



# 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](http://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

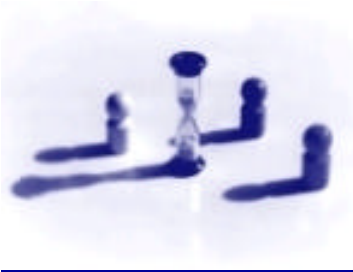


# Venture Valuation

---



- 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?

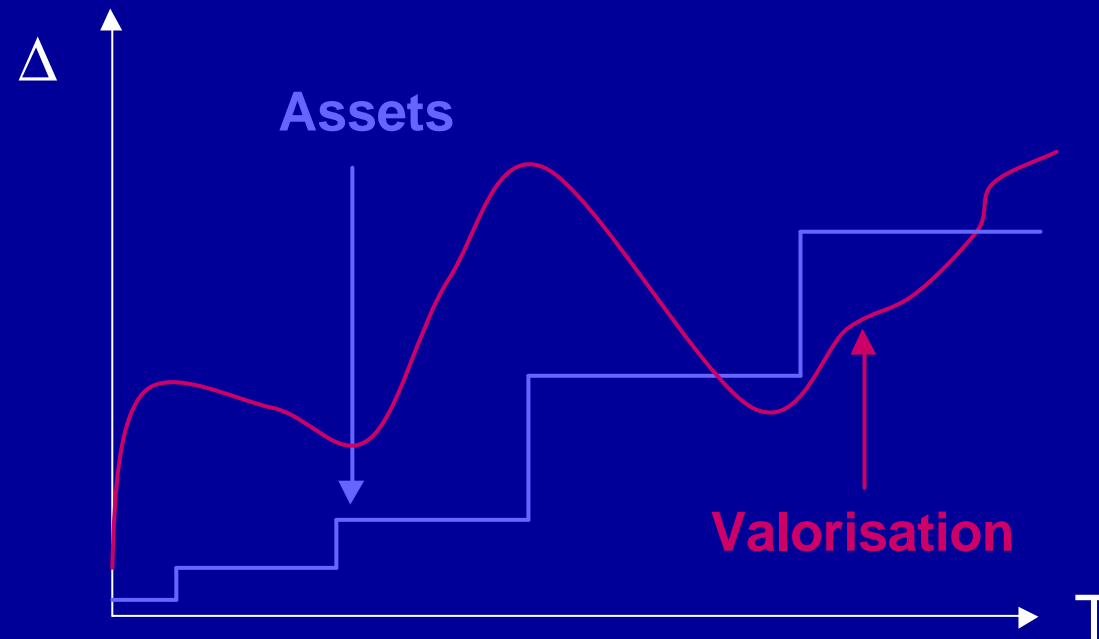
---



- 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

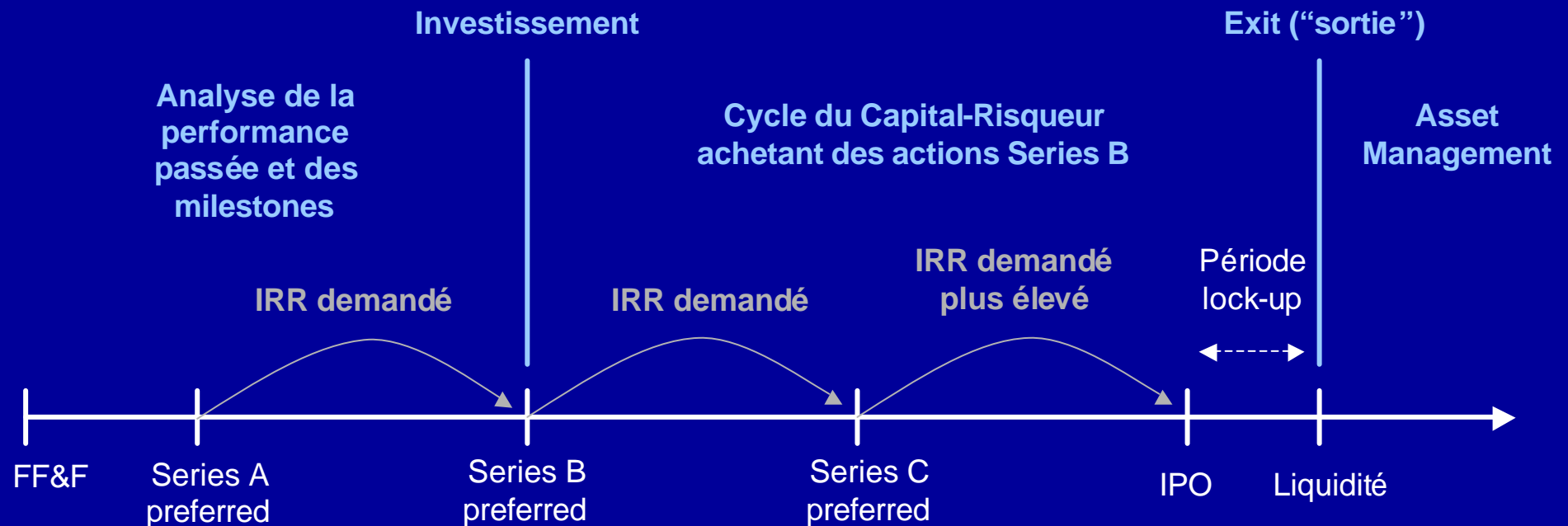
Fourchette  
de valeur

⇒ *approche systématique et reconnue*





