

**M1 Monnaie Banque Finance Assurance**  
spécialités Gestion d'actifs Contrôle des risques et  
Conformité (G2C) et en Chargé d'affaires entreprises et  
institutions (CAEI)

## **Méthodes du diagnostic approfondi : cours n°3**

**Cas Космос Медикамент :  
interrogations et valorisation**

# Questions sur le cours précédent

Comment définir simplement la valeur ajoutée ?

Pourquoi la valeur ajoutée est-elle utile en comptabilité nationale ?

Qu'est ce que l'EBITDA ? Quel est son équivalent dans les SIG ?

Pourquoi est il particulièrement utile ?

Qu'est ce que le résultat financier ?

# Questions sur le cours précédent

## Comment définir simplement la valeur ajoutée ?

On déduit du chiffre d'affaire (ou de la production) l'ensemble des **charges externes**, cela permet de calculer la **valeur créée en interne**.

Un exemple : je suis négociant de bouteilles de coca-cola, j'achète à 0,30€ pour revendre à 0,31€. Au final la vaste majorité du CA part en coûts d'achat des marchandises vendues. Il y a très peu de valeur créée en interne.

L'exemple inverse serait un bar qui achète à 0,31€ la bouteille de coca-cola pour la revendre à 4€ avec une majorité des charges en internes, notamment les salaires. Ce qui crée de la valeur c'est le service et l'ambiance.

## Pourquoi la valeur ajoutée est-elle utile en comptabilité nationale ?

La **somme de la valeur ajoutée produite dans les entreprises + les dépenses de l'état = le PIB**.

Attention, ce n'est pas la seule manière de calculer le PIB, mais c'est celle qu'on utilise en France.

# Questions sur le cours précédent

**Qu'est ce que l'EBITDA ? Quel est son équivalent dans les SIG ? Pourquoi est il particulièrement utile ?**

EBITDA signifie **Earnings Before Interest Taxes Depreciation & Amortization**. Il correspond à peu de chose près l'EBE français.

Il est utile car il mesure le résultat opérationnel (brut car sans les amortissements) et donc l'argent disponible pour investir et pour les apporteurs de capitaux (dette ou fonds propres) et donc la capacité de désendettement ou de rémunération des actionnaires.

Il permet de **comparer des choses comparables** alors que le résultat net dépend de la politique d'amortissement et surtout de l'endettement de l'entreprise.

Il est utilisé comme **référence pour les transactions** sur entreprises non cotés en bourse. Comme le montre l'indice Argos, au T3 2019 une entreprise valait 10 fois son EBITDA.

# Questions sur le cours précédent

## Qu'est ce que le résultat financier ?

J'ai souvent entendu que le résultat financier était « le résultat de l'entreprise, calculé de manière financière »...

Je ne sais pas si il y a un seul élève dans la classe qui est dans un tel état d'ignorance qu'il en soit à penser cela mais je veux en être sûr.

Le résultat financier, c'est **uniquement le résultat des activités financières de l'entreprise**, qui consistent principalement à emprunter de l'argent (et donc payer des intérêts et des commissions) et prêter la trésorerie (et donc recevoir des intérêts, enfin, à l'époque des taux d'intérêt positifs). Autrement dit, résultat financier = produits financiers – charges financières.

# Résumé du cours précédent

- Le cours précédent était dédié à l'analyse du compte de résultat.
- Dans l'exemple de Barbara Bui nous avons vu que toute variation importante doit nous interroger. Il ne faut pas se contenter de penser que « une année a été mauvaise, l'autre est bonne ».
- Le résultat net est à la fois la ligne la plus importante du compte de résultat (car c'est le bénéfice distribuable à l'actionnaire) mais aussi la moins importante car le résultat net dépend de nombreux facteurs pouvant être temporaire : vente d'un actif, amortissement important, endettement, ajustement fiscaux. C'est la raison pour laquelle on préfère l'EBITDA pour les entreprises non-cotées en bourse.

# Cas Космос Медикамент : interrogations et valorisation

## Cas Космос Медикамент

Vous travaillez en banque d'investissement, un client russe propriétaire de Космос Медикамент (Cosmos Medicament) souhaite vendre son entreprise et fait appel à vous pour obtenir une valorisation de marché.

Votre senior fait appel à vous pour réaliser une première analyse, vous devez :

- 1) Pointer les éléments qui vous paraissent étranges dans le compte de résultat et le bilan.
- 2) Donner une 1<sup>ère</sup> estimation de la valeur de l'entreprise.

# Cas Космос Медикамент : interrogations et valorisation



Avec Космос Медикамент  
camarade plus jamais  
malade !

Analyse du compte de résultat : quelles sont vos remarques sur l'activité ?

