



Venture Valuation

La Valorisation de Start-ups: Une Approche
Systématique Illustrée par un Cas Pratique

Lunch-Présentation PSE, Lausanne

Hampus Hillerström

Patrik Frei

22 octobre 2002

www.venturevaluation.com



Aperçu



- I. Profil-éclair de Venture Valuation
- II. Valorisation I : Introduction
- III. Valorisation II : Nécessités, difficultés, compétences requises
- IV. Valorisation III : Approche
- V. Cas pratique
- VI. Comment augmenter vos chances de financement



Aperçu



- I. Profil-éclair de Venture Valuation
- II. Valorisation I : Introduction
- III. Valorisation II : Nécessités, difficultés, compétences requises
- IV. Valorisation III : Approche
- V. Cas pratique
- VI. Comment augmenter vos chances de financement



Venture Valuation



- Indépendants; spécialisés; pas investisseur
- Equipe complémentaire d'experts
- Bureaux à Zurich, Toronto et Munich
- 60 valorisations dans 8 pays
- Couverture de toutes les industries à forte croissance (biotech, hightech, TIC, medtech)
- Connaissance de l'industrie et des marchés
- Produits: Valuation Report / Valuation Radar
- Clients: entrepreneurs / investisseurs / incubateurs / universités



Aperçu



- I. Profil-éclair de Venture Valuation
- II. Valorisation I : Introduction
- III. Valorisation II : Nécessités, difficultés, compétences requises
- IV. Valorisation III : Approche
- V. Cas pratique
- VI. Comment augmenter vos chances de financement



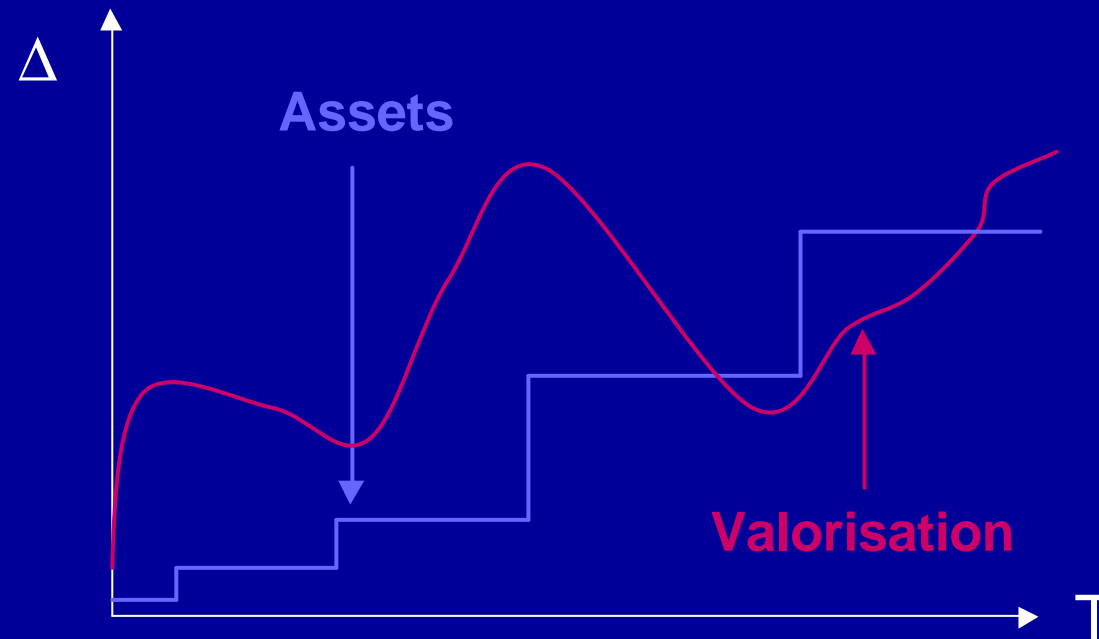
Qu'est-ce que la valeur d'une société?



- Ce que l'investisseur est prêt à payer
⇒ *Dépends en partie de vous*
- Ce qui justifie le risque des investisseurs
⇒ *IRR de 35% demandé par actionnaires*
- "Rules of thumbs"
⇒ *Changent constamment*
- Méthodes traditionnelles (banquiers)
⇒ *Adapter aux start-ups*
- $((\text{payoff} \times \text{probability}) - \text{costs}) / \text{time}$
⇒ *Pour chaque variable un modèle*



Qu'est-ce que la valeur d'une société? (Suite)



- „Assets“ (=éléments quantifiables et non directement quantifiables) augmentent avec les investissements et les milestones atteints
⇒ *Mais: la valorisation change. Pourquoi?*



Influences sur la valeur



⇒ *Là où vous le pouvez, tirez un maximum de votre valorisation !*



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.



