



Il valore del capitale delle start-up: analisi strategica e valutazione finanziaria

ODCEC Padova – 12 giugno 2019

Fabio Buttignon

BZM

BUTTIGNON ZOTTI MILAN & CO.

Largo Europa 12, 35137 Padova, IT

www.bzm-advisory.com

Contenuti

1. Criticità

2. Prospettiva

3. Modelli valutativi

a) Metodi basati su transazioni comparabili

b) Metodi DCF

4. Appendice

Contenuti

1. Criticità

2. Prospettiva

3. Modelli valutativi

a) Metodi basati su transazioni comparabili

b) Metodi DCF

4. Appendice

Criticità

- Elevato rischio / incertezza
- Limitato potenziale informativo dei dati consuntivi
- Rilevanza delle informazioni («non finanziarie»)
 - Mercato
 - Proposta di valore (ai clienti)
 - Business model
 - Personale
 - Tecnologia
 - Fattibilità finanziaria
- Meccanismi di investimento (staging)
- Struttura del prezzo (staging, earnout,)

Contenuti

1. Criticità

2. Prospettiva

3. Modelli valutativi

a) Metodi basati su transazioni comparabili

b) Metodi DCF

4. Appendice

Prospettiva

- Valore fondato su:
 - Prezzi / multipli di iniziative comparabili
 - Flussi di cassa attesi futuri
- Prospettiva valutativa
 - Dal futuro al presente
 - Potenziale di mercato
 - Attrattività e difendibilità dell'innovazione (imprenditoriale, non solo «tecnologica»)
- Valutazione finanziaria a seguire
 - In base a diversi approcci e modelli
 - Quali-quantitativi
 - Analisi di sensitività e di scenario

Contenuti

1. Criticità

2. Prospettiva

3. Modelli valutativi

a) Metodi basati su transazioni comparabili

b) Metodi DCF

4. Appendice

Modelli valutativi

■ Multipli

- Scorecard

- Checklist

■ Finanziari

- Venture Capital

- DCF con multipli

- DCF con sviluppo a lungo termine

Fonte: Equidam

Possibile applicazione «pesata» collegata allo stadio di sviluppo della start-up

WEIGHT OF THE 5 METHODS: DEFAULT SETTINGS*					
	SCORECARD	CHECKLIST	VC	DCF WITH MULTIPLE	DCF WITH LTG
IDEA STAGE	38 %	38 %	16 %	4 %	4 %
DEVELOPMENT STAGE	30 %	30 %	16 %	12 %	12%
STARTUP STAGE	15 %	15 %	16 %	27 %	27 %
EXPANSION STAGE	6 %	6%	16 %	36 %	36 %

**Adjustable by the user*

Fonte: Equidam

Contenuti

1. Criticità

2. Prospettiva

3. Modelli valutativi

a) Metodi basati su transazioni comparabili

b) Metodi DCF

4. Appendice

Metodo Scorecard

- Si fonda sul **prezzo di transazioni comparabili**
 - Deal su piattaforme di investimento online (crowdfunding e simili)
 - Pubblicazioni di networks di angels, service provider e altri canali online
 - Database proprietari
- Stima del **valore medio (pre-money) di aziende comparabili**, aggiustato per tenere conto delle specificità della start-up

