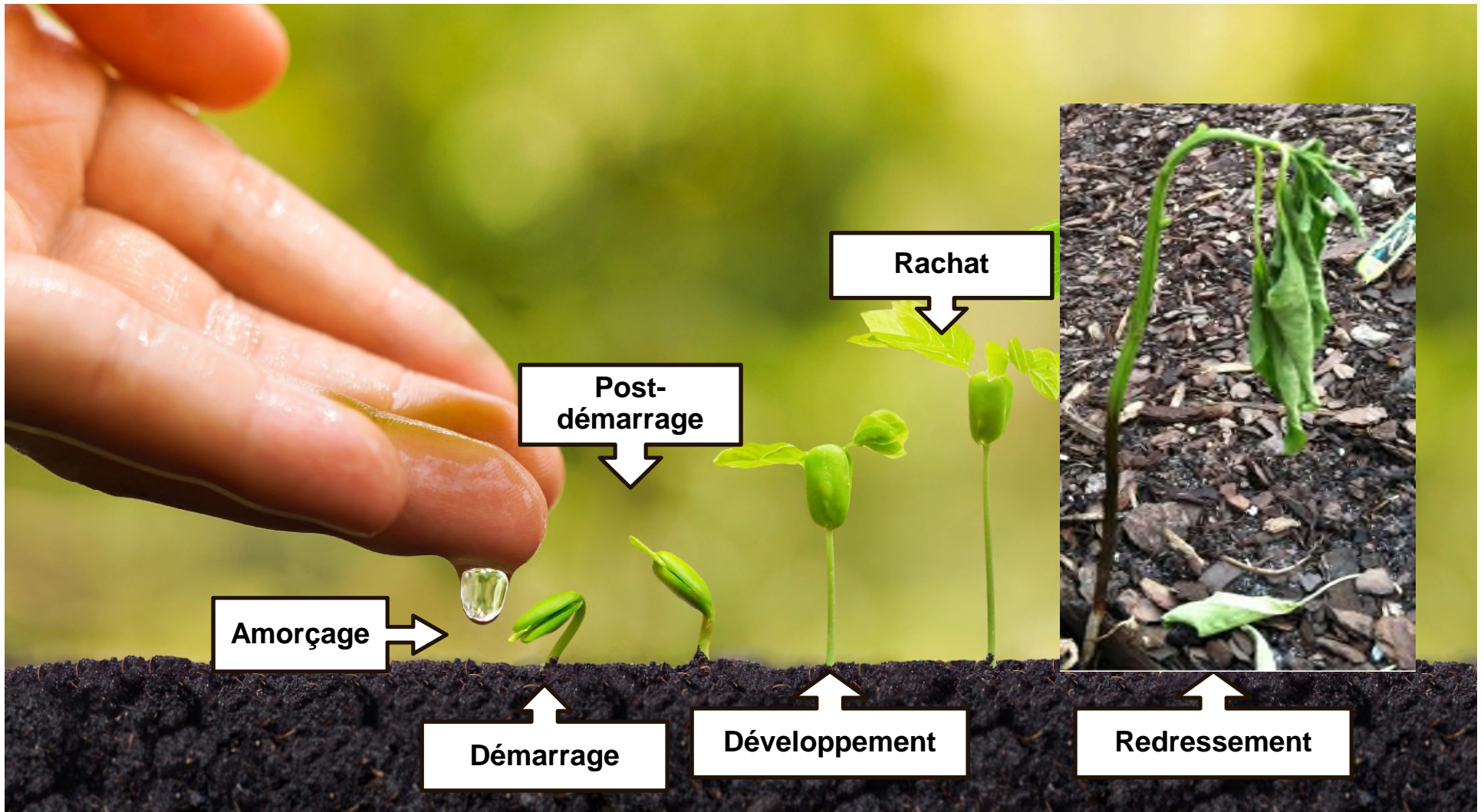
SOMMAIRE DE LA PRÉSENTATION

- **Stades de développement d'une entreprise et sources de financement**
- **Les composantes d'une entreprise**
- **Approches d'évaluation**
- **L'évaluation d'une entreprise en démarrage**
- **Contextes d'évaluation et types de rapports**