Pourquoi valoriser?

- Avant la transaction...
 - Défendre sa position
 - Parler le langage des investisseurs
 - 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



Aperçu



- I. Profil-éclair de Venture Valuation
- II. Valorisation I : Introduction
- III. Valorisation II : Nécessités, difficultés, compétences requises
- IV. Valorisation III : Approche
- V. Cas pratique
- VI. Comment augmenter vos chances de financement



Nécessités



- Situer la société:
 - Décrire son modèle économique: flux de revenus, structure de coûts, clientèle, canaux de distribution
 - Positionner la société dans l'industrie
 - Connaître ses concurrents
 - Comprendre les générateurs de valeur de son marché
- ⇒ *il faut traduire en termes financiers l'idée de la start-up et afficher des fondamentaux*



Difficultés



- Technologie et environnement évoluent très vite
 - Marchés deviennent globaux et opaques (p.ex. près de 5'000 sociétés biotech!)
 - Volatilité des titres / bulles spéculatives
 - Comprendre le cycle d'investissement du capital-risqueur
 - Pas de données historiques
- ⇒ *plus difficile de valoriser une start-up qu'une société établie*

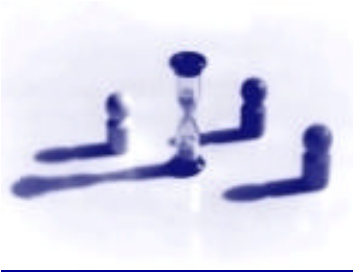


Compétences requises



- 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*



Aperçu



- I. Profil-éclair de Venture Valuation
- II. Valorisation I : Introduction
- III. Valorisation II : Nécessités, difficultés, compétences requises
- IV. Valorisation III : Approche
- V. Cas pratique
- VI. Comment augmenter vos chances de financement



Approche de Valorisation



- Valeur = futur potentiel de la société

- **ANALYSE QUALITATIVE:**
4 éléments non directement quantifiables

- **ANALYSE DU RISQUE:**
Taux d'actualisation

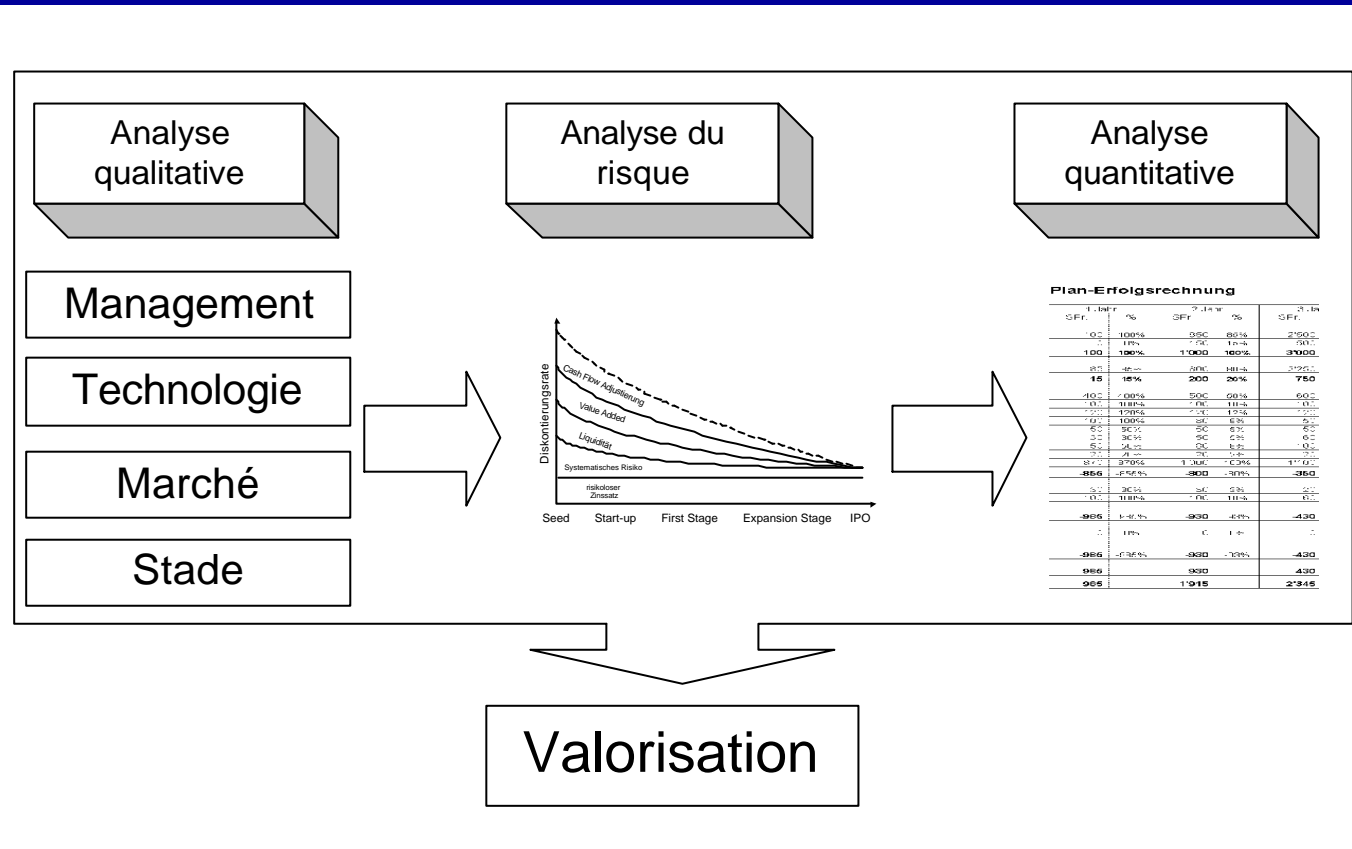
- **ANALYSE QUANTITATIVE:**
jusqu'à 5 méthodes
+ perspectives de sorties

