



---

# Venture Valuation

Valorisation de sociétés à forte croissance

Mêlée Numérique, Toulouse

Hampus Hillerström  
6 juin 2002

---

[www.venturevaluation.com](http://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.**

---

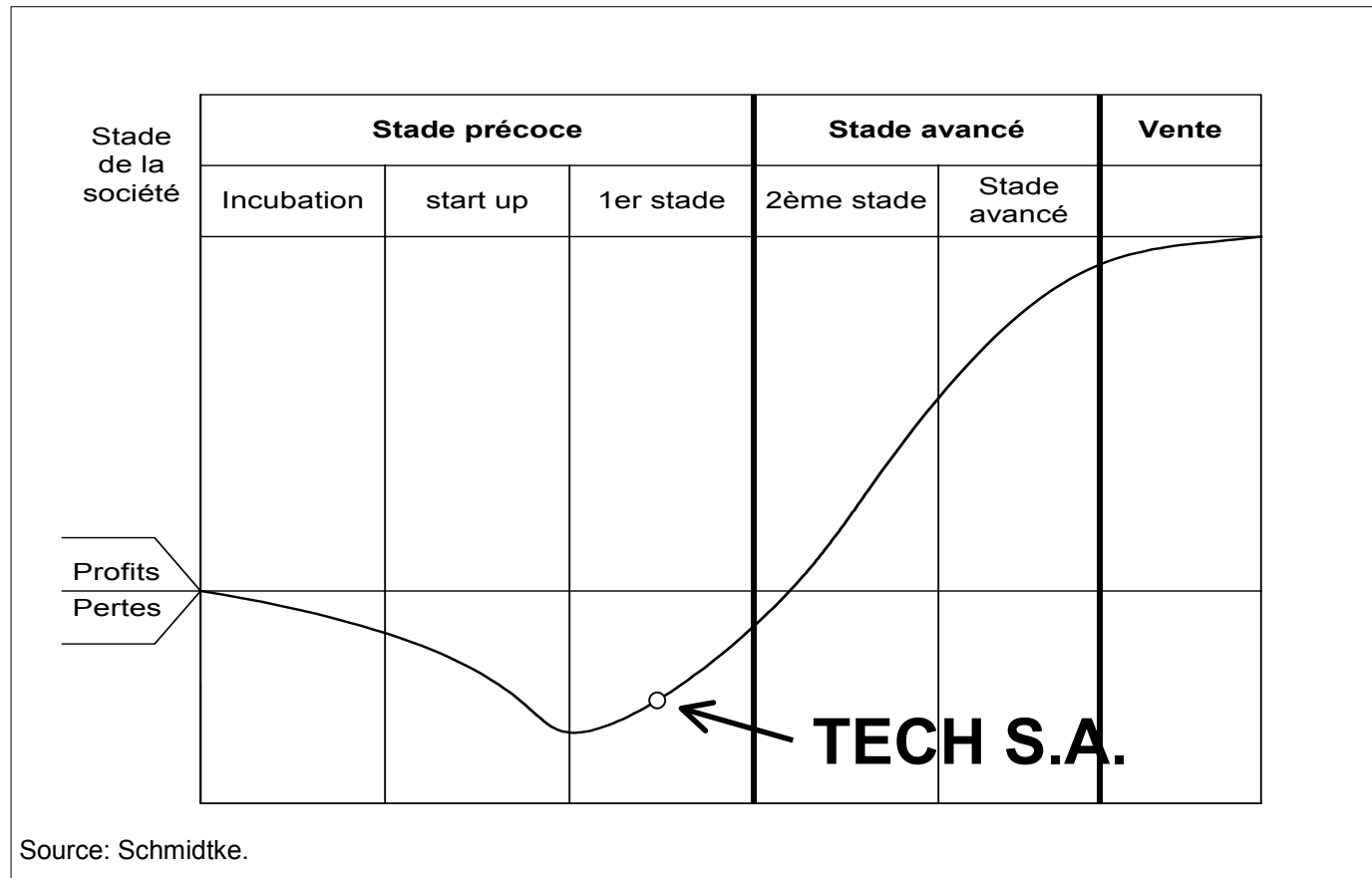


- Propriété intellectuelle:
  - Une patente protégeant une combinaison de deux caractéristiques de la caméra
  - Plutôt avantage du know-how et de l'avance sur la concurrence
- Avantages comparatifs
  - Technologie a gagné des prix d'innovation
  - Satisfaction des clients existants
- Objectifs technologiques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