“YOUR VALUATION IS INSANE”



STADES DE DÉVELOPPEMENT D'UNE ENTREPRISE



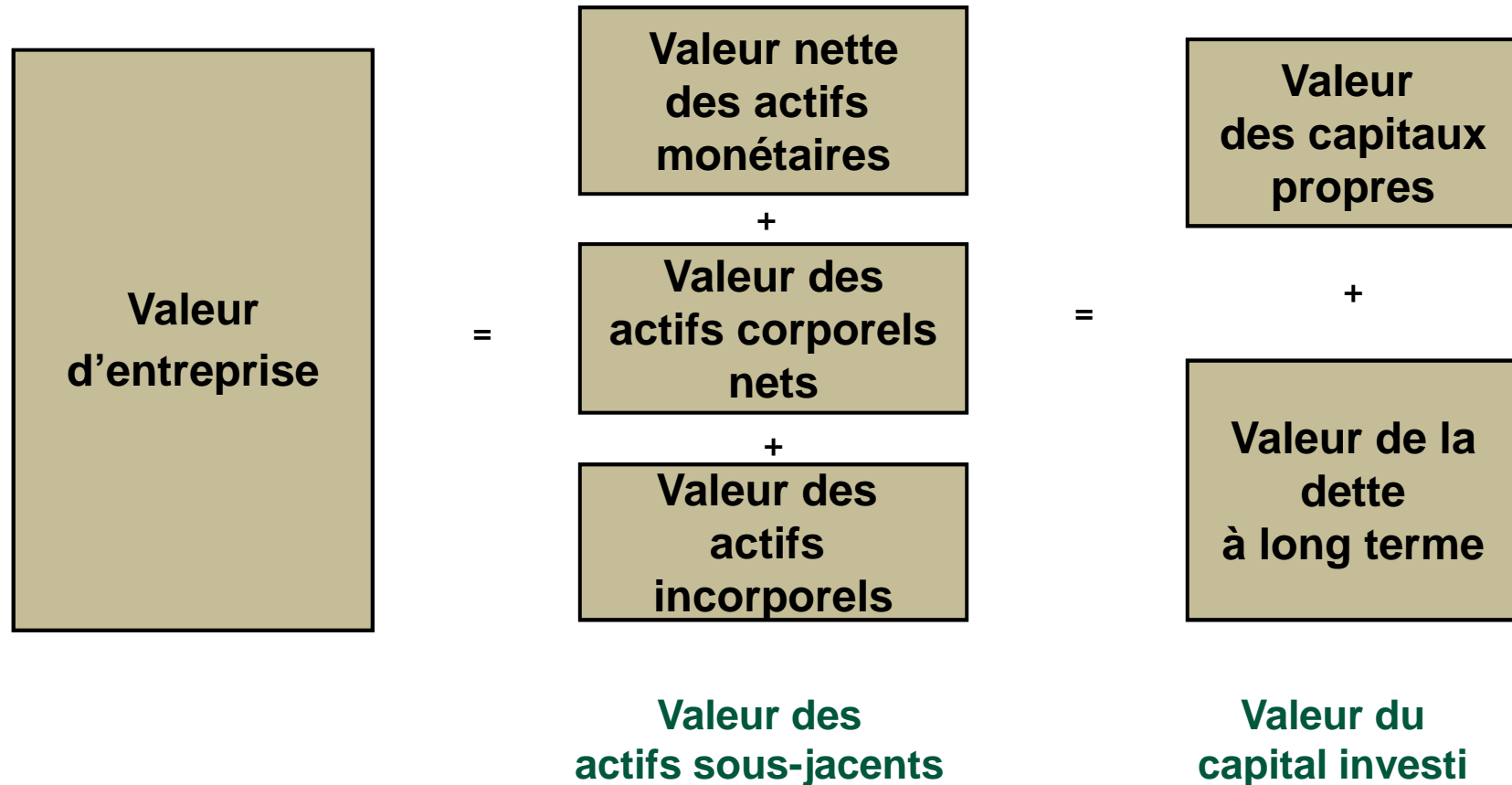
- Types de financement possibles :
 - Financement par emprunt
 - Financement par capitaux propres
 - Programmes gouvernementaux