# 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

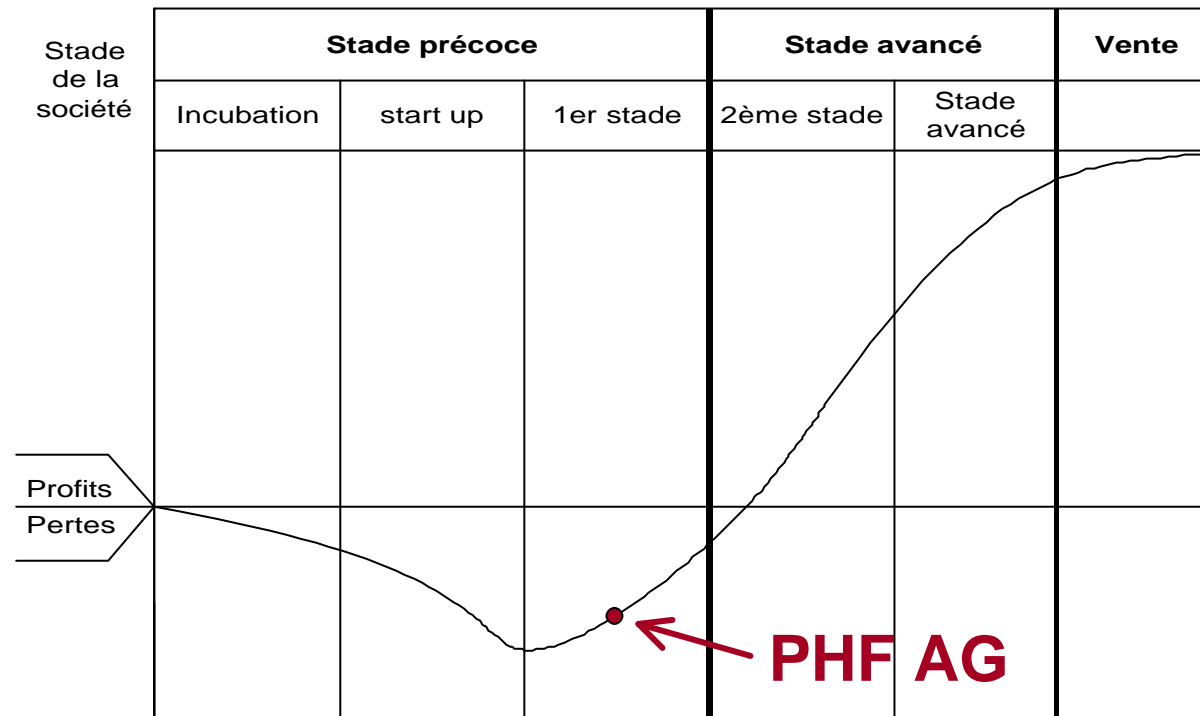


- Avantages comparatifs
  - Technologie a gagné des prix d'innovation
  - Satisfaction des clients existants
- Objectifs technologiques déjà atteints
- Propriété intellectuelle:
  - Une patente protégeant une combinaison de deux caractéristiques de la caméra
  - Plutôt avantage du know-how et de l'avance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



# ANALYSE QUALITATIVE

## Stade: PHF AG



Source: Schmidtke.

