



# 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](http://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

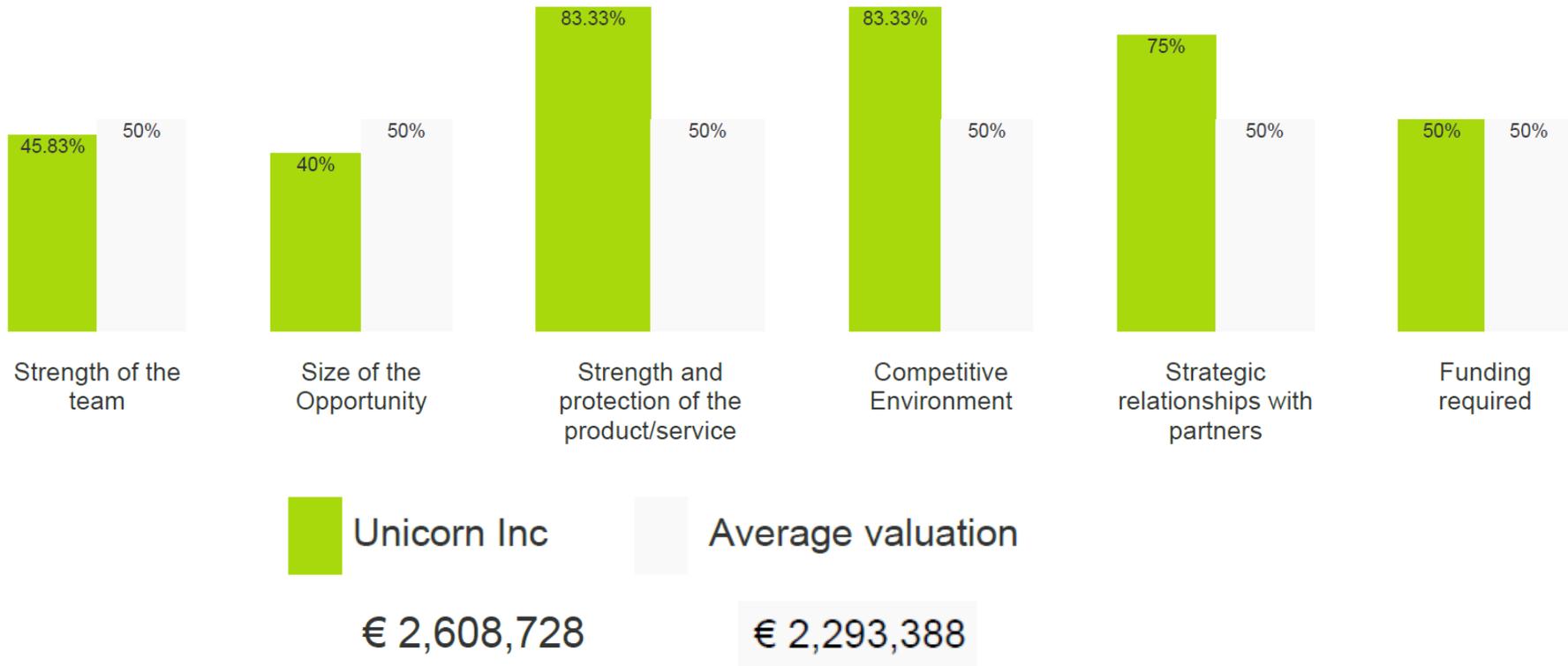
CRITERIA	WEIGHTS *
STRENGTH OF THE TEAM	30%
SIZE OF THE OPPORTUNITY	25%
COMPETITIVE ENVIRONMENT	10%
STRENGTH & PROTECTION OF PRODUCT/SERVICE	15%
STRATEGIC RELATIONSHIPS WITH PARTNERS	10%
FUNDING REQUIRED	10%

