



Venture Valuation

Valorisation de sociétés à forte croissance

Mêlée Numérique, Toulouse

Hampus Hillerström
6 juin 2002

www.venturevaluation.com



Aperçu



- I. Quand valoriser votre société
- II. Pourquoi valoriser votre société
- III. Nécessités, difficultés, compétences requises
- IV. Approche de Venture Valuation
- V. Cas pratique



I. Quand valoriser?

- Vous devez négocier un prix avant toute transaction!
 - ⇒ *Tour de financement / investissement;*
Fusions / acquisitions.
- Mais aussi:
 - ⇒ *Valorisation périodique d'un fond / Reporting;*
Bonne / mauvaise performance boursière.



II. Pourquoi valoriser?

- Avant la transaction...
 - Défendre sa position
 - Parler le langage des investisseurs
 - Permet de savoir où se trouve la valeur
- Mais aussi après l'investissement...
 - Suivi de la société
 - Transparence de la société auprès des investisseurs
 - Communication entre management du fond et les investisseurs du fond



III. Nécessités

- Situer la société:
 - Trouver son modèle économique
 - Définir les flux de revenus et la structure de coûts
 - Positionner la société dans l'industrie
 - Connaître ses concurrents
 - Ne pas négliger le marketing
 - Comprendre les générateurs de valeur
- ⇒ *il faut traduire en termes financiers l'idée de la start-up et afficher des fondamentaux*



III. Difficultés

- Technologie et environnement évoluent très vite
 - Marchés deviennent globaux et opaques (p.ex. près de 5000 sociétés biotech!)
 - Volatilité des titres / bulles spéculatives
 - Comprendre le cycle du capital-risqueur
 - Lien marchés de capitaux publics et privés
 - Pas de données historiques
- ⇒ *plus difficile de valoriser une start-up qu'une société établie*



III. Compétences requises



- Vision large permettant la comparaison
- Expertise en finance, science/technologie et dans l'industrie
- Connaissance des marchés de capitaux
- Compréhension des besoins des entrepreneurs / investisseurs

⇒ *sociétés spécialisées comme Venture Valuation*



IV. Notre approche

- Valeur = futur potentiel de la société
- ANALYSE QUALITATIVE:
4 éléments non directement quantifiables
- ANALYSE DU RISQUE:
Taux d'actualisation
- ANALYSE QUANTITATIVE:
jusqu'à 5 méthodes

⇒ *approche systématique et reconnue*



V. Cas pratique

- Société TECH S.A.
- Industrie: Hightech
- Produit: camera innovante
- Applications: surveillance, automobile
- 12 personnes
- Plusieurs clients; 10 contrats de distribution
- Spin-off d'une Ecole d'Ingénieurs renommée
- Recherche € 2 m pour couvrir les besoins de cash de son business plan



ANALYSE QUALITATIVE



- 4 éléments non directement quantifiables:
 - Management
 - Marché
 - Science & Technologie
 - Stade d'avancement

⇒ *analyser ces éléments et les transformer en éléments financiers*



ANALYSE QUALITATIVE Management



- L'équipe / complémentarité des profils
 - Historique de performance / expérience
 - Motivation / structure de compensation
 - Intelligence émotionnelle / compétences sociales
 - Organisation / capacité de gérer une structure
 - Composition et engagement du Conseil d'administration et du Conseil scientifique
- ⇒ *connaissance d'environnements start-ups*



ANALYSE QUALITATIVE Management: TECH S.A.



- L'équipe:
 - 1 financier (p.d.g, dir. financier et marketing) et 4 ingénieurs; peu / pas d'expérience du monde start-up
 - Motivation:
 - Management détient seul. 10% du capital
 - Conseil d'administration:
 - Manque d'expérience industrielle
- ⇒ *équipe complète, fortement dépendante d'une personne, mais efficace (nombreux contrats)*



ANALYSE QUALITATIVE Marché



- Cinq forces de Michael Porter
 - Rivalité entre concurrents existants
 - Barrières d'entrée
 - Substituts
 - Pouvoir de négociation du fournisseur
 - Pouvoir de négociation de l'acheteur
- Evolution des besoins du client
- Tendances dans l'industrie



ANALYSE QUALITATIVE

Marché: TECH S.A.