# ANALYSE QUALITATIVE

## Stade: TECH S.A.



⇒ *Preuve du concept, produits terminés, clients*



# ANALYSE DU RISQUE

---



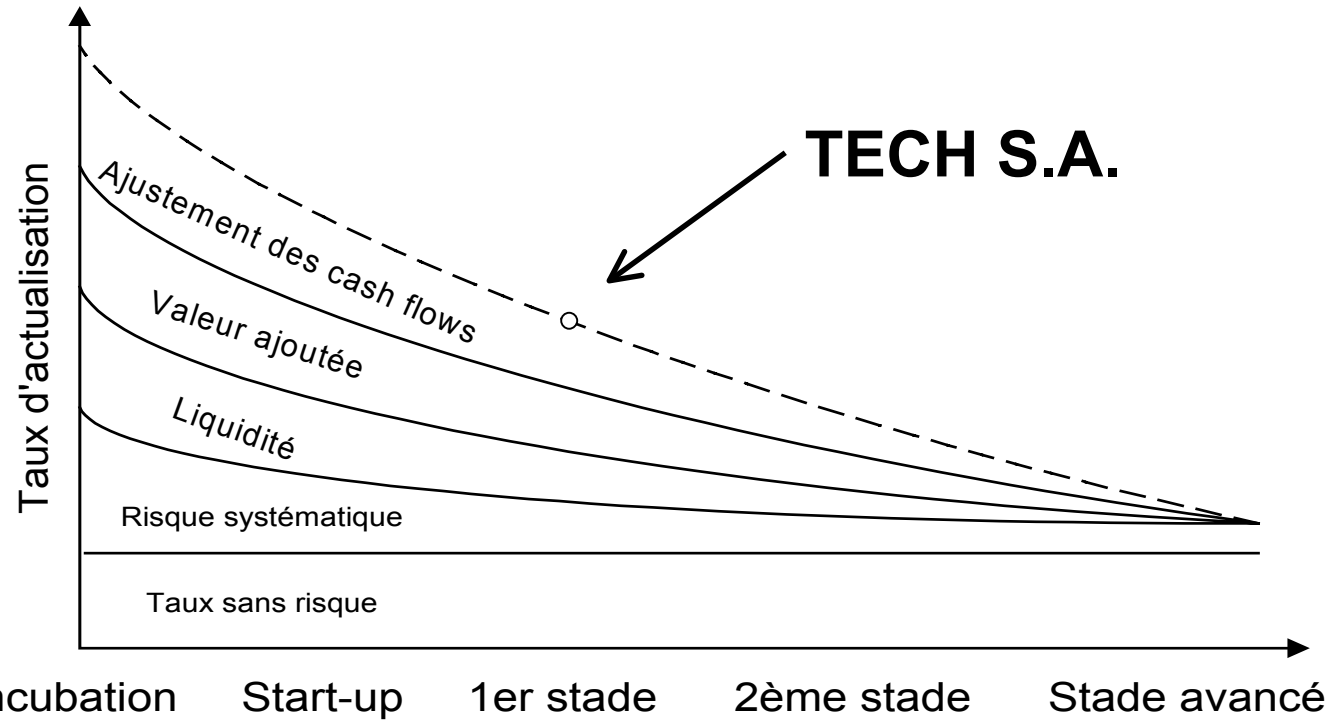
- Taux d'actualisation:
  - Taux sans risque
  - Risque systématique de la société
  - Prime de liquidité
  - Prime valeur ajoutée du futur investisseur
  - Prime d'ajustement des cash flows

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

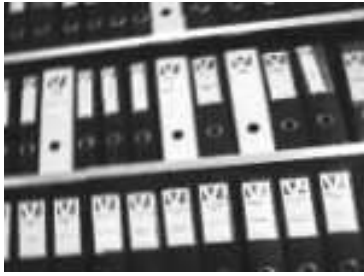


# ANALYSE DU RISQUE

## Taux d'actualisation



Source: Scherlis/Sahlman.