FINANCEMENT PAR CAPITAUX PROPRES

- **Promoteurs de l'entreprise**
- **Bénéfices non répartis**
- **Anges financiers**
- **Capital de risque**
- **Appel public à l'épargne**



L'ÉQUATION DE VALEUR D'UNE ENTREPRISE



COMPOSANTES D'UNE ENTREPRISE ET SOURCES DE FINANCEMENT

Composantes

- **Fonds de roulement**
- **Actifs corporels**
- **Autres actifs incorporels**
- **Achalandage**

Sources possibles de financement

- **Marge de crédit d'exploitation**
- **Prêt à terme/prêt hypothécaire**
- **Financement mezzanine/subordonné**
- **Capitaux propres**

« Prix comptant le plus élevé, exprimé en équivalents de trésorerie, pouvant être obtenu dans le cadre d'une transaction, sur un marché où la concurrence peut librement s'exercer, entre un acheteur et un vendeur hypothétiques, consentants, aptes à transiger, sans lien de dépendance, libres de toute contrainte et raisonnablement informés des faits pertinents. »

POURQUOI ÉVALUER LES START-UPS?

- **Décisions par des investisseurs de détenir une participation ou non**
- **Évaluation par des entrepreneurs de la participation qu'ils sont prêts à vendre en échange de capitaux**
- **Négociations relatives aux licences**



DÉFIS DANS L'ÉVALUATION DES START-UPS

- Les entreprises en démarrage n'ont souvent pas encore généré de revenus ou de flux monétaires positifs
- Manque de données historiques
- Incertitude concernant les hypothèses pour les projections



PAR OÙ COMMENCER DANS VOTRE ANALYSE?

Bilan

Aperçu de la situation financière à un moment précis («photo»)

État des résultats

Progression et rentabilité de l'entreprise («film»)

État des flux de trésorerie

Baromètre de la capacité de rembourser les dettes

ANALYSE DE LA PERFORMANCE DE L'ENTREPRISE



- **État des résultats : l'entreprise est-elle rentable?**
- **État des flux de trésorerie : l'entreprise génère-t-elle des liquidités?**
- **Notes aux états financiers (très important)**
- **Indicateurs de rendement adaptés aux différents secteurs d'activités**

- **L'approche fondée sur l'actif**
- **L'approche fondée sur les bénéficiaires**
- **L'approche du marché**



- **Liquidation**
 - Ordonnée
 - Forcée
- **Continuité de l'exploitation**



Utilisée lorsque :

- **on envisage de liquider l'entreprise parce qu'elle n'est pas viable**

– OU –

- **société de portefeuille — les actifs constituent le principal déterminant de la valeur de l'entreprise**
 - terrain vacant
 - portefeuille immobilier ou de valeurs négociables

– OU –

- **il n'y a pas de bénéfices ou flux de trésorerie représentatifs à capitaliser**

EXEMPLE DE L'APPROCHE FONDÉE SUR L'ACTIF



	Valeur comptable nette	Ajustement à la juste valeur marchande	Valeur de l'actif net ajustée
ACTIF			
À court terme			
Encaisse	106 978 \$	- \$	106 978 \$
Débiteurs	751 691	(129 571)	622 120
Montant à recevoir d'un actionnaire, sans intérêt	1 205 508	(602 754)	602 754
Impôts exigibles	142 000	-	142 000
Charges payées d'avance	40 788	-	40 788
	<u>2 246 965</u>	<u>(732 325)</u>	<u>1 514 640</u>
Immobilisations corporelles			
Immeubles	473 504	97 996	571 500
Mobilier et équipement	96 979	-	96 979
Matériel informatique	25 414	-	25 414
	<u>2 842 862 \$</u>	<u>(634 329) \$</u>	<u>2 208 533 \$</u>
PASSIF			
À court terme			
Avances bancaires	136 504 \$	- \$	136 504 \$
Créditeurs et charges à payer	282 269	-	282 269
Tranche à court terme de la dette à long terme	29 277	-	29 277
	<u>448 050</u>	<u>-</u>	<u>448 050</u>
Dépôts	590 790	-	590 790
Dette à long terme	197 648	-	197 648
	<u>1 236 488</u>	<u>-</u>	<u>1 236 488</u>
Valeur de l'actif net (arrondie)	<u>1 606 000 \$</u>	<u>(634 000) \$</u>	<u>972 000 \$</u>

