



Par Thomas Hachette,  
associé,  
Sorgem Evaluation

# L'évaluation des entreprises SaaS dans le cadre de la chute des marchés

**Les sociétés SaaS ont vu leur valeur chuter en Bourse ces derniers mois, avec des évolutions disparates. Un tel contexte renforce la nécessité d'étudier en détail les valorisations de marché, ce que vont notamment devoir faire les fonds d'investissement ayant de telles participations dans le cadre de l'estimation de leur actif net réévalué. Une autre question qui pourrait également se poser a trait à l'impact de la baisse de la valeur des entreprises sur les différentes catégories d'actions qui peuvent composer leur capital.**

**L**e mode SaaS est une solution de distribution de logiciel applicative hébergée et exploitée en dehors de l'entreprise par un tiers et rendue accessible par l'intermédiaire d'internet. Comme l'indique l'AGI, « plus que technologique, le mode licence et le mode

SaaS (Software As A Service, logiciel comme un service) sont avant tout des modèles philosophiques et économiques très différents »<sup>1</sup>.

Une entreprise en mode SaaS tire ses revenus d'abonnements récurrents (pour autant que le taux de rétention, métrique clé, soit élevé). L'acquisition de clients requiert des investissements commerciaux importants (en général plus d'un an de revenu), mais le client dégage ensuite une marge élevée sur de nombreuses années.

Du point de vue de l'évaluation d'entreprise, on comprend aisément pourquoi la comparaison avec des sociétés n'étant pas en mode SaaS, notamment des sociétés qui n'offrent pas d'abonnements mais vendent des logiciels ou du matériel, n'est pas pertinente : en effet, le client d'un logiciel achète sa licence une

**Pour une entreprise de logiciels, la profitabilité vient au début, en phase de croissance, car le coût d'acquisition d'un client ne représente qu'une fraction de la licence qu'il paie à la signature du contrat. Une entreprise SaaS commence en revanche à perte, l'abonnement payé par le client étant inférieur à son coût d'acquisition.**

fois pour toutes, alors qu'un client SaaS en paie une fraction chaque année. Pour une entreprise de logiciels, la profitabilité vient au début, en phase de croissance, car le coût d'acquisition

d'un client ne représente qu'une fraction de la licence qu'il paie à la signature du contrat. Une entreprise SaaS commence en revanche à perte, l'abonnement payé par le client étant inférieur à son coût d'acquisition. Mais ensuite, le revenu du client logiciel

période de crise, des fire sales ou ventes avec des contraintes impactant le prix peuvent survenir).

En second lieu, il convient d'éviter de compter en double les impacts négatifs, par exemple en retenant un multiple d'évaluation déterminé à partir d'agrégats financiers qui n'ont pas été ajustés à la baisse (pour tenir compte du nouvel environnement de marché) et en l'appliquant à des agrégats financiers ajustés à la baisse.

**Il convient d'éviter de compter en double les impacts négatifs, par exemple en retenant un multiple d'évaluation déterminé à partir d'agrégats financiers qui n'ont pas été ajustés à la baisse et en l'appliquant à des agrégats financiers ajustés à la baisse.**

s'effondre, alors que le client SaaS procure une rente perpétuelle (en cas d'absence d'attrition), grâce à la récurrence du revenu.

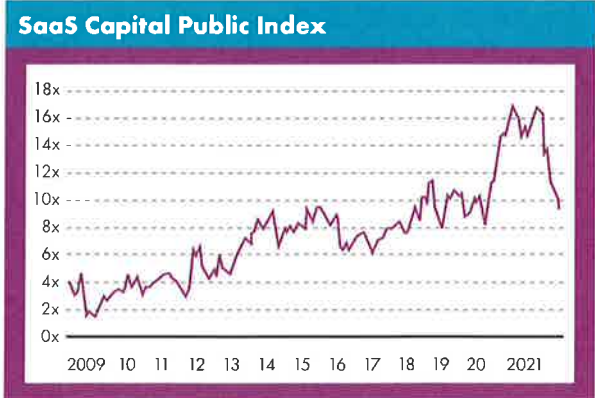
**L'évaluation d'une entreprise en mode SaaS ne peut se faire qu'en prenant en compte son business model**

L'approche première souvent rencontrée sur le marché est l'application d'un multiple de chiffre d'affaires<sup>2</sup>. Un indice « SaaS Capital Index »<sup>3</sup> existe d'ailleurs et correspond à un multiple d'ARR (l'ARR, sigle d'annual recurring revenue, est un indicateur qui prédit les revenus de l'année, sur la base du nombre d'abonnements souscrits) sur des sociétés en mode SaaS en B2B.