- Concurrence directe / rivalité:
 - Niche: peu ou pas de concurrence
 - Détail: gros acteurs
- Barrières d'entrées:
 - Know-how: années de recherche dans l'Ecole d'Ingénieurs
 - Difficile de protéger par brevets
- Substituts:
 - Seulement autre technologie établie



ANALYSE QUALITATIVE

Marché: TECH S.A.



- Pouvoir de négociation du fournisseur
 - Peu de fabricants de caméras: dépendance
- Pouvoir de négociation de l'acheteur
 - Plutôt limité, sauf pour l'application automobile
- Besoins des clients
 - Caméras bon marché avec davantage de fonctionnalités
- Tendances
 - Intégration, miniaturisation, etc.



ANALYSE QUALITATIVE Technologie



- Propriété intellectuelle (PI)
- Avantages comparatifs
- Capacité à atteindre les objectifs technologiques
- Gestion d'innovations futures
- Partenariats et alliances technologiques

⇒ *Coopération avec des spécialistes*



ANALYSE QUALITATIVE Technologie: TECH S.A.

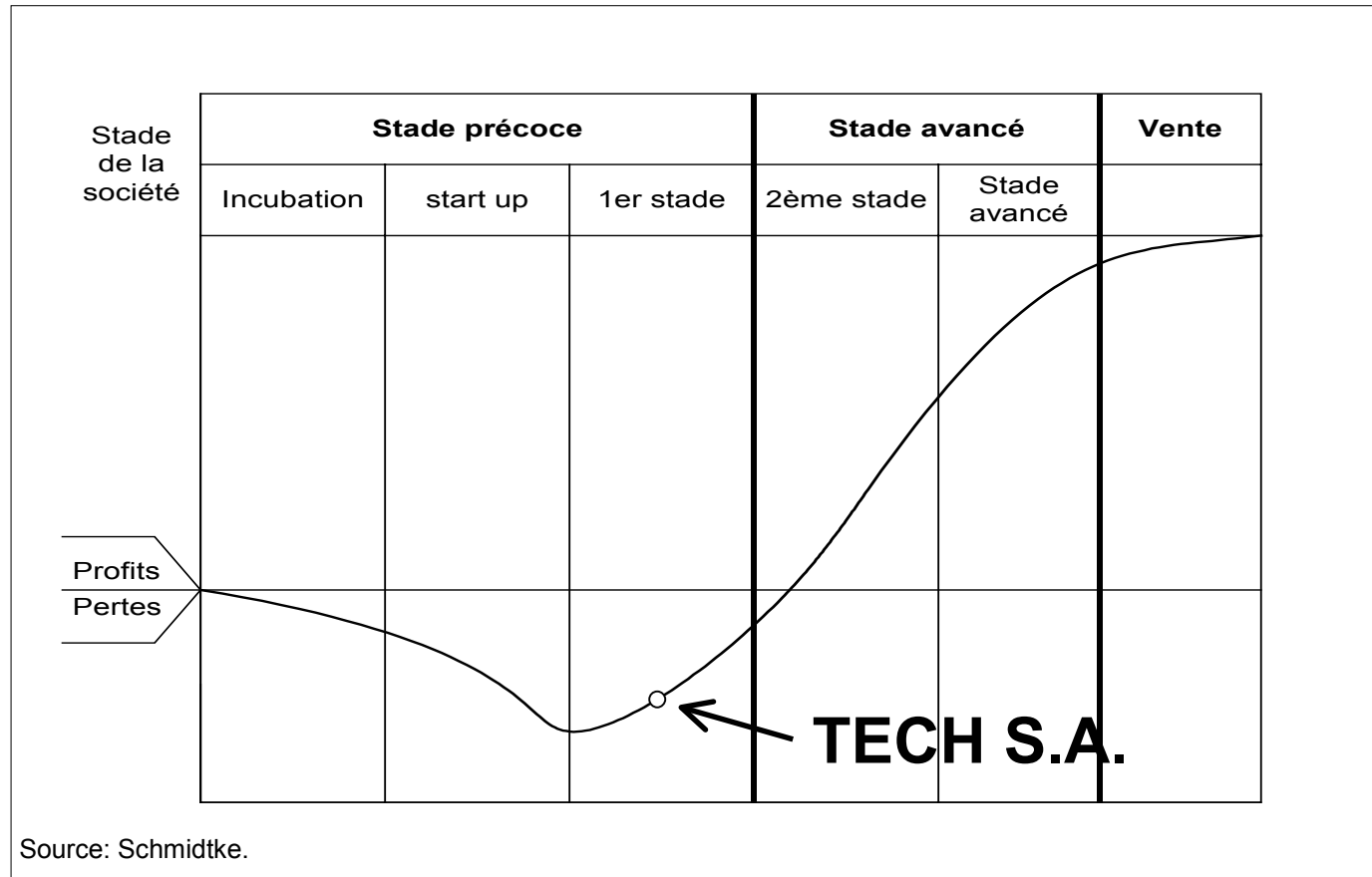


- Propriété intellectuelle:
 - Une patente protégeant une combinaison de deux caractéristiques de la caméra
 - Plutôt avantage du know-how et de l'avance sur la concurrence
- Avantages comparatifs
 - Technologie a gagné des prix d'innovation
 - Satisfaction des clients existants
- Objectifs technologiques déjà atteints



ANALYSE QUALITATIVE

Stade: TECH S.A.



⇒ *Preuve du concept, produits terminés, clients*



ANALYSE DU RISQUE



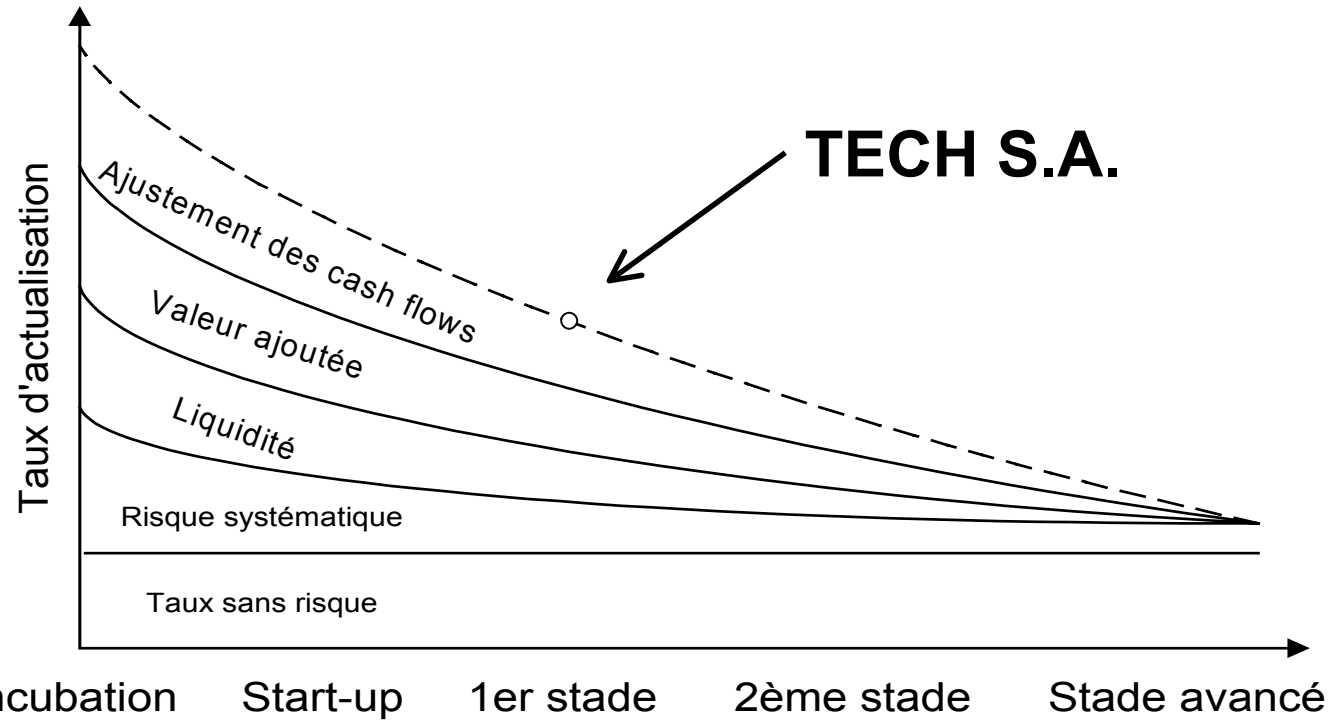
- Taux d'actualisation:
 - Taux sans risque
 - Risque systématique de la société
 - Prime de liquidité
 - Prime valeur ajoutée du futur investisseur
 - Prime d'ajustement des cash flows

