

Le point de vue de

CHRISTOPHE THIBIERGE



Christophe Thibierge
professeur
de finance
à l'ESCP-EAP.

simple, à défaut d'être juste.

Il importe avant tout d'être à la mode. La mode était, au début de l'année, de s'extasier sur « le potentiel inestimable » que représentaient les marchés sur Internet. La mode est, en fin d'année, de montrer une certaine méfiance sur le potentiel des start-up (plutôt que start-up, je propose le terme « dragon », défini par Littré comme une « nouvelle pousse qui naît de la racine d'un végétal, tout près de sa tige, et qu'on détache pour replanter ailleurs »). Certes, il y a eu des faillites multiples, et des prévisions non réalisées. Il reste toutefois un problème non résolu : combien valent les dragons Internet ? Je me suis étendu sur un cas en mars, en montrant l'irrationalité de sa valorisation (« Les Echos » du

Comment évaluer simplement une start-up

29 mars), je souhaite désormais faire amende honorable et proposer une méthode, sinon infaillible, du moins universelle pour évaluer une société ayant une activité sur Internet et ne pouvant être évaluée selon les critères archaïques et dépassés de l'ancienne économie.

En matière d'évaluation des entreprises, la mode est aux multiples. Une société vaut x fois son bénéfice (on parle alors de *price/earnings*, PER) ou y fois son chiffre d'affaires (*price/sales*,

actuelles sont des indicateurs de bénéfices futurs, on peut se fonder sur les ventes. Le raisonnement est fort simple : « Une société dans ce secteur vaut 300 fois ses bénéfices. Mais il n'y a pas de bénéfices pour l'instant. Supposons que, sur les ventes actuelles, le bénéfice, à terme, représente 10 % des ventes. Alors on peut écrire l'égalité : $300 \times \text{bénéfices} = 300 \times 10 \% \times \text{ventes} = 30 \times \text{ventes}$. » Grâce à cette simplification magistrale, on peut évaluer des sociétés chroniquement en perte, en postulant qu'une société vaut y fois ses ventes.

Un doute nous assaille : et pour les sociétés qui ne réalisent pas de ventes ? Qu'à cela ne tienne, on peut encore procéder par simplification magistrale. Le nombre d'abonnés au site permet d'en inférer les ventes futures : « Une société dans ce secteur est évaluée à 30 fois ses

Il existe une méthode pour apprécier ces sites sans ventes, sans visiteurs et sans profit.

P/S). Rappelons la logique initiale de cette proposition et progressons à partir de là : en finance (version ancienne économie), une société vaut ce qu'elle est susceptible de rapporter. Il est alors valide de considérer que la valeur est égale à x fois les bénéfices. Mais comme Lycos ne rapporte rien, sinon les os qu'on lui lance, on ne peut pas se fonder sur le bénéfice actuel de Lycos pour déterminer sa valeur. Qu'à cela ne tienne, si l'on estime que les ventes

ventes. Mais il n'y a pas de ventes pour l'instant. Supposons alors que chaque abonné actuel achète, à terme, pour 30 euros par an. On peut désormais écrire l'égalité : $30 \times \text{ventes} = 30 \times 30 \times \text{nombre d'abonnés} = 900 \times \text{abonnés}$. » On en déduit que chaque abonné vaut 900 euros, et on peut évaluer la société en l'absence de ventes. On peut même, si on est très fort, acheter le 30 octobre une société à 200 euros par abonné (par exemple,

Freesbee) alors que soi-même, on se valorise à 1.800 euros par abonné (par exemple LibertysSurf), réalisant un gain net de 1.600 euros par abonné (Source : le Journal du Net du même jour). On nous objectera que ce gain est dû à une forte synergie, et nous applaudirons.

Un doute nous assaille derechef : et pour les sociétés qui n'ont pas d'abonnés ? On simplifie encore : un abonné, ce n'est jamais qu'un visiteur qui s'incruste. Si l'on suppose que, sur 10 visiteurs, il y en a un qui devient un aficionado du site, on aura : $900 \times \text{abonnés} = 900 \times 1/10 \times \text{visiteurs} = 90 \times \text{visiteurs}$. Ainsi, chaque visiteur unique vaut 90 euros.

Un doute final nous tourmente : et si le site n'a pas de visiteurs ? Simplifions, simplifions : un visiteur, c'est une probabilité statistique qu'un internaute, quel qu'il soit, arrive sur le site concerné. Si l'on retient la probabilité, indiscutable, qu'il y a une chance sur 100 pour qu'un internaute arrive sur le site de la société à évaluer, on aura : $90 \times \text{visiteurs} = 90 \times 1/100 \times \text{internautes} = 0,9 \times \text{internautes}$. Une start-up vaut donc 0,9 euro par internaute. On peut, et c'est un raffinement supplémentaire, s'affranchir du nombre des internautes. Aujourd'hui, un Français sur 10 est connecté. Une start-up vaut donc 0,09 euro par Français (sans compter les bébés).

Procédons enfin à une comparaison internationale. Spray Networks, société suédoise, a été rachetée fin septembre pour 674 millions d'euros. A 6,5 millions de visiteurs uniques sur le site, cela fait un visiteur à 104 euros. Mais les Suédois sont 4 fois plus connectés (43,3 % de la population, source : Le Journal du Net). En gardant toujours la probabilité, indiscutable, d'une chance sur 100 pour qu'un internaute arrive sur le site de Spray, et avec 43 % de la population connectée, on obtient que la valeur est de $104 \times \text{visiteurs} = 104 \times 1/100 \times 43 \% \times \text{habitants de la Suède}$. Une start-up vaut donc 0,45 euro par Suédois. Comme cette même start-up valait 0,09 euros par Français, un Suédois vaut donc 5 Français.

L'évaluation par les multiples permet de réaliser des merveilles. Nous avons désormais une méthode qui présente trois avantages. D'abord, elle permet d'évaluer une société qui n'a même pas de visiteurs sur son site, voire qui n'existe pas encore ; ensuite, elle se fonde sur un indicateur facile à trouver (le nombre d'habitants d'un pays) tout en offrant une précision très correcte par rapport aux valorisations mentionnées dans la presse ; enfin, cette méthode stabilise les valeurs, et permet de s'affranchir, enfin, de la volatilité des marchés, qui sont bien chahutés depuis quelque temps, on se demande pourquoi.