Fourchette
de valeur

⇒ *approche systématique et reconnue*



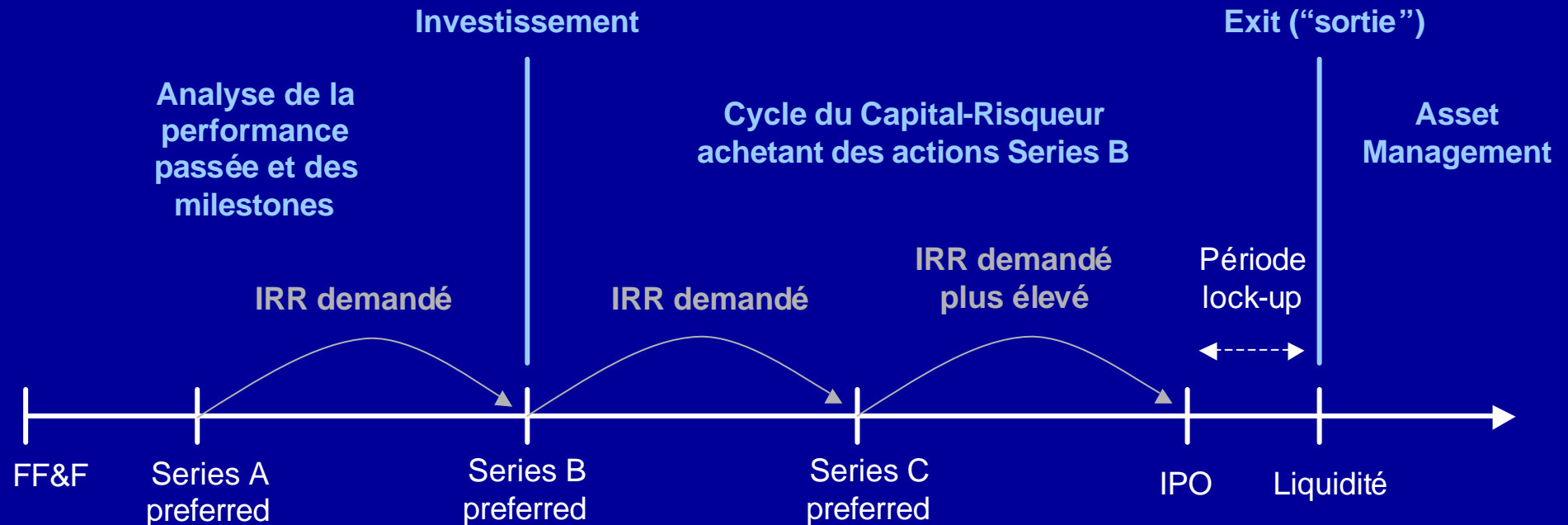
Process de valorisation



⇒ *valorisation intègre ces trois analyses*



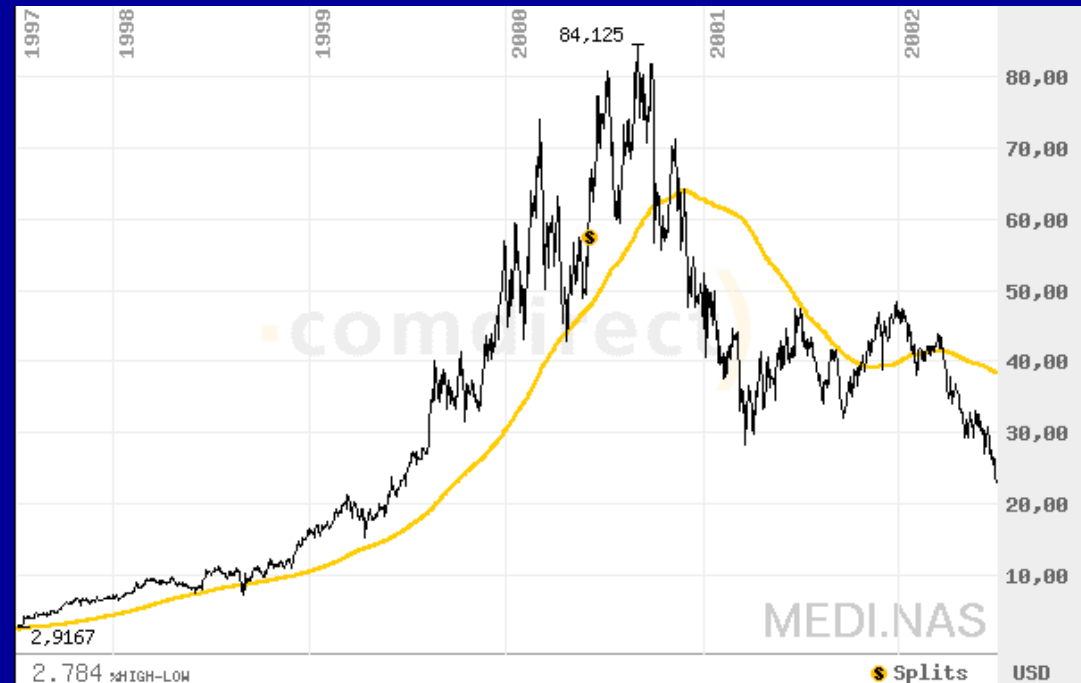
Importance du Cycle du Capital-Risqueur



- Observer toute la durée de vie de la société
- Vente comme stratégie alternative de "sortie"



Influence des Marchés Publics



⇒ *Plongeon des prix des actions cotées rendent les perspectives de sortie difficiles*

⇒ *Nombreux "flat or down rounds" cette année*



Aperçu



- I. Profil-éclair de Venture Valuation
- II. Valorisation I : Introduction
- III. Valorisation II : Nécessités, difficultés, compétences requises
- IV. Valorisation III : Approche
- V. Cas pratique
- VI. Comment augmenter vos chances de financement



Cas pratique

- Société Photonfocus AG (PHF AG)
- Industrie: Hightech
- Produit: cameras et senseurs CMOS
- Applications: surveillance, machine vision, automobile
- 10 personnes
- Plusieurs clients; 10 contrats de distribution
- Spin-off du CSEM, Neuchâtel
- Recherche CHF 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 afin de définir le risque de la société*



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: PHF AG



- L'équipe:
 - 1 financier (CEO, CFO et Marketing) et 4 ingénieurs; peu / pas d'expérience du monde start-up
 - Motivation:
 - Participation du management relativement faible mais nombreux incentives
 - 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
 - Substituts
 - Rivalité entre concurrents existants
 - Barrières d'entrée
 - Pouvoir de négociation du fournisseur
 - Pouvoir de négociation de l'acheteur
- Evolution des besoins du client
- Tendances dans l'industrie



ANALYSE QUALITATIVE

Marché: PHF AG



- Substituts:
 - Technologie établie (CCD)
- Rivalité entre concurrents existants:
 - Niche: peu ou pas de concurrence
 - Détail: gros acteurs
- Barrières d'entrées:
 - Know-how: plusieurs années de recherche au CSEM
 - Difficile de protéger par brevets