⇒ *Change en fonction du stade d'avancement de la société*

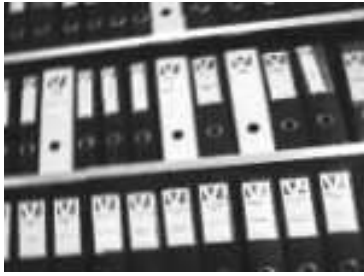


ANALYSE DU RISQUE

Taux d'actualisation



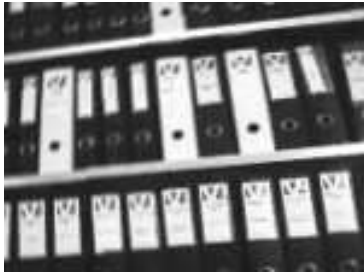
Source: Scherlis/Sahlman.



ANALYSE QUANTITATIVE

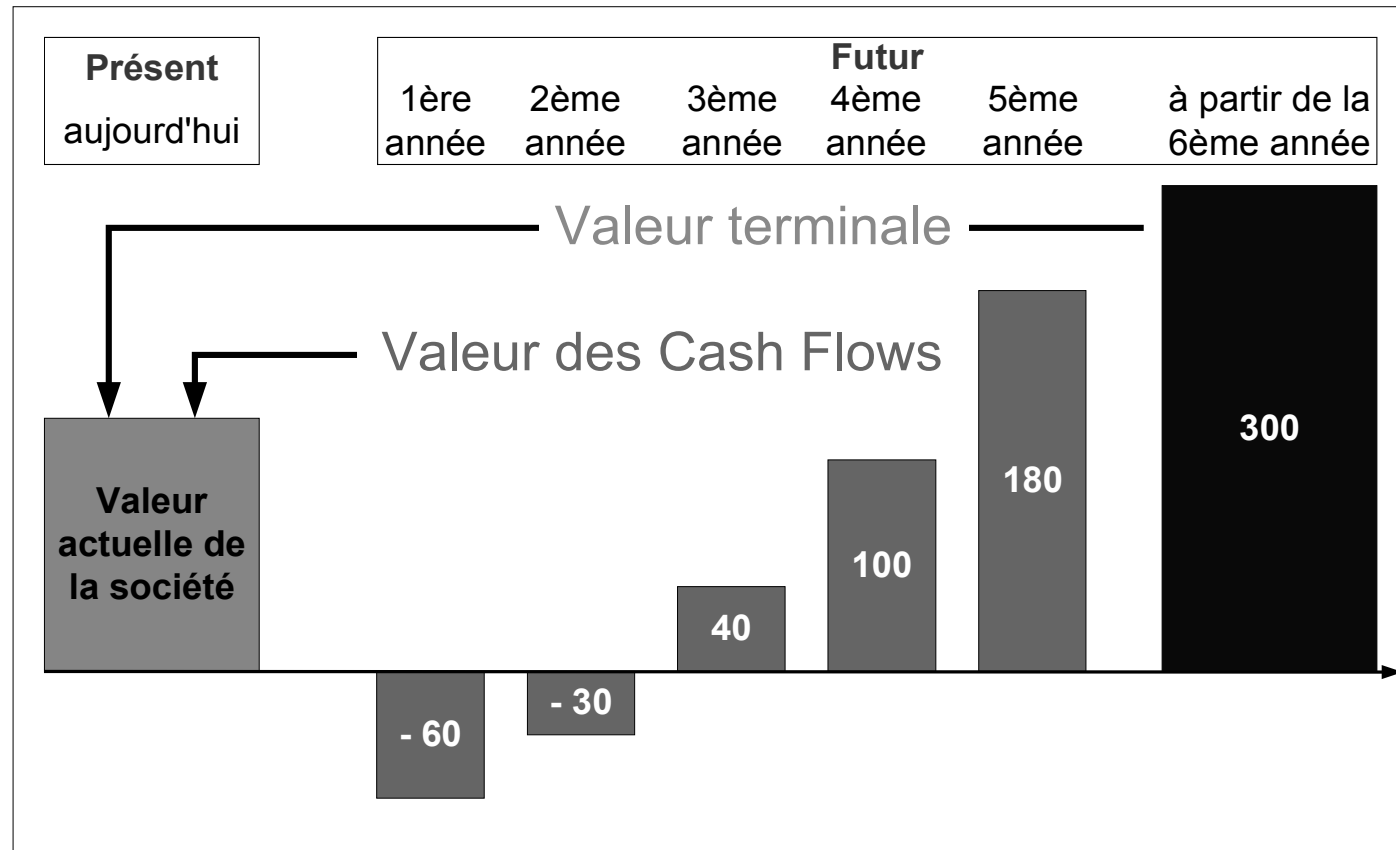


- Méthodes opérationnelles:
⇒ *business plan, fondamentaux*
 - Méthodes de marché:
⇒ *prix, tendances, difficultés de comparaison*
 - 5 méthodes:
 - Cash Flow Actualisés
 - Options Réelles
 - Méthode du Capital-Risque ⇒ Méth. mixte
 - Comparables Boursiers
 - Transactions Comparables
- ⇒ *utiliser plusieurs méthodes et pondérer en fonction de la société valorisée*