⇒ *Preuve du concept, produits terminés, clients*



# ANALYSE DU RISQUE

---



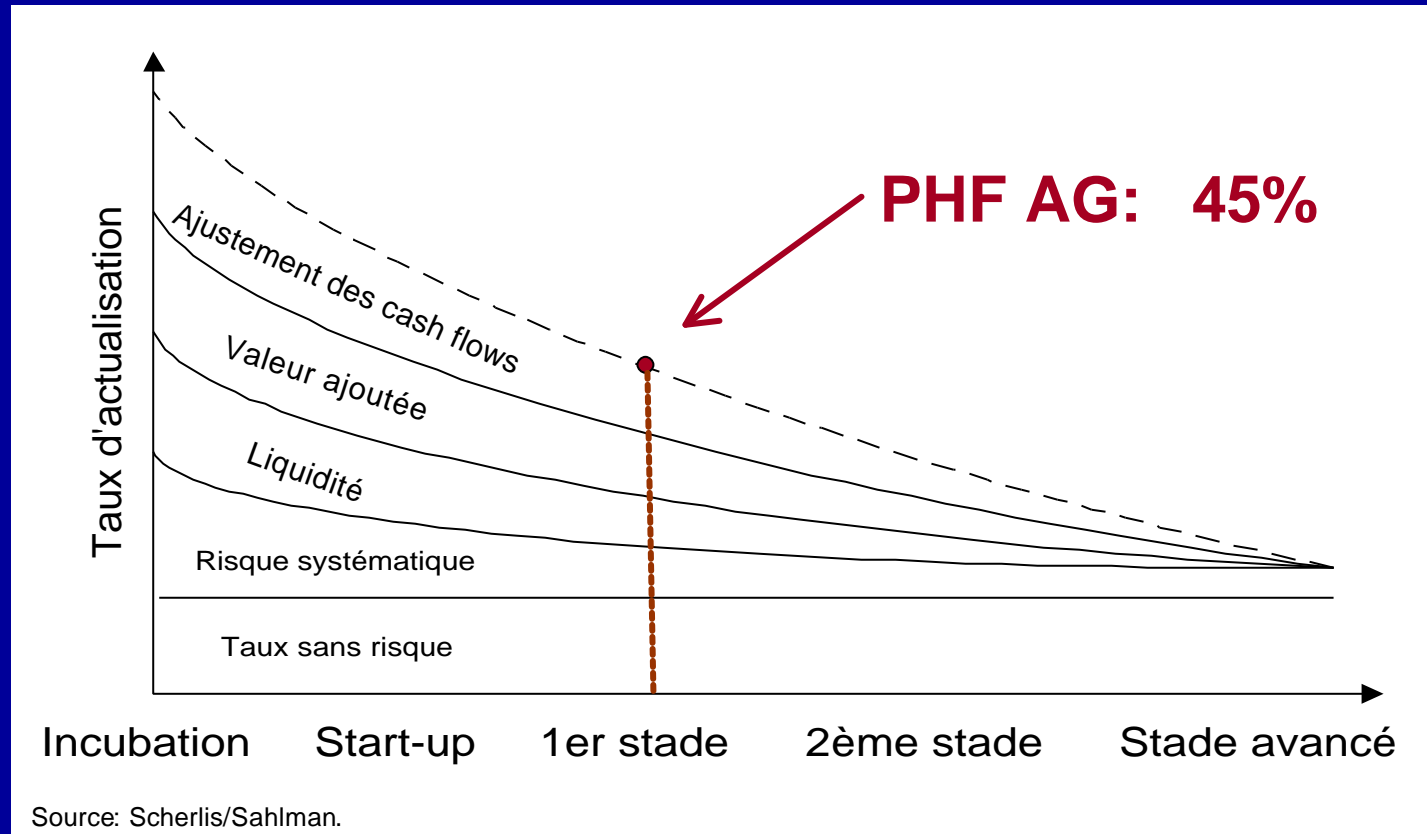
- Taux d'actualisation:
  - Taux sans risque
  - Risque systématique de la société
  - Prime de liquidité
  - Prime valeur ajoutée du futur investisseur
  - Prime d'ajustement des cash flows