ANALYSE QUALITATIVE

Marché: PHF AG



- 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



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



ANALYSE QUALITATIVE

Technologie: PHF AG

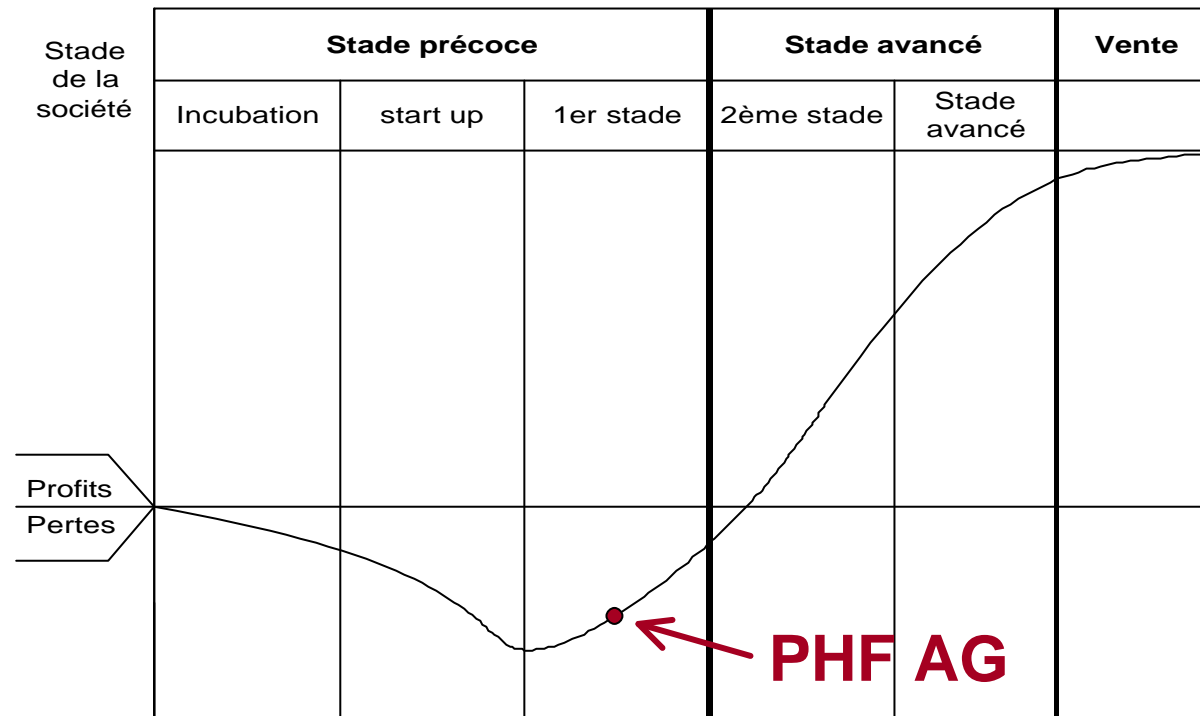


- Avantages comparatifs
 - Technologie a gagné des prix d'innovation
 - Satisfaction des clients existants
- Objectifs technologiques déjà atteints
- Propriété intellectuelle:
 - Une patente protégeant une combinaison de deux caractéristiques de la caméra