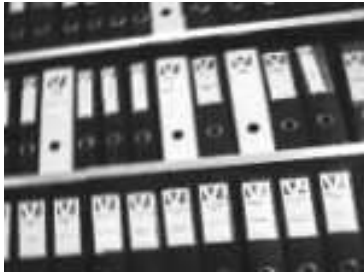


# ANALYSE QUANTITATIVE

---

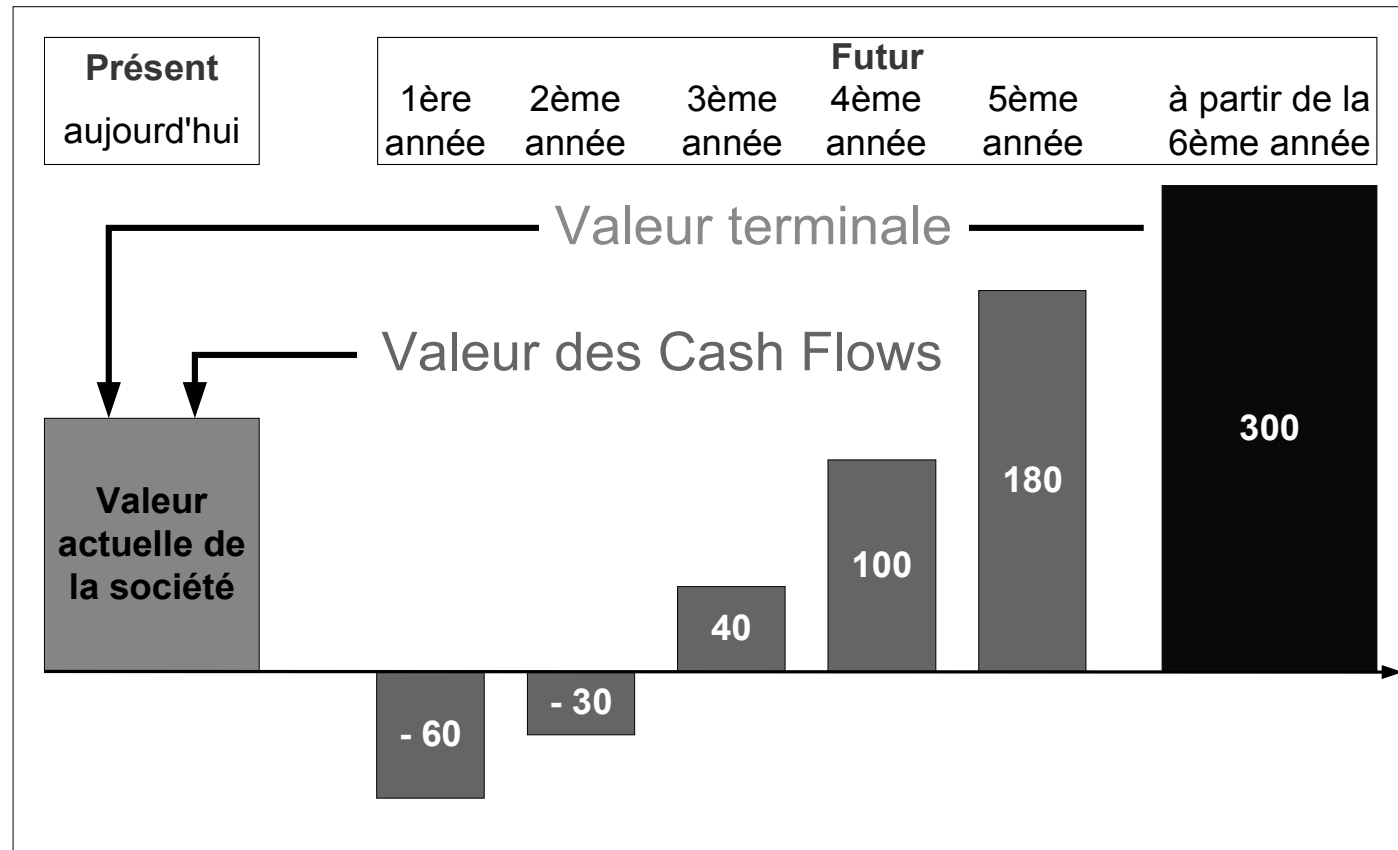


- Méthodes opérationnelles:  
⇒ *business plan, fondamentaux*
  - Méthodes de marché:  
⇒ *prix, tendances, difficultés de comparaison*
  - 5 méthodes:
    - Cash Flow Actualisés
    - Options Réelles
    - Méthode du Capital-Risque ⇒ Méth. mixte
    - Comparables Boursiers
    - Transactions Comparables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



