

WAARDERING VAN START-UPS

EEN BEKNOPT GIDS VAN BDO CORPORATE FINANCE

Deze gids is bedoeld voor ondernemers, investeerders, waarderingsexperten en iedereen die geïnteresseerd is in de wereld van start-ups. Ze is bijzonder rijk en gevarieerd, toch delen start-ups enkele kenmerken waardoor een waardebeoordeling niet vanzelfsprekend is, omdat de traditionele waarderingmethoden niet helemaal van toepassing zijn. Hoe dan ook hebben de meeste start-ups privékapitaal nodig en ondanks de toenemende wettelijke financiële mechanismen om waarderingsskwesties te omzeilen, blijft de waardebeoordeling cruciaal voor objectieve onderhandelingen en, in een latere fase, voor de follow-up van de start-up. Een goede waardering steunt niet op één aanpak, maar op een reeks van methodes. De keuze hangt af van de maturiteitsfase van de start-up, de beschikbare informatie, de robuustheid van het businessplan en het inzicht in de succesfactoren. Veel leesplezier!

5

kenmerken van
start-ups



- 1 **Weinig of geen inkomsten.** Gezien hun maturiteitsfase genereren start-ups weinig tot geen inkomsten. Sommigen hebben zelfs nog geen product of dienst. De waarde hangt volledig af van het toekomstige groeipotentieel.
- 2 **Negatieve winsten.** De meeste start-ups worden geassocieerd met negatieve kasstromen en winsten, waarbij de uitgaven eerder betrekking hebben op onderzoek en ontwikkeling dan op verkoop. Conventionele financiële parameters en kapitalisatie van de winst hebben dus weinig zin.
- 3 **Beperkte historische gegevens.** Start-ups hebben een beperkte of onbestaande historiek (doorgaans niet meer dan twee jaar). Door het ontbreken van inkomsten, winsten en geschiedenis spelen bedrijfsprognoses een cruciale rol in de waardering.
- 4 **Hoog risico.** Start-ups worden doorgaans geassocieerd met een grote onzekerheid en een hoog faalrisico, wat de verwachte rendementsratio opdrijft.
- 5 **Weinig referentiepunten.** Start-ups zijn vaak de eerste spelers binnen hun sector of segment. Daarom is het veel complexer om vergelijkbare ondernemingen te vinden met dezelfde risico's, groeikenmerken en businessmodel dan voor beursgenoteerde of volgroeide bedrijven.

10

waardering-
methodes



- 1 **'Sweat Equity'-methode.** Waardering op basis van de gecombineerde waarde van alle tot dusver gemaakte kosten, met inbegrip van niet-monetaire bijdragen, om de onderneming te ontwikkelen.
- 2 **'Discounted Cash Flow'-methode (DCF).** Waardering op basis van de som van alle kasstromen die in de toekomst vermoedelijk worden gegenereerd, met bijzondere aandacht voor de disconteringsvoet (meestal variërend van 20% tot 60%) en de eindwaarde (die het groeipotentieel weerspiegelt). Als alternatief berekent de 'First Chicago'-methode een afzonderlijke DCF (of gebruikt ze de waarderingresultaten van andere methoden) op basis van drie scenario's (beste, gemiddelde en slechtste) en hun respectievelijke kans op realisatie.
- 3 **'Multiples'-methode.** Waardering op basis van een regel van drie met de zogenaamde Key Performance Indicators (KPI) van een vergelijkbaar bedrijf (doorgaans omzet of specifieke operationele parameters voor de sector van de onderneming).
- 4 **'Venture Capital'-methode.** Waardering vanuit het perspectief van de investeerder, gebaseerd op de geschatte waarde van de onderneming op de uitstapdatum (meestal berekend via de 'Multiples'-methode) en het rendement dat de investeerder verwacht.
- 5 **'Berkus'-methode.** Waardering op basis van de beoordeling van vijf belangrijke succesfactoren waaraan een reeks dollarwaarden wordt toegekend (maximale toegevoegde waarde per factor vastgesteld op 500.000 dollar voor een bedrijf met een voorspelde omzet van meer dan 20 miljoen dollar binnen vijf jaar).