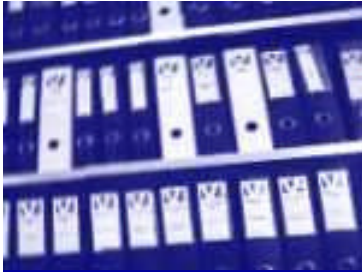
⇒ *Change en fonction l'analyse qualitative  
(varie entre 10% et 80%)*



# ANALYSE DU RISQUE

## Taux d'actualisation





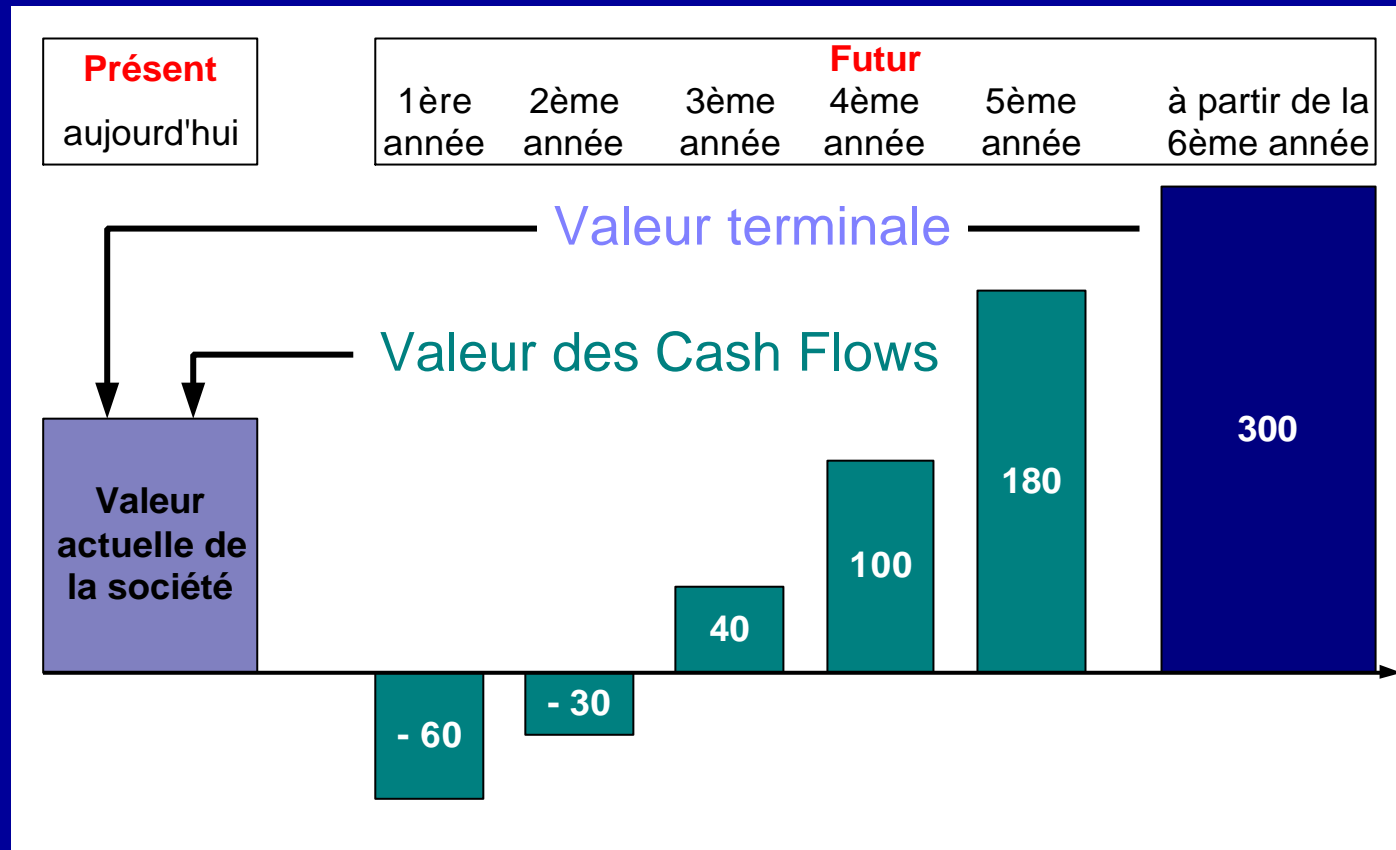
# ANALYSE QUANTITATIVE



- 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*

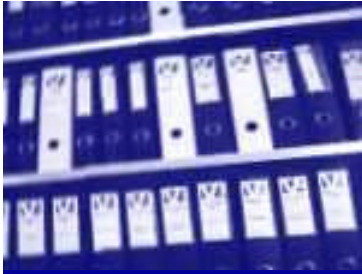