 - Plutôt avantage du know-how et de l'avance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



ANALYSE QUALITATIVE

Stade: PHF AG



Source: Schmidtke.

⇒ *Preuve du concept, produits terminés, clients*



ANALYSE DU RISQUE



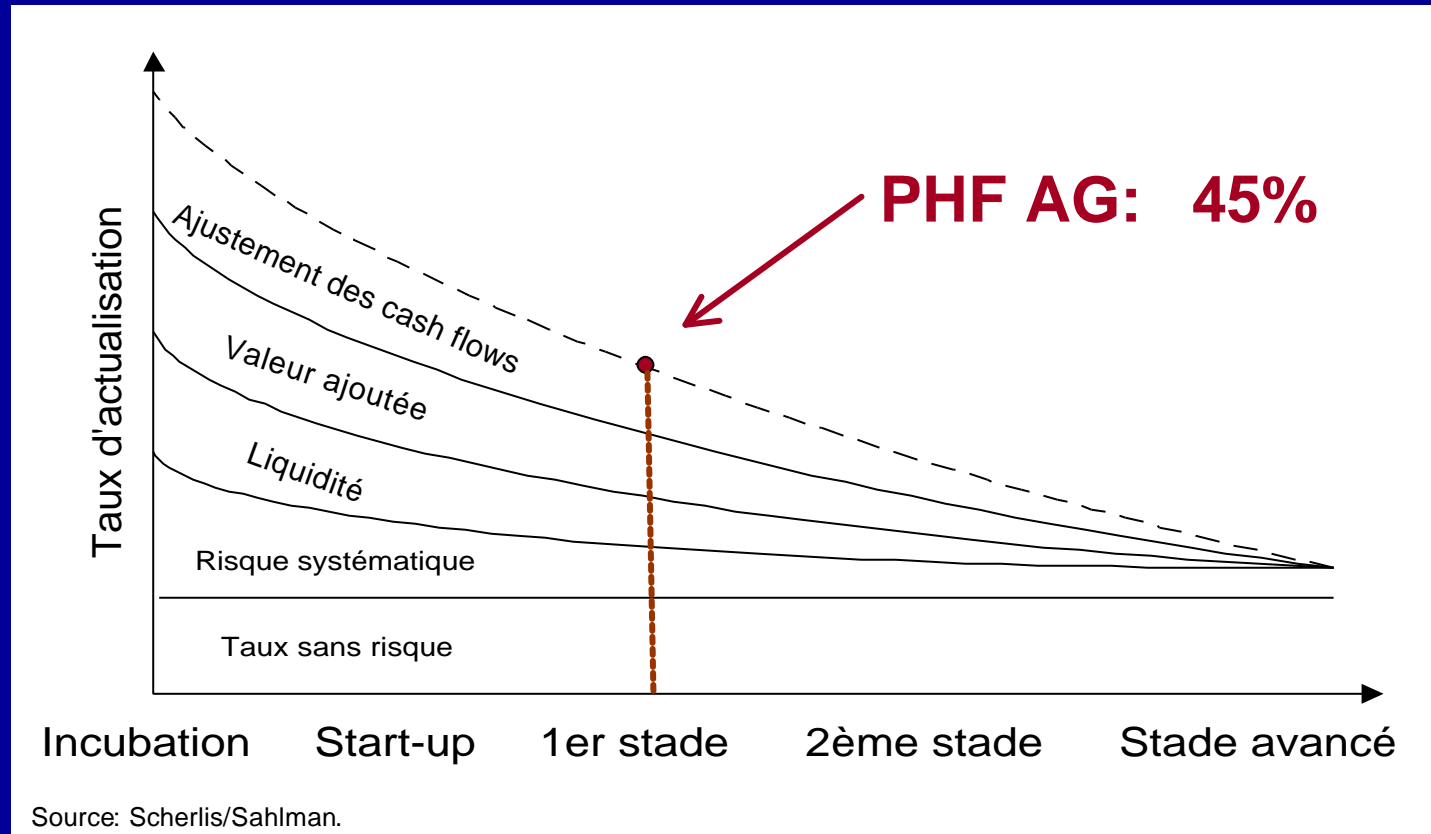
- Taux d'actualisation:
 - Taux sans risque
 - Risque systématique de la société
 - Prime de liquidité
 - Prime valeur ajoutée du futur investisseur
 - Prime d'ajustement des cash flows