ÉVALUATION DES START-UPS - L'APPROCHE FONDÉE SUR L'ACTIF



- **Évaluation en utilisant une approche fondée sur le coût de reproduction**
 - **Par exemple : Coût de reproduction d'une propriété intellectuelle**
- **Défis :**
 - **Ne reflète pas le futur potentiel de génération de flux monétaires**
 - **Ne reflète pas la valeur incorporelle**

L'APPROCHE FONDÉE SUR LES BÉNÉFICES



- **Présuppose la poursuite des activités par conversion des avantages escomptés**
- **Méthodes :**
 - **Capitalisation des bénéfices ou des flux monétaires d'exploitation**
 - **Actualisation des flux monétaires (« AFM »)**
 - **Règles empiriques pour certaines industries, par exemple, multiple du chiffre d'affaires brut**

LA CAPITALISATION DES FLUX MONÉTAIRES D'EXPLOITATION

	Fourchette	
	Bas	Haut
Flux monétaires d'exploitation caractéristiques ajustés	510 000 \$	560 000 \$
MOINS : Impôts sur les bénéfices 30,0 %	(153 000)	(168 000)
	357 000	392 000
MOINS : Réinvestissement de maintien	(60 000)	(60 000)
PLUS : Protection fiscale connexe	10 500	10 500
	307 500	342 500
Taux de capitalisation	7,4	7,4
Valeur capitalisée des flux monétaires caractéristiques	2 275 500	2 534 500
Valeur actualisée de la protection fiscale existante	43 000	43 000
Valeur en continuité d'exploitation	2 318 500	2 577 500
PLUS : Actifs excédentaires nets	100 000	100 000
Valeur d'entreprise	2 418 500	2 677 500
MOINS : Dette portant intérêts (déduction faite de la trésorerie)	(275 000)	(275 000)
Juste valeur marchande des actions de la société (arrondie)	2 144 000 \$	2 403 000 \$
Mi-fourchette (arrondie)	<u>2 274 000 \$</u>	

L'ACTUALISATION DES FLUX MONÉTAIRES

- Requier des projections financières
- Évaluer si les hypothèses importantes utilisées par le vendeur/la direction, prises individuellement et dans leur ensemble, sont raisonnables
- Cohérence des hypothèses avec :
 - Les données du marché
 - La performance historique de l'entreprise
- Niveau de risque associé aux flux monétaires, incluant la variabilité potentielle
- Impact sur le taux d'actualisation

PROJECTIONS FINANCIÈRES



	2018	2019	2020	2021	2022
Revenus					
Licences perpétuelles	1 100 000 \$	2 380 000 \$	4 896 000 \$	8 643 600 \$	14 965 800 \$
Autres revenus	450 000	1 050 000	3 192 000	6 563 100	11 550 480
Revenus totaux	1 550 000	3 430 000	8 088 000	15 206 700	26 516 280
Coûts					
Ventes directes	684 000	1 891 600	2 770 560	3 864 804	5 781 954
Autres coûts	240 000	627 780	1 214 096	2 568 525	4 129 247
Coûts des ventes totaux	924 000	2 519 380	3 984 656	6 433 329	9 911 200
Budget de marketing (5 % des ventes)	77 500	171 500	404 400	760 335	1 325 814
Coût global des ventes et du marketing	1 001 500	2 690 880	4 389 056	7 193 664	11 237 014
Recherche et développement / livraison	1 200 000	1 300 000	1 700 000	1 900 000	2 000 000
Coûts administratifs et d'exploitation	810 000	975 000	1 150 000	1 350 000	1 500 000
Coûts totaux (ventes, marketing, recherche et développement, administratifs)	3 011 500	4 965 880	7 239 056	10 443 664	14 737 014
Marge brute (perte)	(1 461 500) \$	(1 535 880) \$	848 944 \$	4 763 036 \$	11 779 266 \$