Analyse du bilan : quelles sont vos remarques ?

Quelle est votre prix pour Космос Медикамент ?

# Cas Космос Медикамент : interrogations et valorisation



Avec Космос Медикамент  
camarade plus jamais  
malade !

Ce qui est attendu : Analyse du compte de résultat :  
remarque sur le type d'activité, l'évolution

Analyse du bilan : quelles sont vos remarques sur le  
financement ? Le BFR ?

Quelle est votre prix pour Космос Медикамент ? Quelle  
solde retenir ? Sur combien de temps ? Quel multiple ?  
Avez-vous des références sur le private equity en  
Russie ? Ou à défaut sur le marché boursier ?

	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
Ventes de marchandises ( en l'etat )	882 078,80	343 945,11	3 456,37	5 717 767,14	2 870 562,33
Achats revendus de marchandises	317 959,75	135 614,65	2 705,69	4 219 535,55	1 692 397,32
MARGES BRUTES SUR VENTES EN L'ETAT	564 119,05	208 330,46	750,68	1 498 231,59	1 178 165,01
<b>Marge sur achat / revente</b>	<b>64%</b>	<b>61%</b>	<b>22%</b>	<b>26%</b>	<b>41%</b>
PRODUCTION DE L'EXERCICE	22 330 521,90	24 164 754,59	24 418 026,70	20 806 736,46	16 578 841,41
Ventes de biens et services produits	21 887 479,53	24 608 647,26	23 766 014,17	20 753 737,18	16 592 366,43
Variation de stocks de produits	443 042,37	-443 892,67	652 012,53	52 999,28	-13 525,02
Immobilisations produites par l'entreprise pour elle même					
CONSOMMATION DE L'EXERCICE	11 068 266,84	10 982 818,21	12 601 007,25	14 071 752,30	10 211 293,91
Achats consommés de matières et fournitures	7 697 580,38	7 498 430,85	8 841 754,49	8 679 667,33	5 907 872,54
Autres charges externes	3 370 686,46	3 484 387,36	3 759 252,76	5 392 084,97	4 303 421,37
VALEUR AJOUTEE	11 826 374,11	13 390 266,84	11 817 770,13	8 233 215,75	7 545 712,51
en % du CA	51%	55%	48%	31%	39%
<b>Marge sur production propre</b>	<b>53%</b>	<b>55%</b>	<b>48%</b>	<b>40%</b>	<b>46%</b>
Subventions d'exploitation	793 148,10		66 941,07		
Impôts et taxes	74 885,69	73 497,32	48 932,11	41 258,71	64 372,46
Charges de personnel	6 789 977,95	7 029 244,59	6 682 838,99	6 105 094,65	4 335 392,19
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION ( E.B.E )	5 754 658,57	6 287 524,93	5 152 940,10	2 086 862,39	3 145 947,86
en % du CA	25%	26%	21%	8%	16%
Autres produits d'exploitation					
Autres charges d'exploitation					
Reprises d'exploitation: transfert de charges	2 003 482,30	1 095 454,64	1 266 966,31	1 913 267,13	1 182 284,19
Dotations d'exploitation	3 458 102,82	3 675 421,23	2 785 983,12	1 847 261,77	2 597 564,96
RESULTAT D'EXPLOITATION	4 300 038,05	3 707 558,34	3 633 923,29	2 152 867,75	1 730 667,09
en % du CA	19%	15%	15%	8%	9%
RESULTAT FINANCIER	2 767,15	-84 044,08	-41 129,76	8 374,71	13 272,74
RESULTAT COURANT	4 302 805,20	3 623 514,26	3 592 793,53	2 161 242,46	1 743 939,83
RESULTAT NON COURANT	-1 595 425,33	-205 882,67	-702 018,89	-278 212,01	-464 423,18
Impôts sur les résultats	1 133 384,00	986 458,00	1 139 266,00	693 281,00	115 844,00
taux d'imposition effectif	42%	30%	40%	37%	9%
RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 573 995,87	2 431 173,59	1 751 508,64	1 189 749,45	1 163 672,65
en % du CA	7%	10%	7%	4%	6%
<b>CA = Volume d'activité ( vente de marchandise + producti</b>	<b>23 212 600,70</b>	<b>24 508 699,70</b>	<b>24 421 483,07</b>	<b>26 524 503,60</b>	<b>19 449 403,74</b>
<b>Variation annuelle, en %</b>	<b>-5%</b>	<b>0%</b>	<b>-8%</b>	<b>36%</b>	<b>ND</b>
taux de change EURRUB = 90					
CA en millions d'euros	258 €	272 €	271 €	295 €	216 €
Rex en millions d'euros	48 €	41 €	40 €	24 €	19 €