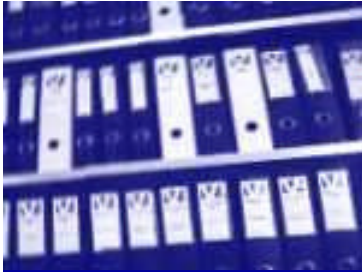
⇒ *Change en fonction l'analyse qualitative
(varie entre 10% et 80%)*



ANALYSE DU RISQUE

Taux d'actualisation





ANALYSE QUANTITATIVE

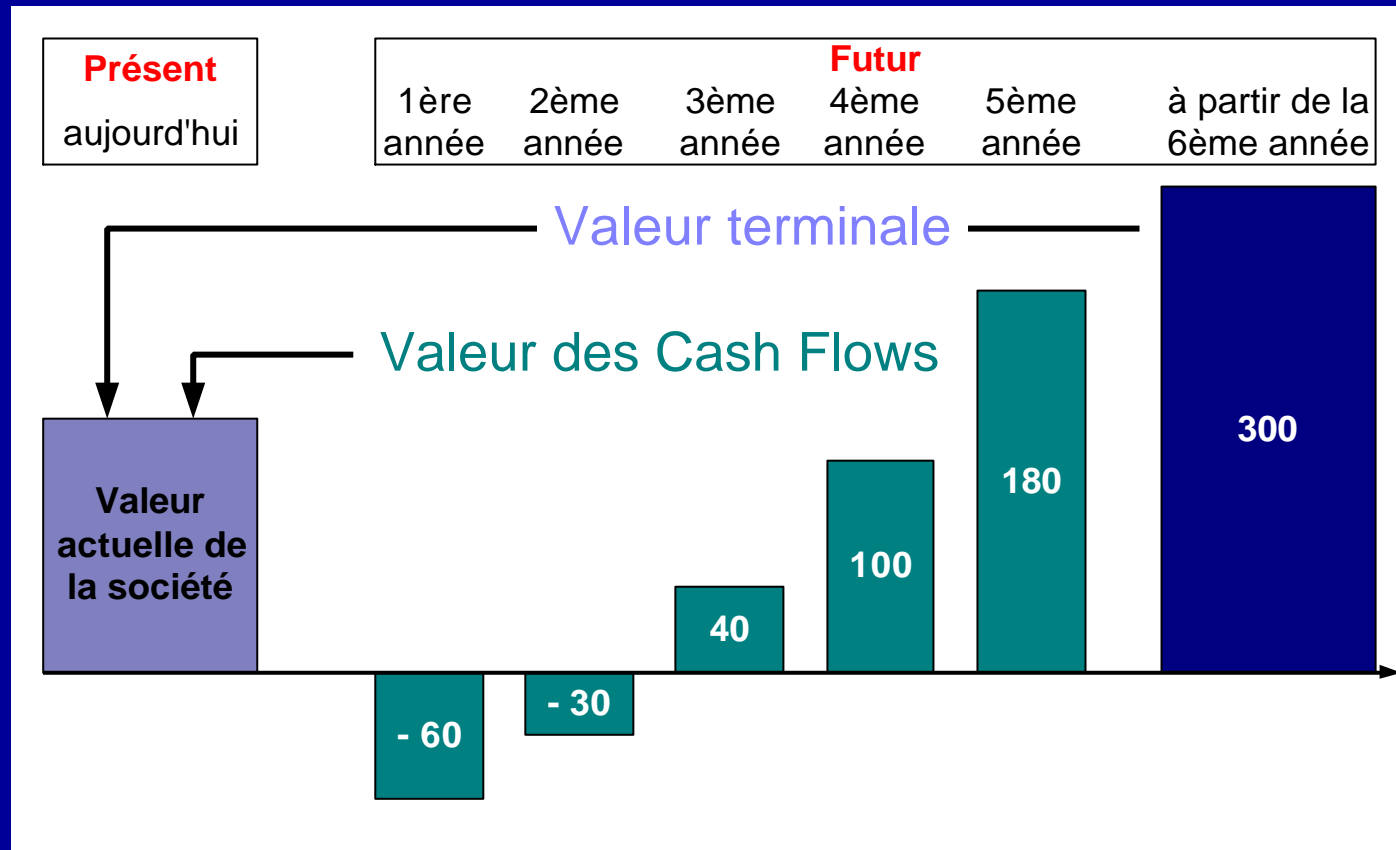


- Méthodes opérationnelles:
⇒ *business plan, fondamentaux*
- Méthodes de marché:
⇒ *prix, tendances, difficultés de comparaison*
- 5 méthodes:
 - Cash Flow Actualisés
 - Options Réelles
 - Méthode du Capital-Risque
 - Comparables Boursiers
 - Transactions Comparables
- Perspectives de sortie (IRR demandé)
⇒ *utiliser plusieurs méthodes et argumenter*