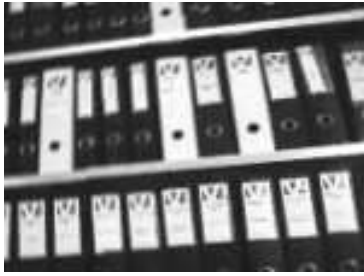
# ANALYSE QUANTITATIVE

## Cash Flows Actualisés

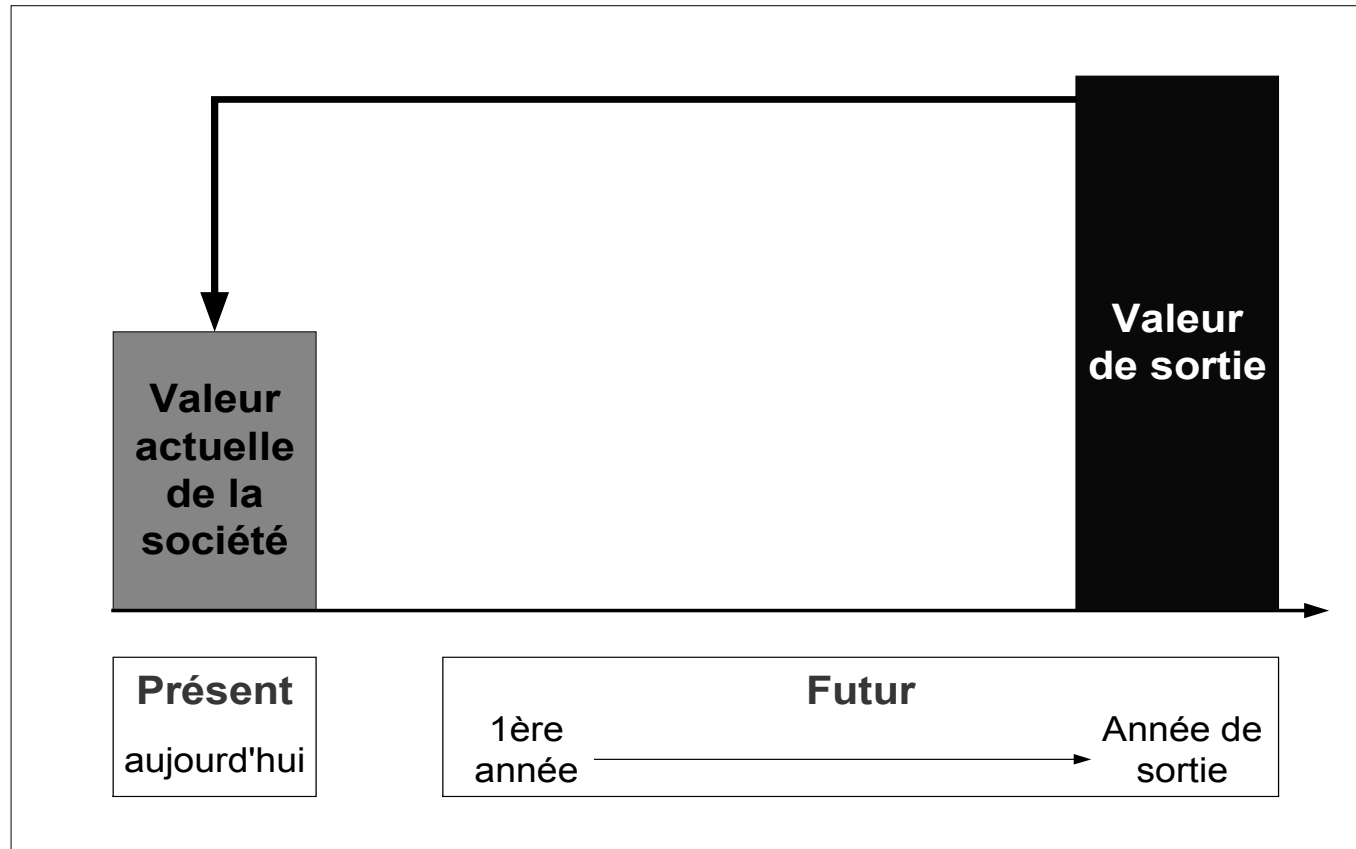


⇒ *projections du business plan*

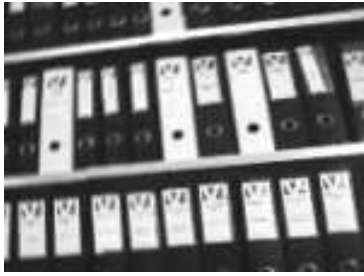
⇒ *méthode "bottom-up"*



# 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](http://www.venturevaluation.com)