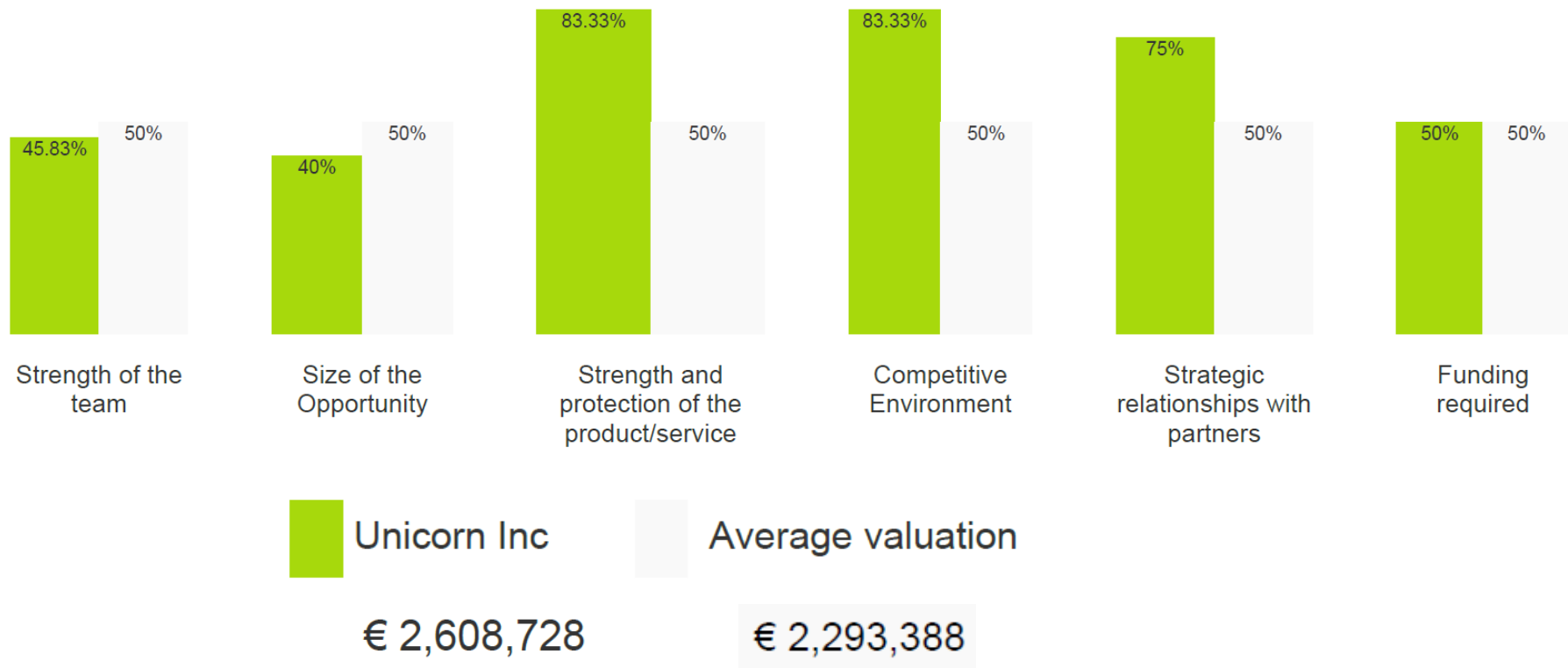
CRITERIA	WEIGHTS *
STRENGTH OF THE TEAM	30%
SIZE OF THE OPPORTUNITY	25%
COMPETITIVE ENVIRONMENT	10%
STRENGTH & PROTECTION OF PRODUCT/SERVICE	15%
STRATEGIC RELATIONSHIPS WITH PARTNERS	10%
FUNDING REQUIRED	10%

Fonte: Equidam

**Adjustable by the user*

Valore delle start up

Metodo Scorecard



Metodo Checklist

- Si fonda sul **prezzo di transazioni comparabili**
- Assume un **valore massimo** e assegna alla specifica start-up un punteggio su N criteri, calcolando il **valore pesato finale**