} Méth. opération.
⇒ Méth. mixte
} Méth. de marché

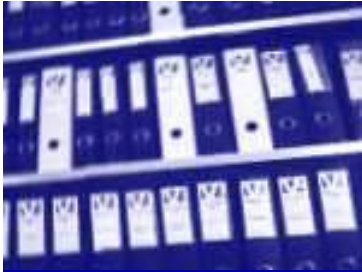
ANALYSE QUANTITATIVE

Cash Flows Actualisés



⇒ *projections du business plan*

⇒ *méthode "bottom-up" (prix x produits vendus)*



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 = CHF 1.3 m

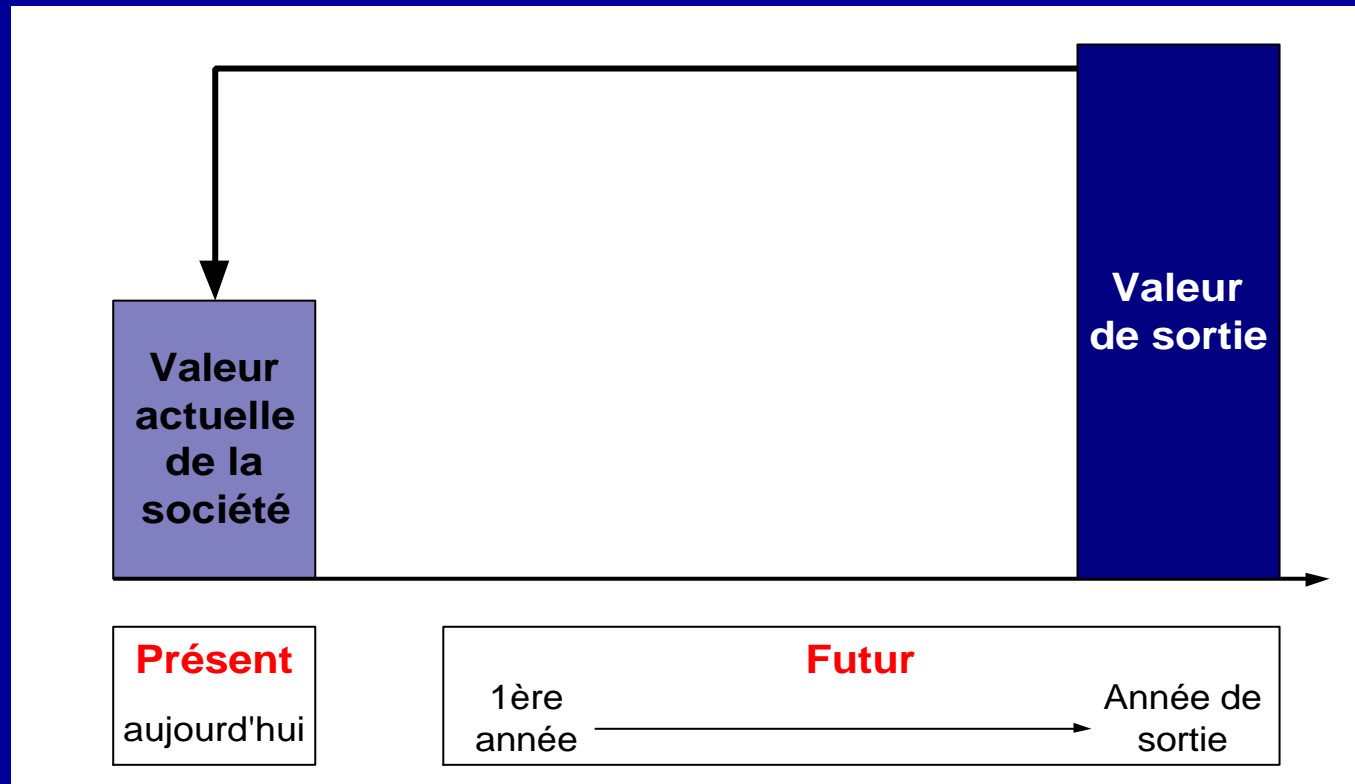
Employés PHF AG = 10

Valorisation PHF AG = CHF 13.0 m

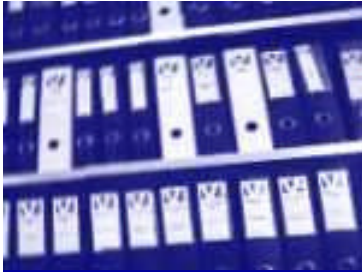
⇒ *Difficile de trouver des sociétés comparables, car celles-ci ont souvent plusieurs activités*

ANALYSE QUANTITATIVE

Capital-Risque



⇒ *Valeur possible dans quelques années est actualisée (p.ex. transactions)*



ANALYSE QUANTITATIVE

Perspectives de sortie



- Origine: IRR de 35% demandé par actionnaires
⇒ *IRR de 50% nécessaire*
- Montants à lever: CHF 2 m puis CHF 10 m
- Illustration de l'influence de l'IRR demandé :

1) D'aujourd'hui à l'IPO

Valorisation aujourd'hui : CHF 10 m

⇒ *valorisation IPO* : ???

2) De l'IPO à aujourd'hui

Valorisation IPO : CHF 120 m

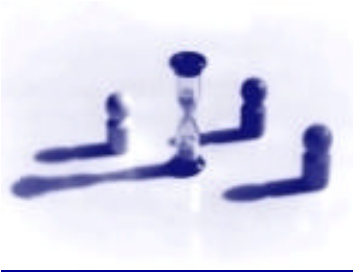
⇒ *valorisation aujourd'hui* : ???



Conclusions Valorisation



- Valorisation comme processus de préparation et de sensibilisation
- Valeur = F(potentiel; risque)
- Utilisation de méthodes opérationnelles et de marché + perspectives de sortie
- Pas valorisation exacte => fourchette
- Valorisation doit pouvoir se défendre



Aperçu



- I. Profil-éclair de Venture Valuation
- II. Valorisation I : Introduction