ACTUALISATION DES FLUX MONÉTAIRES

		<u>2018</u>	<u>2019</u>	<u>2020</u>	<u>2021</u>	<u>2022</u>
Flux monétaires d'exploitation		(1 461 500) \$	(1 535 880) \$	848 944 \$	4 763 036 \$	11 779 266 \$
MOINS :						
Impôts sur le revenu	20,0 %	-	-	(169 789)	(952 607)	(2 355 853)
Économies d'impôts		-	-	169 789	429 687	-
Investissement dans le fonds de roulement		(54 452)	(120 265)	(301 133)	(428 082)	(742 470)
Flux monétaires disponibles au capital investi		<u>(1 515 952)</u>	<u>(1 656 145)</u>	<u>547 811</u>	<u>3 812 034</u>	<u>8 680 943</u>
Haut						
Taux d'actualisation	25,0 %	<u>0,8944</u>	<u>0,7155</u>	<u>0,5724</u>	<u>0,4579</u>	<u>0,3664</u>
Flux monétaires actualisés disponibles au capital investi		<u>(1 355 909) \$</u>	<u>(1 185 041) \$</u>	<u>313 585 \$</u>	<u>1 745 708 \$</u>	<u>3 180 328 \$</u>
Valeur actualisée des flux monétaires disponibles au capital investi, 2018-2022 (arrondie)		<u>2 700 000 \$</u>				
Bas						
Taux d'actualisation	30,0 %	<u>0,8771</u>	<u>0,6747</u>	<u>0,5190</u>	<u>0,3992</u>	<u>0,3071</u>
Flux monétaires actualisés disponibles au capital investi		<u>(1 329 578) \$</u>	<u>(1 117 335) \$</u>	<u>284 297 \$</u>	<u>1 521 791 \$</u>	<u>2 665 765 \$</u>
Valeur actualisée des flux monétaires disponibles au capital investi, 2018-2022 (arrondie)		<u>2 020 000 \$</u>				

VALEUR RÉSIDUELLE



	Fourchette	
	<u>Bas</u>	<u>Haut</u>
Flux monétaires d'exploitation - année résiduelle	11 779 266 \$	11 779 266 \$
MOINS : Impôts sur le revenu	(2 355 853)	(2 355 853)
Investissement dans le fonds de roulement	<u>(49 392)</u>	<u>(49 392)</u>
Flux monétaires disponibles au capital investi	<u>9 374 021</u>	<u>9 374 021</u>
Multiple de la valeur résiduelle	<u>3,33</u>	<u>4,00</u>
Valeur résiduelle actualisée au 31 décembre 2022 (arrondie)	<u><u>31 246 735 \$</u></u>	<u><u>37 496 082 \$</u></u>
Taux d'actualisation		
Haut 25,0 %	-	13 736 966
Bas 30,0 %	<u>9 595 322</u>	<u>-</u>
Valeur résiduelle actualisée au 31 décembre 2017 (arrondie)	<u><u>9 600 000 \$</u></u>	<u><u>13 700 000 \$</u></u>

SOMMAIRE DE L'ÉVALUATION



	Fourchette	
	Bas	Haut
Valeur actualisée des flux monétaires - période de projections	2 020 000 \$	2 700 000 \$
Valeur actualisée de la valeur résiduelle	9 600 000	13 700 000
Juste valeur marchande de l'entreprise, arrondie	<u>11 600 000 \$</u>	<u>16 400 000 \$</u>