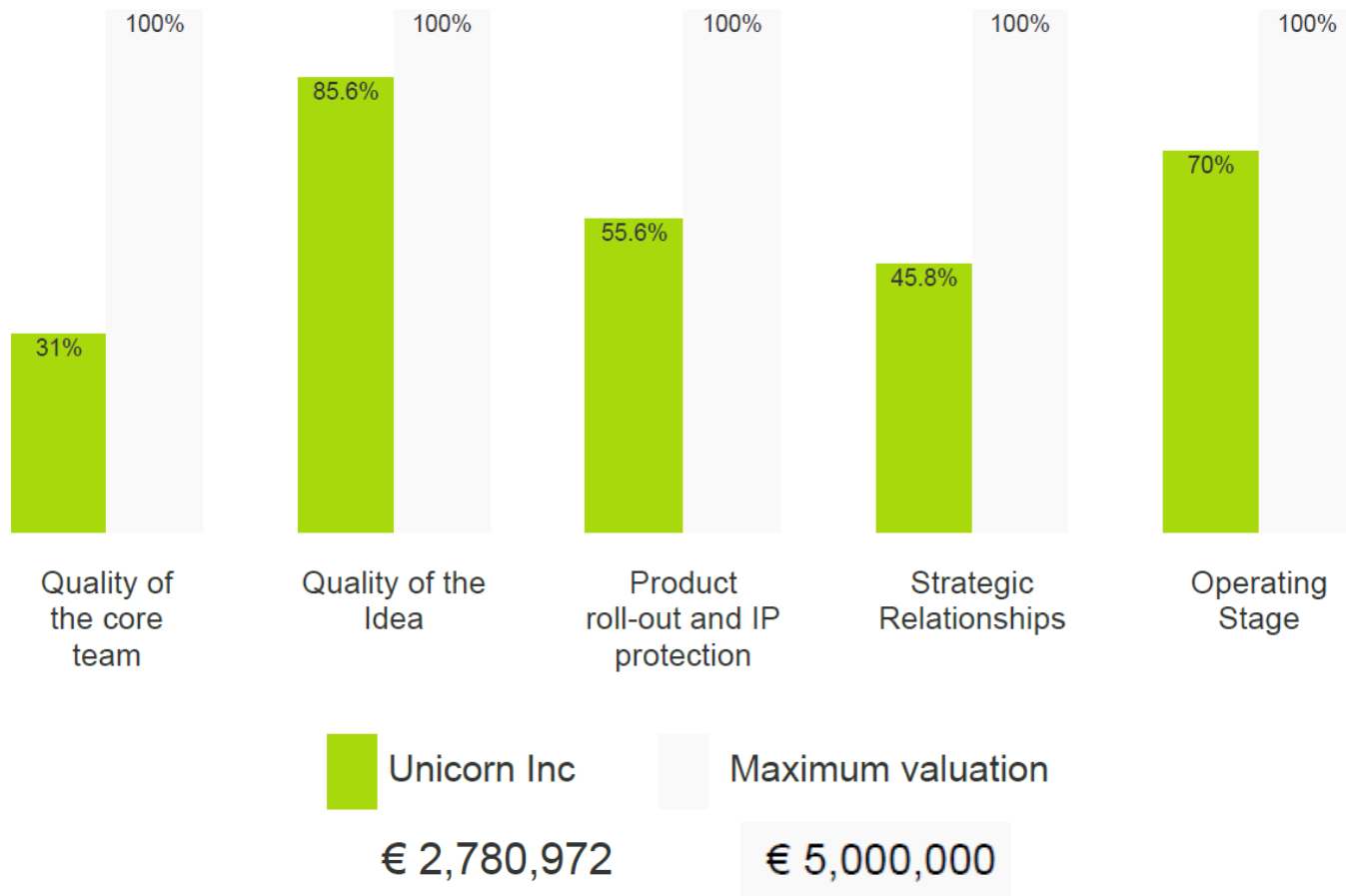
CRITERIA	WEIGHT	SAMPLE CASE SCORE	MAX VALUATION *	VALUE
QUALITY OF THE CORE TEAM	30%	80%	\$8 M	$30\% * 80\% * 8 \text{ M} = 1.92 \text{ M}$
QUALITY OF THE IDEA	20%	65%	\$8 M	$20\% * 65\% * 8 \text{ M} = 1.04 \text{ M}$
PRODUCT ROLL-OUT AND IP PROTECTION	15%	40%	\$8 M	$15\% * 40\% * 8 \text{ M} = 0.48 \text{ M}$
STRATEGIC RELATIONSHIPS	15%	50%	\$8 M	$15\% * 50\% * 8 \text{ M} = 0.6 \text{ M}$
OPERATING STAGE	20%	50%	\$8 M	$20\% * 50\% * 8 \text{ M} = 0.8 \text{ M}$
Pre-money valuation				\$ 4,840,000 Or, in relative terms, $(4840/8000) = 60.5\%$ of the total

Fonte: Equidam

**Adjustable by the user*

Valore delle start up

Metodo Checklist



Contenuti

1. Criticità

2. Prospettiva

3. Modelli valutativi

a) Metodi basati su transazioni comparabili

b) Metodi DCF

4. Appendice

DCF rettificato (prima versione)

- DCF «classico» con vari adattamenti per trattare il rischio della start-up

$$EV = \left[\frac{FCF_1 \times SR_1}{(1+k)^1} + \dots + \frac{FCF_n \times SR_n}{(1+k)^n} + \frac{TV \times SR_n}{(1+k)^n} \right] (1 - ID)$$

- EV = Valore della start-up (asset value)

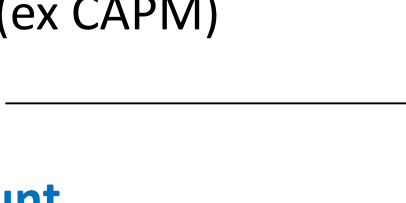
- FCF = Free Cash Flow (Business Plan)

- **SR = Survival rate**

- K = Costo del capital (ex CAPM)

- TV = Terminal value

- **ID = Illiquidity Discount**


$$\begin{aligned} &= \frac{FCF_{n+1}}{(k - g)^1} \\ &= EBITDA_{n+1} \times \text{Industry Multiple} \end{aligned}$$

DCF rettificato (seconda versione)

- DCF «classico» con vari adattamenti per trattare il rischio della start-up

$$EV = \left[\frac{FCF_1}{(1+k+FRP)^1} + \dots + \frac{FCF_n}{(1+k+FRP)^n} + \frac{TV}{(1+k+FRP)^n} \right] (1 - ID)$$