- III. Valorisation II : Nécessités, difficultés, compétences requises
- IV. Valorisation III : Approche
- V. Cas pratique
- VI. Comment augmenter vos chances de financement



Projets difficiles

- **Projet pas suffisamment important**
⇒ *Autre investisseur que VC; plusieurs petits tours de financement; croissance organique; partenariats stratégiques*
- **Part des fondateurs très réduite**
⇒ *Mettre en place une structure permettant leur motivation: stock options, participation aux bénéfices futurs, mesures anti-dilution, ...*
- **Société aussi financée par des dettes**
⇒ *Transformer la dette en capital-actions*



Projets difficiles (suite)

- Manque de fondamentaux
⇒ *Trouver le modèle économique approprié; partenariats solides; chiffre d'affaires*
- Structures manquant de transparence
⇒ *Délimiter clairement la “société” dans laquelle le VC investit: il veut savoir où va son argent*
- Manque de “scalability”: syndrome des sociétés de services
⇒ *Modèles innovants; créer des produits*



Conditions idéales

- Préparer son financement suffisamment à l'avance (jusqu'à 9 mois avant)
- Démarche professionnelle
- Bien choisir le montant optimal à lever pour atteindre des milestones importants
- Business Plan solide permettant de défendre sa valorisation
 - hypothèses retenues (potentiel)
 - connaissance des risques (risque)



Merci



Vous pouvez télécharger cette présentation sur:

www.venturevaluation.com

www.venturevaluation.com