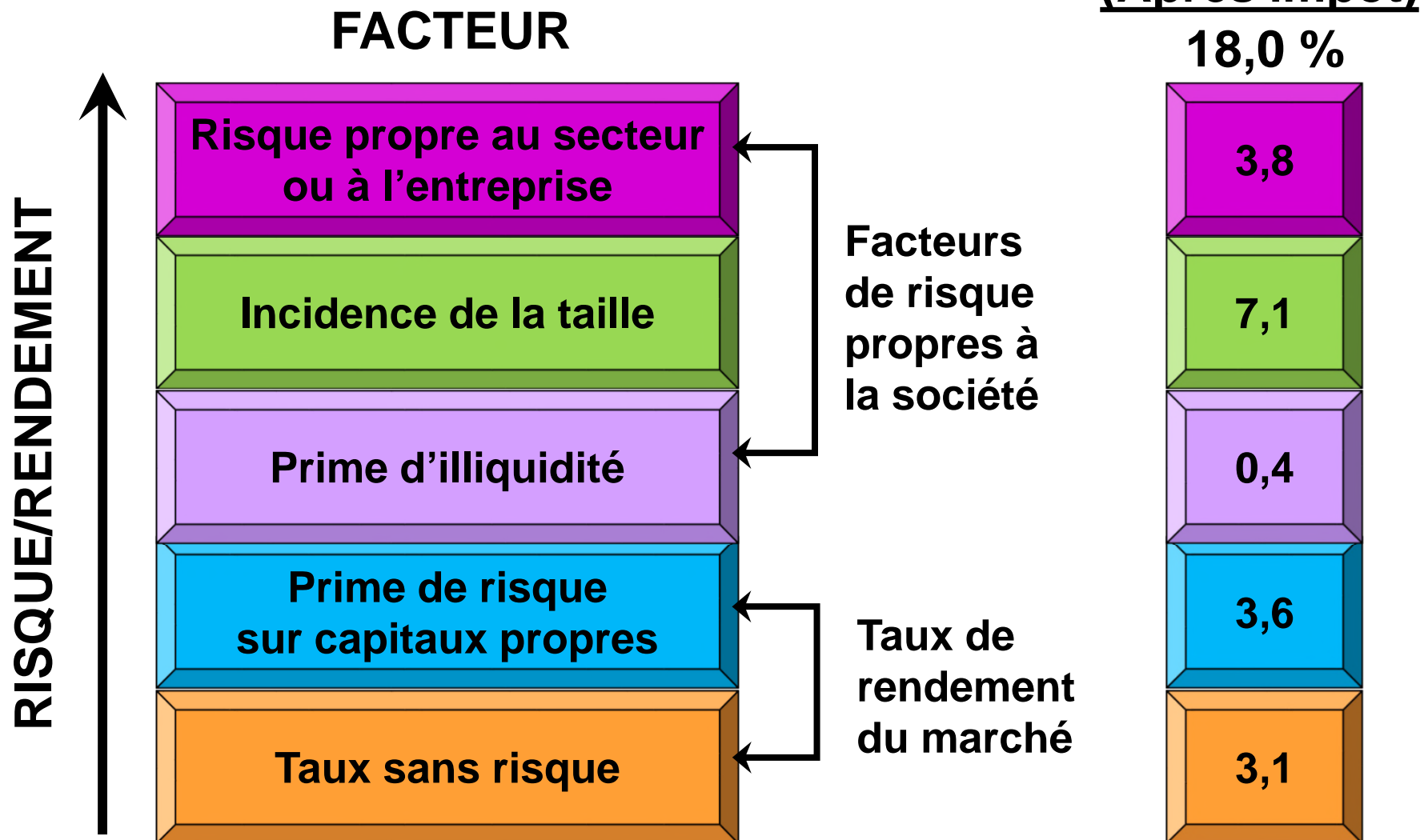
- **Analyse de sensibilité : en utilisant un taux d'actualisation de 20 % (au lieu de 25 %-30 %), la valeur est de 24 millions de dollars**
- **Le taux d'actualisation est le facteur clé – une question de jugement basée sur la perception du risque**

COÛT MOYEN PONDÉRÉ DU CAPITAL

- **Structure de capital**
 - ❑ Sociétés comparables
- **Coût des capitaux propres**
 - ❑ Modèle de développement cumulatif
 - ❑ Modèle d'évaluation des actifs financiers
- **Coût de la dette**