10

waarderings-
methodes



- 6 **Vijf 'Million Dollar Points'-methode (Dave McClure).** Waardering op basis van de beoordeling van vijf essentiële punten (met een maximale toegevoegde waarde per punt vastgesteld op één miljoen dollar).
- 7 **'Scorecard'-methode (Bill Payne).** Waardering op basis van een basiswaarde (mediaanwaarde voor vergelijkbare start-ups) aangepast aan de hand van een gewogen reeks criteria.
- 8 **'Risk Factor Summation'-methode.** Waardering op basis van een initiële waarde (mediaanwaarde voor vergelijkbare start-ups) die wordt bijgesteld rekening houdend met 12 risicofactoren waarbij elke factor tot een positieve, neutrale of negatieve waardeverandering leidt (variërend van +500.000 dollar voor zeer laag risico tot -500.000 dollar voor zeer hoog risico).
- 9 **'Funding Round Multiple'-methode.** Waardering op basis van een veelvoud aan op te halen middelen en het geaccepteerde verwateringspercentage (gewoonlijk variërend van 1,5 voor een grote verwatering van 40% tot 4 voor een lage verwatering van 20%).
- 10 **'Real Options'-methode.** Waardering op basis van een optieprijsmodel (bijv. 'Black-Scholes'-model) met specifieke aandacht voor rentevoeten, beleggingshorizon en volatiliteit.

5

stappen voor een
businessplan



- 1 **Kijk naar de toekomst.** Denk na, in tegenstelling tot wat men gebruikelijk doet bij matuurdere bedrijven, over hoe de onderneming er in de toekomst uit zou kunnen zien wanneer het de fase van een duurzame en gematigde groei heeft bereikt.
- 2 **Bepaal de omzetdoelstellingen.** Schat de omvang van de markt, de penetratiegraad en de gemiddelde omzet per klant in. En bepaal op basis van die gegevens de omzet van het bedrijf op die datum in de toekomst.
- 3 **Schat in wat je kunt bereiken.** Bepaal een duurzaam economisch model, operationele marges en kapitaalrendement op de toekomstige datum aan de hand van de fundamenteën en benchmarks van het bedrijfsmodel.
- 4 **Ga retroactief te werk.** Bepaal de snelheid van de transitie, de tijd die je nodig hebt om de gewenste toekomstige status te bereiken en de manier waarop.
- 5 **Houd rekening met onzekerheid.** Neem meerdere scenario's in overweging. Beoordeel de toekomstige financiële cijfers voor een volledige reeks potentiële resultaten, van optimistisch tot pessimistisch, en hun respectievelijke gewicht.

10

belangrijke
succesfactoren

(ter attentie van
ondernemers)



- 1 **Idee.** Wees een pionier, innoveer met baanbrekende technologieën en behoud een realistische visie op het echte marktpotentieel van dat nieuwe idee.
- 2 **Timing.** Zorg dat je op het juiste moment op de juiste plek bent. Dat is wanneer het brede publiek de technologieën kan begrijpen, gebruiken en omarmen.
- 3 **Product.** Bied geavanceerde technologie aan en creëer een merk dat opvalt, aantrekkelijk en uniek is. Maak gebruik van early adopters en hun feedback om de oplossing te verbeteren of verder te ontwikkelen – of in sommige gevallen zelfs voor een radicale koerswijziging te zorgen.
- 4 **Leiderschap.** Teken een visie uit, neem beslissingen, inspireer en motiveer het team. Wees vastberaden en diplomatisch.
- 5 **Team.** Verzamel bekwame, betrokken en flexibele teamleden met verschillende achtergronden, maar met dezelfde visie en passie.
- 6 **Adviesraad.** Onderschat het advies niet van externe zakelijke mentoren of partners. Hun ervaringen en inzichten zijn van onschatbare waarde.
- 7 **Monetisatiestrategie.** Bouw een sterk, schaalbaar en aanpasbaar businessmodel dat winstgevend is en volg de kasstromen op de voet.
- 8 **Financieringsstrategie.** Beoordeel het benodigde financieringsniveau, plan het ideale financieringsproces, bepaal de juiste investeerders, leer ze kennen en bouw een gezonde relatie met hen op.
- 9 **Groeistrategie.** Ga zorgzaam om met groei en probeer het juiste evenwicht te vinden tussen expansie en marktobservatie.
- 10 **Klanten.** Vergeet niet dat het vertalen van een veelbelovend idee naar een commercieel succes bij de gebruikers begint. Maak van je klanten het ultieme doel.

MEER WETEN?

Wil je meer informatie over start-ups ontvangen? Of de specifieke waarderingsformules bespreken? Neem contact op met onze specialisten van Corporate Finance: alexandre.streel@bdo.be