Comme en témoigne l'évolution de cet indice, les valeurs de marché des sociétés en mode SaaS ont chuté ces derniers mois : l'indice SaaS Capital Index a ainsi perdu 45 % entre août 2021

toujours, de les analyser en détail plutôt que de se référer à une simple moyenne ou médiane. Dans le cas des sociétés SaaS, nous avons toujours identifié un lien fort entre la dynamique de chiffre d'affaires et de consommation de trésorerie et le niveau de multiple d'ARR/de chiffre d'affaires. Ce lien perdure. A contrario, les niveaux de multiples extrêmement élevés que nous pouvions observer par le passé et qui nous semblaient parfois difficilement réconciliables avec une analyse par l'actualisation de flux de trésorerie futurs (autrement appelée DCF) sont ceux qui ont connu la baisse la plus significative sur la période récente : la crise actuelle a davantage impacté des sociétés aux multiples très élevés (impactant par conséquent également la moyenne) que les multiples les plus bas, qui sont restés relativement stables. Les fonds d'investissement, pour leur prochain calcul d'ANR, devront certainement s'appuyer sur des analyses détaillées pour tenir compte de ces éléments et des spécificités des sociétés en portefeuille.

Un autre élément pourrait gagner en importance : la prise en compte de la valeur des préférences attachées à certaines actions. Il n'est en effet pas rare de voir le capital de ces sociétés réparti entre plusieurs catégories d'actions, certaines bénéficiant de préférences, d'autres pas. Souvent, il y a au capital de ces sociétés des préférences dites simples qui permettent aux investisseurs qui les détiennent de récupérer en priorité en cas de sortie leur mise initiale : économiquement, ces investisseurs détiennent à la fois des actions ordinaires et une option de vente au prix de l'investissement initial. Cette option peut avoir une valeur relativement limitée en cas de momentum positif depuis la date d'investissement initial (dans un tel cas, la probabilité d'exercice de l'option est faible) et certaines sociétés de gestion ont pu porter une attention tout aussi limitée à leur évaluation. Dans le cas d'une baisse importante des marchés financiers, l'évaluation des préférences pourrait devenir un sujet d'importance qui requiert des compétences en matière d'évaluation d'options spécifiques et complexes. ■



et avril 2022, et 32 % depuis le début de l'année.

Source : <https://www.saas-capital.com/the-saas-capital-index/>, données jusqu'à fin avril 2022

En matière d'évaluation, une chute brutale des marchés a des conséquences qu'il convient de prendre en compte, comme l'ont rappelé les guidelines de l'IPEV, référence usuelle en matière d'évaluation des participations des fonds d'investissement<sup>4</sup>.

En premier lieu, les multiples observés sur des transactions concernant des sociétés privées peuvent ne plus constituer des références probantes du fait de conditions de marché qui ont évolué depuis la date à laquelle le prix a été fixé. Il faut aussi éviter de prendre en compte des références affectées par des situations très spécifiques des acquéreurs ou vendeurs (en

1. [www.agj-paris.fr](http://www.agj-paris.fr)  
 2. Bien qu'il soit préférable de se fonder sur des analyses spécifiques pour évaluer ces sociétés, en recherchant les critères discriminants justifiant l'application d'un certain niveau de multiple d'évaluation (nos analyses nous ont permis de constater de fortes disparités de multiples d'évaluation qu'il est possible de rationaliser en analysant certains critères comme le taux de croissance du chiffre d'affaires, la consommation de trésorerie, le taux d'attrition, le coût d'acquisition des clients, la structure de coûts, les investissements nécessaires à la poursuite de l'activité).  
 3. <https://www.saas-capital.com/the-saas-capital-index/>.  
 4. Voir IPEV Valuation Guidelines de mars 2020.