ÉTABLIR LE TAUX DE RENDEMENT (TAUX D'ACTUALISATION OU TAUX DE CAPITALISATION)



EXEMPLES DE TAUX DE RENDEMENT EXIGÉS — CAPITAL-RISQUE

STADE DE DÉVELOPPEMENT	TAUX DE RENDEMENT
«Start-Up»	40 %
Première ronde	30 %
Deuxième ronde	25 %
Troisième ronde	20 %

ÉVALUATION DES START-UPS — L'APPROCHE FONDÉE SUR LES BÉNÉFICES



- **Approche la plus commune**
 - Actualisation des flux monétaires
- **Point de départ**
 - Les plans d'affaires/projections financières
- **Traitement du risque supplémentaire**
 - Ajustement des projections par un escompte
 - Augmentation du taux d'actualisation
 - Préparation de scénarios
 - Best case/Worst case/Base Case

- **Déterminer une indication de la valeur d'une entreprise en utilisant :**
 - **La méthode des sociétés ouvertes comparables**
 - **La méthode des transactions comparables**
 - **L'analyse des opérations antérieures touchant les actifs ou les actions de l'entreprise faisant l'objet de l'évaluation**



LA MÉTHODE DES SOCIÉTÉS OUVERTES — EXEMPLE



en millions de \$

Société ouverte comparable	Symbole	Valeur capitalisation				BAIIA	VE/ Revenus	VE/ BAIIA	Marge du BAIIA
		d'entreprise	boursière	Dette totale	Revenu total				
Function(x) Inc.	NasdaqCM:FNCX	76,2	10,3	63,3	5,6	(22,2)	13,6 x	s.o.	s.o.
theScore, Inc.	TSXV:SCR	67,2	82,8	5,7	25,5	(14,6)	2,6 x	s.o.	s.o.
Contagious Gaming Inc.	TSXV:CNS	3,9	4,1	4,9	4,0	(3,1)	1,0 x	s.o.	s.o.
Fantasy Aces Daily Fantasy Sports Corp.	TSXV:FAS	2,1	1,9	3,8	2,6	(4,0)	0,8 x	s.o.	s.o.
MGT Capital Investments, Inc.	OTCPK:MGTI	26,0	27,3	0,1	0,1	(20,5)	s.o.	s.o.	s.o.
Sportech PLC	LSE:SPO	233,7	297,9	143,2	161,2	26,8	1,4 x	8,7 x	16,6 %
Playtech plc	LSE:PTEC	3 845,2	4 270,7	1 137,3	955,4	349,8	4,0 x	11,0 x	36,6 %
Breaking Data Corp.	TSXV:BKD	19,2	18,3	1,7	1,3	(2,7)	14,8 x	s.o.	s.o.
Amaya Inc.	TSX:AYA	6 276,4	2 757,8	5 015,2	1 459,2	460,2	4,3 x	13,6 x	31,5 %
NYX Gaming Group Limited	TSXV:NYX	481,5	135,1	157,1	127,6	14,3	3,8 x	33,7 x	11,2 %
The Intertain Group Limited	TSX:ITX	905,5	684,6	916,5	492,9	177,5	1,8 x	5,1 x	36,0 %
Gaming Nation Inc.	TSXV:FAN	4,1	14,3	13,4	11,8	(1,5)	0,3 x	s.o.	s.o.
Moyenne		995,1	692,1	621,9	270,6	80,0	4,4 x	14,4 x	26,4 %
Médiane		71,7	55,1	38,4	18,7	(2,1)	2,6 x	11,0 x	31,5 %
Min		2,1	1,9	0,1	0,1	(22,2)	0,3 x	5,1 x	11,2 %
Max		6 276,4	4 270,7	5 015,2	1 459,2	460,2	14,8 x	33,7 x	36,6 %