# ANALYSE QUANTITATIVE

## 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

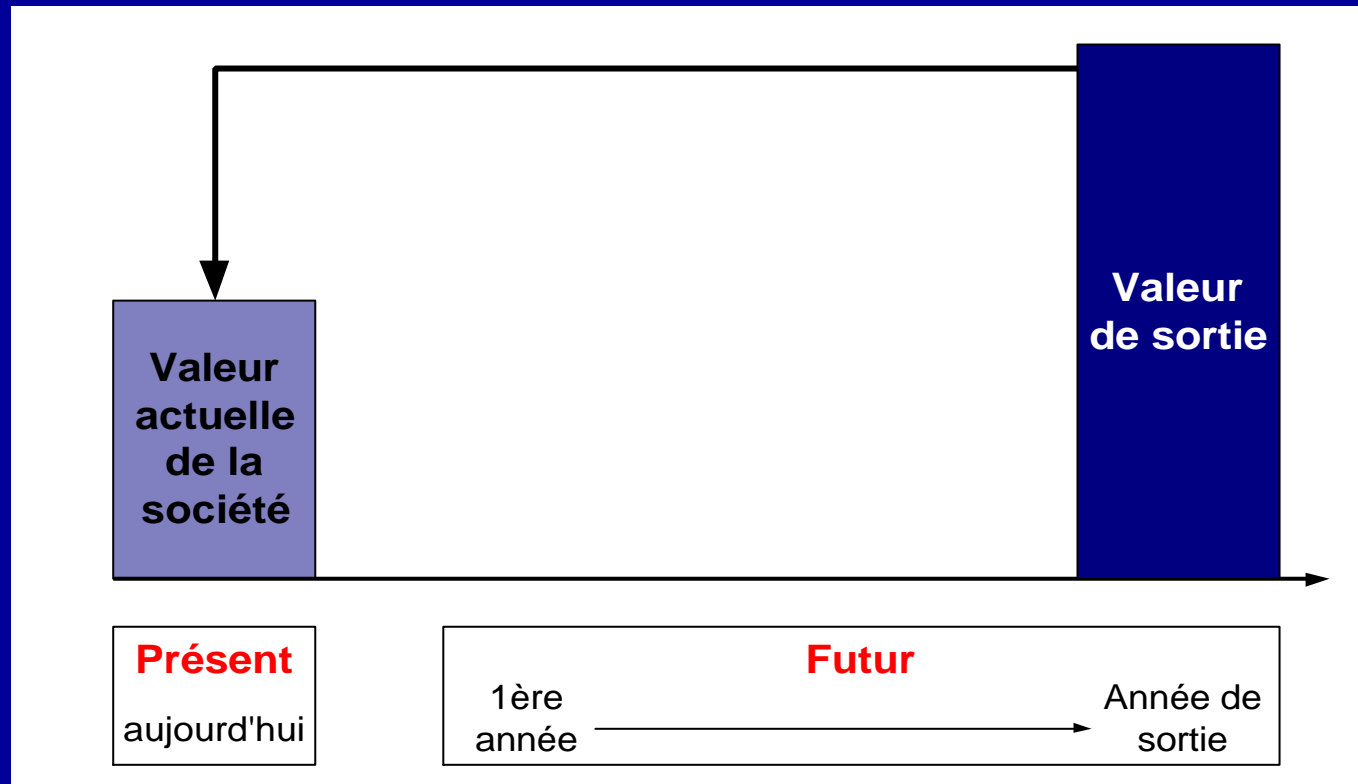
Employés PHF AG = 10

Valorisation PHF AG = CHF 13.0 m

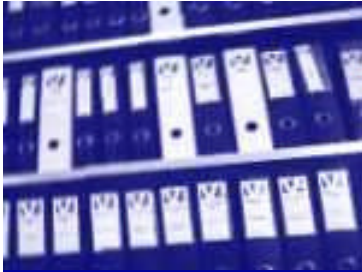
⇒ *Difficile de trouver des sociétés comparables, car celles-ci ont souvent plusieurs activités*

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

---

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