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**

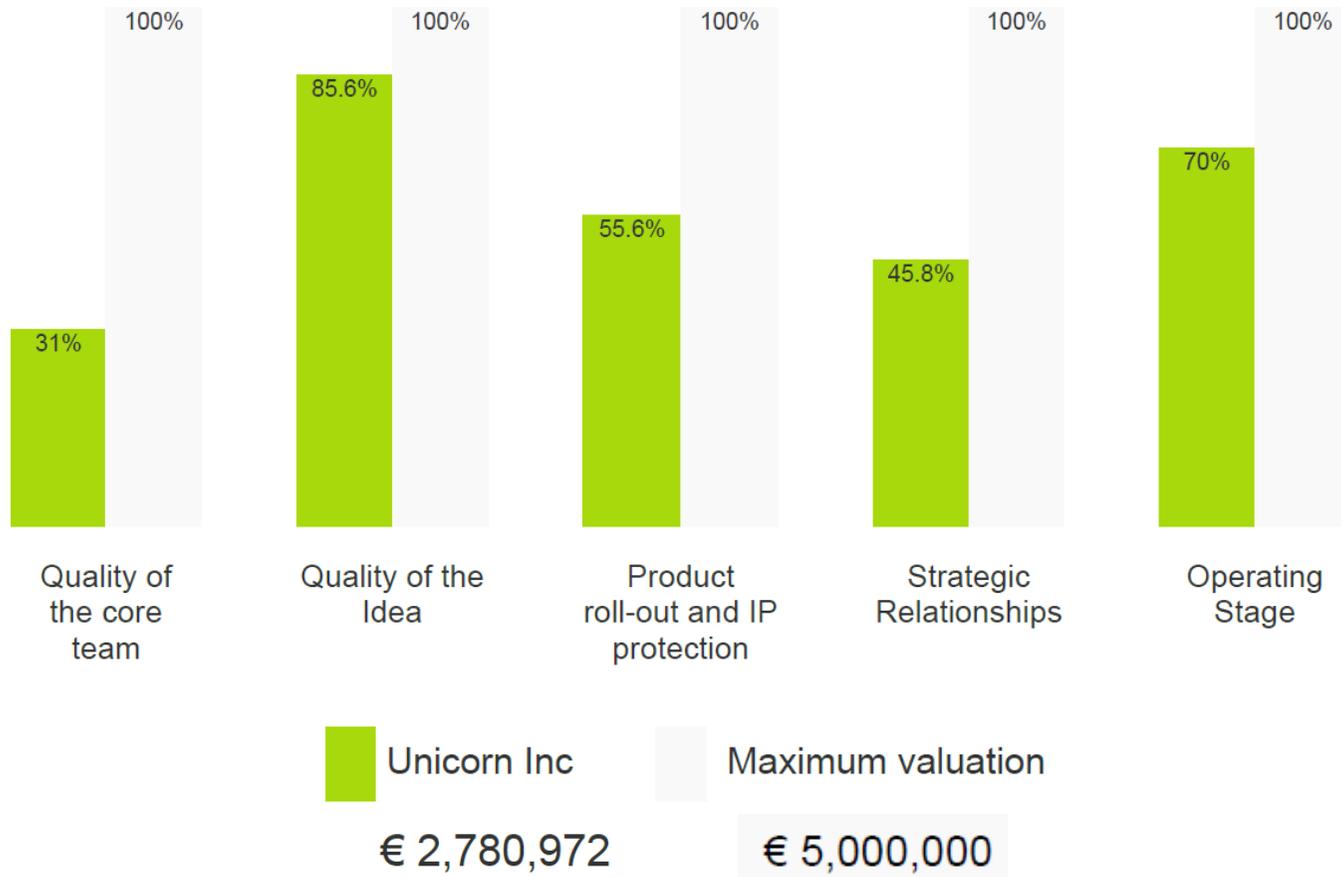
CRITERIA	WEIGHT	SAMPLE CASE SCORE	MAX VALUATION *	VALUE
QUALITY OF THE CORE TEAM	30%	80%	\$8 M	$30\% * 80\% * 8\text{ M} = 1.92\text{ M}$
QUALITY OF THE IDEA	20%	65%	\$8 M	$20\% * 65\% * 8\text{ M} = 1.04\text{ M}$
PRODUCT ROLL-OUT AND IP PROTECTION	15%	40%	\$8 M	$15\% * 40\% * 8\text{ M} = 0.48\text{ M}$
STRATEGIC RELATIONSHIPS	15%	50%	\$8 M	$15\% * 50\% * 8\text{ M} = 0.6\text{ M}$
OPERATING STAGE	20%	50%	\$8 M	$20\% * 50\% * 8\text{ M} = 0.8\text{ M}$
<b>Pre-money valuation</b>				<b>\$ 4,840,000</b> 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
<b>Media con outlier (miscusi)</b>							<b>827</b>	<b>982</b>
<b>Media senza outlier (miscusi)</b>							<b>783</b>	<b>936</b>
<b>Gialle &amp; Co.</b>	<b>1.884</b>	<b>500</b>	<b>2.384</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>628</b>	<b>795</b>

\* 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
<b>Unlevered Free Cash Flow</b>	<b>-1.023.814</b>	<b>-356.196</b>	<b>264.749</b>	<b>704.983</b>	<b>970.195</b>	<b>1.360.491</b>
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
<b>Free Cash Flow to Equity</b>	<b>-537.963</b>	<b>-383.550</b>	<b>240.749</b>	<b>680.983</b>	<b>946.195</b>	<b>1.336.491</b>
Delta patrimonio	593.557	1.100.000	0	0	0	0
<b>Net cash flow</b>	<b>55.594</b>	<b>716.450</b>	<b>240.749</b>	<b>680.983</b>	<b>946.195</b>	<b>1.336.491</b>
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
<b>Cassa / (debito vs banche (ST) a fine anno)</b>	<b>55.594</b>	<b>772.044</b>	<b>1.012.792</b>	<b>1.693.775</b>	<b>2.639.970</b>	<b>3.976.460</b>