DÉFIS POSSIBLES AVEC L'APPROCHE DU MARCHÉ



- **Dans quelle mesure les comparables du marché sont-ils appropriés et similaires?**
- **Acheteurs stratégiques vs. acheteurs financiers/ordinaires**
- **Illiquidité des placements dans des sociétés privées**
- **Les multiples de marché sont mieux utilisés pour corroborer la valeur établie en utilisant l'approche fondée sur les flux monétaires**
 - Ils sont simplement des raccourcis pour le processus d'évaluation
 - Une évaluation ne peut se faire sans comprendre les opérations de l'entreprise
 - Les multiples sont influencés par une multitude de facteurs, notamment la volatilité des marchés boursiers, les taux d'intérêt, le cycle économique, les perspectives de croissance, etc., qui peuvent tous rendre problématiques les comparaisons historiques

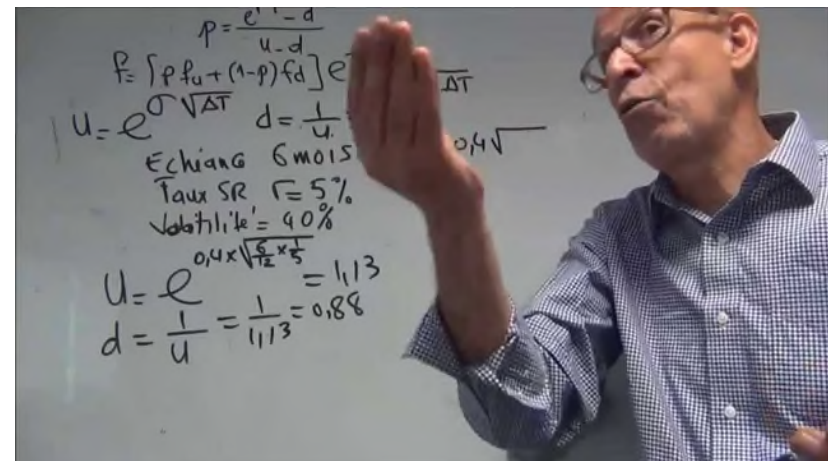
ÉVALUATION DES START-UPS — L'APPROCHE DU MARCHÉ



- **Peut être difficile de trouver des sociétés comparables**
- **On peut utiliser les règles empiriques (par ex : les multiples du chiffre d'affaires) pour corroborer la valeur**
- **Approche fondée sur le tableau de bord («scorecard approach»)**

AUTRES APPROCHES D'ÉVALUATION

- **Modèle d'évaluation des options**
 - **Exemple : Black et Scholes**
 - **Peut également être utilisée pour établir la valeur des options d'achat d'actions**



CONTEXTES D'ÉVALUATION D'ENTREPRISES

- **Fusions et acquisitions**
- **Attestations d'équité**
- **Transactions fiscales**
- **Financement (incluant startups)**
- **Planification de la succession**
- **Allocation du prix d'achat et tests de dépréciation**



CONTEXTES D'ÉVALUATION D'ENTREPRISES

- **Litiges, notamment :**
 - **Dispute entre actionnaires**
 - **Différends matrimoniaux**
 - **Bris de contrat**
 - **Interruption des affaires**
 - **Litiges en matière d'impôts sur le revenu**



TYPES DE RAPPORTS D'ÉVALUATION



Niveau d'assurance



NOS COORDONNÉES



Catherine Tremblay
CPA, CA, EEE/CBV, ASA, CFF

Associée/Partner

Bureau 2300
1155, boulevard René-Lévesque O.
Montréal (Québec) H3B 2K2

Téléphone : 514.228.7772
Télécopieur : 514.861.9446
Sans frais : 1.888.861.9724

Courriel : catherine.tremblay@mnp.ca

mnp.ca

COMPTABILITÉ › CONSULTATION › FISCALITÉ



Alissa Kahan
CPA, CA, EEE/CBV, CFF

Directrice principale/Senior Manager

Bureau 2300
1155, boulevard René-Lévesque O.
Montréal (Québec) H3B 2K2

Téléphone : 514.228.7842
Télécopieur : 514.861.9446
Sans frais : 1.888.861.9724

Courriel : alissa.kahan@mnp.ca

mnp.ca

COMPTABILITÉ › CONSULTATION › FISCALITÉ