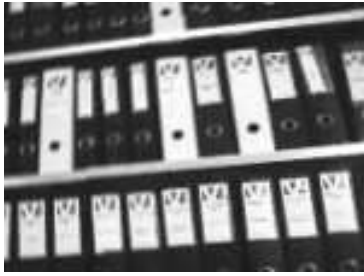
ANALYSE QUANTITATIVE

Cash Flows Actualisés

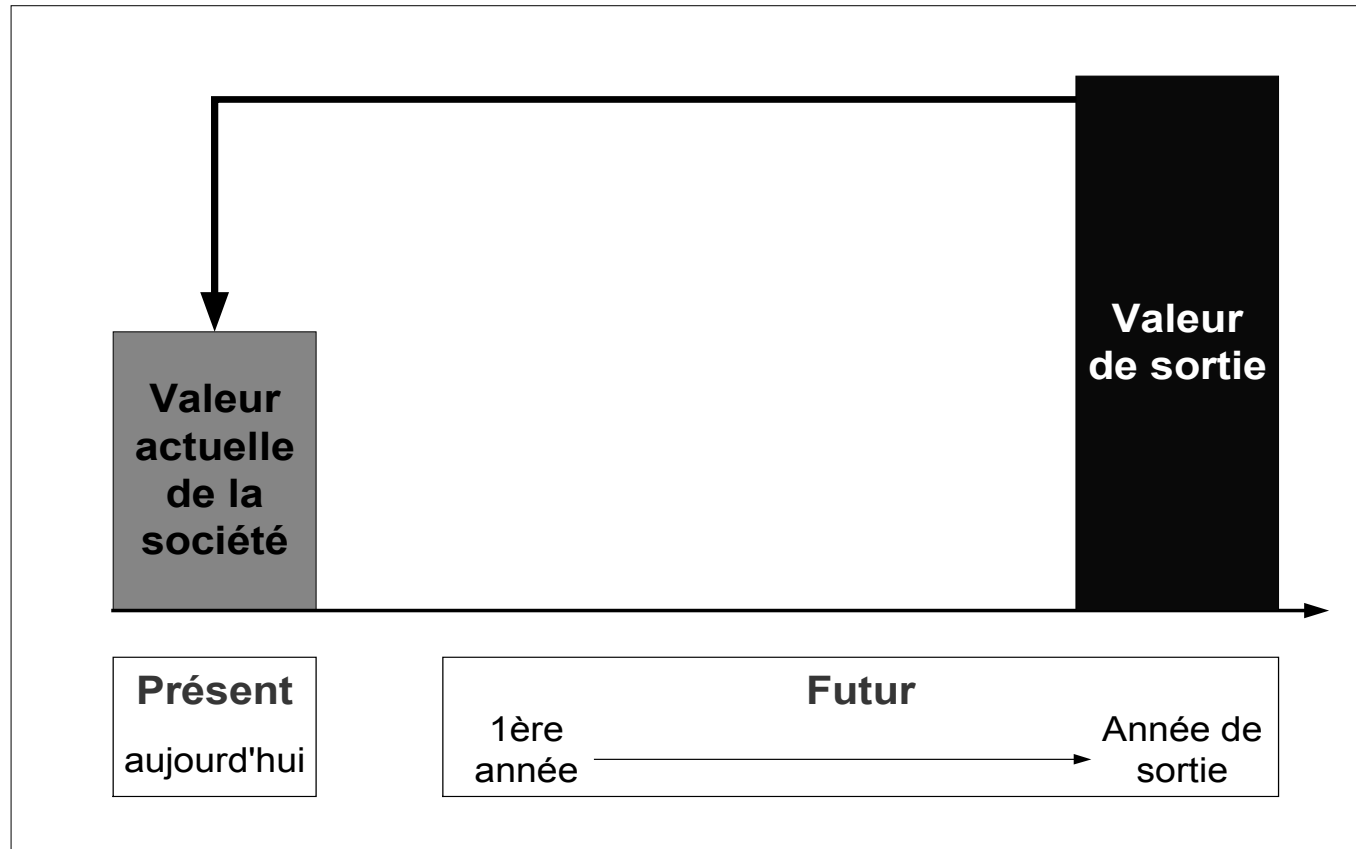


⇒ *projections du business plan*

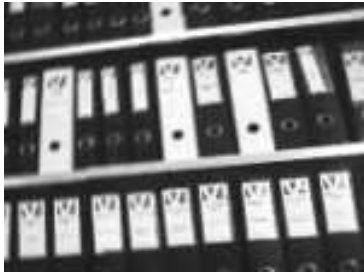
⇒ *méthode "bottom-up"*



ANALYSE QUANTITATIVE Capital-Risque



⇒ *Valeur dans quelques années est actualisée*



ANALYSE QUANTITATIVE Comparables Boursiers



- Choix des sociétés comparables
- Calcul de multiples de chiffre d'affaires, de nombre d'employés, de R&D, etc.
- Appliquer ces multiples à la société valorisée
- Exemple:

Prix / employé = € 1'100'000

Employés TECH S.A.= 12

Valorisation TECH S.A. = € 13.2 m

⇒ *Difficile de trouver des sociétés comparables*



Conclusions

- Faire attention aux fondamentaux
- Valorisation comme processus
- Valeur = $F(\text{risque; potentiel})$
- Utilisation de plusieurs méthodes (opérationnelles et de marché)
- Valorisation exacte n'existe pas
- Résultat = fourchette de valeur



Merci



Vous pouvez télécharger cette présentation sur:

www.venturevaluation.com