- EV = valore della start-up (asset value)

- FCF = Free Cash Flow (Business Plan)

- K = costo del capital (ex CAPM)

- **FRP = Failure risk premium**

- TV = Terminal value

- **ID = Illiquidity Discount**

$$= \frac{FCF_{n+1}}{(k - g)^1}$$

$$= EBITDA_{n+1} \times \text{Industry Multiple}$$

DCF rettificato (prima e seconda versione): esempio

	0	1	2	3	4	5		0	1	2	3	4	5
FCF		-8,0	-4,2	0,0	6,0	15,0	FCF		-8,0	-4,2	0,0	6,0	15,0
EBITDA						20,0	EBITDA						20,0
Multiple						10,5	Multiple						10,5
TV						210,0	TV						210,0
FCF + TV		-8,0	-4,2	0,0	6,0	225,0	FCF + TV		-8,0	-4,2	0,0	6,0	225,0
Survival rate		80%	70%	62%	55%	50%	Survival rate		60%	50%	42%	35%	30%
(FCF + TV) * SR		-6,4	-2,9	0,0	3,3	112,5	(FCF + TV) * SR		-4,8	-2,1	0,0	2,1	67,5
Cost of capital	15,0%						Cost of capital	15,0%					
Discount factor (DF)		87%	76%	66%	57%	50%	Discount factor (DF)		87%	76%	66%	57%	50%
(FCF + TV) * DF		-5,6	-2,2	0,0	1,9	55,9	(FCF + TV) * DF		-4,2	-1,6	0,0	1,2	33,6
EV	50,0						EV	29,0					
FCF		-8,0	-4,2	0,0	6,0	15,0	FCF		-8,0	-4,2	0,0	6,0	15,0
EBITDA						20,0	EBITDA						20,0
Multiple						10,5	Multiple						10,5
TV						210,0	TV						210,0
FCF + TV		-8,0	-4,2	0,0	6,0	225,0	FCF + TV		-8,0	-4,2	0,0	6,0	225,0
Cost of capital	31,9%						Cost of capital	45,0%					
Failure risk premium	16,9%						Failure risk premium	30,0%					
Discount factor (DF)		76%	58%	44%	33%	25%	Discount factor (DF)		69%	48%	33%	23%	16%
(FCF + TV) * DF		-6,1	-2,4	0,0	2,0	56,5	(FCF + TV) * DF		-5,5	-2,0	0,0	1,4	35,2
EV	50,0						EV	29,0					

Metodo Venture Capital

- DCF con stima (solo) del valore terminale ignorando i flussi intermedi e scaricando tutti gli elementi di rischio sul costo del capitale / tasso di attualizzazione

$$EV = \frac{EBITDA_n \times \text{Industry Multiple}}{(1 + k^{vc})^n}$$

Stage of development	Discount / Required ROI *
Idea stage	135.93 %
Development stage	114.74 %
Startup stage	89.12 %
Expansion stage	48.60 %

*Adjustable by the user

Metodo Venture Capital: esempio

	0	1	2	3	4	5		0	1	2	3	4	5
EBITDA						20,0	EBITDA						20,0
Multiple						10,5	Multiple						10,5
TV						210,0	TV						210,0
VC discount rate							VC discount rate						
Discount factor (DF)						24%	Discount factor (DF)						14%
EV						50,0	EV						29,0

Contenuti

1. Criticità

2. Prospettiva

3. Modelli valutativi

a) Metodi basati su transazioni comparabili

b) Metodi DCF

4. Appendice

Appendice: Scorecard Method

Strength of the team analyzes:

- Time commitment of the founders
- Number of employees
- Team spirit and comradeship
- Years of industry experience of the core team
- Business and managerial background of the core team
- Technical skills of the core team

Size the opportunity analyzes:

- Estimated revenues in the third year according to the stage of the development
- Estimated size of the market in three years
- Geographical scope of the business

Strength and protection of the product/service analyzes:

- Stage of the product/service roll-out
- Degree of loyalty of customers
- Type of IP protection applicable
- IP protection in place (if any)

Appendice: Scorecard Method

Competitive environment analyzes:

- Level of competition in the market
- Quality of competitive products/services
- Competitive advantage over other products/services
- Barriers to entry to the market
- Threat of international competition

Strategic relationships with partners analyzes:

- Strength of the relationships with key strategic partners

Funding required includes:

- Capital required according to the stage of development

Appendice: Check-list Method

Quality of the core team analyzes:

- Average age of the founders
- Presence in the team of serial, successful entrepreneurs
- Time commitment of the founders
- Team spirit and comradeship
- Years of industry experience of the core team
- Business and managerial background of the core team
- Technical skills of the core team

Quality of the idea analyzes:

- Validation of the demand for the product/service
- Feedback received by early adopters/industry experts
- Level of competition in the market
- Competitive advantage over other products/services
- Geographical scope of the business
- Threat of international competition
- Degree of loyalty of customers

Appendice: Check-list Method

Product roll-out and IP protection analyzes:

- Stage of the product/service roll-out
- Type of IP protection applicable
- IP protection in place (if any)

Strategic relationships analyzes:

- Presence of an advisory board and number of advisors
- Presence and type of current shareholders
- Relationship with legal counselors
- Strength of the relationships with key strategic partners

Operating stage

- Stage of development
- Current profitability

VALUTAZIONE GIALLE & CO. - BENCHMARKING

L'Enterprise Value Gialle & Co per Punto Vendita è in linea con le valutazioni di Società simili che sono state oggetto di raccolta di capitali, posizionandosi nella parte bassa della forchetta.

Benchmarking	EV Pre-Money	Raccolta	EV Post-Money	N. Store esistenti	Nuove aperture	N. Store Post-Money	EV Pre-Money per Store	EV Post-Money per Store
Inigo Sushi Handrolls	2.565	342	2.907	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
Melrose&Morgan	2.052	285	2.337	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
friends & brgrs	8.820	613	9.433	5	3	8	1.103	1.179
The Good Egg 2nd	2.565	570	3.135	1	1	2	1.283	1.568
The Good Egg 1st	650	288	938	-	1	1	650	938
The Italian Job	1.396	468	1.865	1	1	2	698	932
Redemption	2.850	342	3.192	2	2	4	713	798
Monty's Deli	1.596	171	1.767	2	1	3	532	589
Dandy	1.407	86	1.492	-	1	1	1.407	1.492
Tart London 2nd	2.457	285	2.742	2	1	3	819	914
Tart London 1st	1.038	205	1.244	1	1	2	519	622
Beef & Brew	858	285	1.143	1	1	2	429	571
Miscusi (Round 2)*	18.500	5.000	23.500	3	ca. 17	20	941	1.195
Media con outlier (miscusi)							827	982
Media senza outlier (miscusi)							783	936
Gialle & Co.	1.884	500	2.384	1	2	3	628	795

* Numero di aperture stimato sulla base di CapEx medie di settore per singola apertura

Il Multiplo EV / EBITDA simulato con l'utilizzo dell'EBITDA medio di Piano e attualizzato al WACC mostra anche in questo caso una valutazione di Gialle & Co. non distante dalle valutazioni legate alle più recenti transazioni M&A del settore (appena al di sotto del range medio).

Multipli da Transazioni	FY19	FY20	FY21	FY22
Discounted EBITDA	(99)	62	439	391
Media Discounted EBITDA (A)			198	
Enterprise Value Pre-Money Gialle & Co. (B)			1.884	
Multiplo EV / EBITDA Gialle & Co. (B/A)			9,51X	
Multipli comparabili di mercato			Da 10X a 13 X	

Appendice: Esempio Business Plan (Proiezioni FCF)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Ebitda	-498.800	-74.844	445.925	1.146.756	1.581.874	2.306.928
Imposte	178.193	-3.949	-117.952	-330.271	-462.963	-679.371
Delta CCN	-212.033	277.403	63.224	111.503	148.716	267.066
Capex	915.240	0	0	0	0	0
Unlevered Free Cash Flow	-1.023.814	-356.196	264.749	704.983	970.195	1.360.491
Delta debiti vs banche (BT)	3.354	-3.354	0	0	0	0
Delta finanziamento soci	475.000	0	0	0	0	0
Interessi e oneri finanziari	-22.503	-24.000	-24.000	-24.000	-24.000	-24.000
Delta debiti vs altri finanziatori	30.000	0	0	0	0	0
Gestione straordinaria	0	0	0	0	0	0
Free Cash Flow to Equity	-537.963	-383.550	240.749	680.983	946.195	1.336.491
Delta patrimonio	593.557	1.100.000	0	0	0	0
Net cash flow	55.594	716.450	240.749	680.983	946.195	1.336.491
Cassa / (debito vs banche (ST))	0	55.594	772.044	1.012.792	1.693.775	2.639.970
Net cash flow	55.594	716.450	240.749	680.983	946.195	1.336.491
Cassa / (debito vs banche (ST) a fine anno)	55.594	772.044	1.012.792	1.693.775	2.639.970	3.976.460