## Cas Космос Медикамент : Correction 1) Le volume d'activité d'abord

- 5) Forte baisse des Achats reventes
- 6) Marge en hausse sur l'activité restante
- 3) La production propre en % du CA augmente
- 4) Le taux de marge sur production propre augmente

1) Calculer le « chiffre d'affaire » (attention production stockée = pas encore vendue) ou plutôt le « volume d'activité » en additionnant « Ventes de marchandises » et « Production de l'exercice »

2) Passer des milliers de roubles russes (RUB) aux millions d'euros, pour avoir des ordres de grandeur plus familier

**Cas Космос  
Медикамент :  
Correction  
2) Le résultat  
d'exploitation  
ensuite**

	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
Ventes de marchandises ( en l'etat )	882 078,80	343 945,11	3 456,37	5 717 767,14	2 870 562,33
Achats revendus de marchandises	317 959,75	135 614,65	2 705,69	4 219 535,55	1 692 397,32
MARGES BRUTES SUR VENTES EN L'ETAT	564 119,05	208 330,46	750,68	1 498 231,59	1 178 165,01
<b>Marge sur achat / revente</b>	<b>64%</b>	<b>61%</b>	<b>22%</b>	<b>26%</b>	<b>41%</b>
PRODUCTION DE L'EXERCICE	22 330 521,90	24 164 754,59	24 418 026,70	20 806 736,46	16 578 841,41
Ventes de biens et services produits	21 887 479,53	24 608 647,26	23 766 014,17	20 753 737,18	16 592 366,43
Variation de stocks de produits	443 042,37	-443 892,67	652 012,53	52 999,28	-13 525,02
Immobilisations produites par l'entreprise pour elle même					
CONSOMMATION DE L'EXERCICE	11 068 266,84	10 982 818,21	12 601 007,25	14 071 752,30	10 211 293,91
Achats consommés de matières et fournitures	7 697 580,38	7 498 430,85	8 841 754,49	8 679 667,33	5 907 872,54
Autres charges externes	3 370 686,46	3 484 387,36	3 759 252,76	5 392 084,97	4 303 421,37
VALEUR AJOUTEE	11 826 374,11	13 390 266,84	11 817 770,13	8 233 215,75	7 545 712,51
en % du CA	51%	55%	48%	31%	39%
<b>Marge sur production propre</b>	<b>53%</b>	<b>55%</b>	<b>48%</b>	<b>40%</b>	<b>46%</b>
Subventions d'exploitation	793 148,10		66 941,07		
Impôts et taxes	74 885,69	73 497,32	48 932,11	41 258,71	64 372,46
Charges de personnel	6 789 977,95	7 029 244,59	6 682 838,99	6 105 094,65	4 335 392,19
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION ( E.B.E )	5 754 658,57	6 287 524,93	5 152 940,10	2 086 862,39	3 145 947,86
en % du CA	25%	26%	21%	8%	16%
Autres produits d'exploitation					
Autres charges d'exploitation					
Reprises d'exploitation: transfert de charges	2 003 482,30	1 095 454,64	1 266 966,31	1 913 267,13	1 182 284,19
Dotations d'exploitation	3 458 102,82	3 675 421,23	2 785 983,12	1 847 261,77	2 597 564,96
RESULTAT D'EXPLOITATION	4 300 038,05	3 707 558,34	3 633 923,29	2 152 867,75	1 730 667,09
en % du CA	19%	15%	15%	8%	9%
RESULTAT FINANCIER	2 767,15	-84 044,08	-41 129,76	8 374,71	13 272,74
RESULTAT COURANT	4 302 805,20	3 623 514,26	3 592 793,53	2 161 242,46	1 743 939,83
RESULTAT NON COURANT	-1 595 425,33	-205 882,67	-702 018,89	-278 212,01	-464 423,18
Impôts sur les resultats	1 133 384,00	986 458,00	1 139 266,00	693 281,00	115 844,00
taux d'imposition effectif	42%	30%	40%	37%	9%
RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 573 995,87	2 431 173,59	1 751 508,64	1 189 749,45	1 163 672,65
en % du CA	7%	10%	7%	4%	6%
<b>CA = Volume d'activité ( vente de marchandise + producti</b>	<b>23 212 600,70</b>	<b>24 508 699,70</b>	<b>24 421 483,07</b>	<b>26 524 503,60</b>	<b>19 449 403,74</b>
<b>Variation annuelle, en %</b>	<b>-5%</b>	<b>0%</b>	<b>-8%</b>	<b>36%</b>	<b>ND</b>
taux de change EURRUB = 90					
CA en millions d'euros	258 €	272 €	271 €	295 €	216 €
Rex en millions d'euros	48 €	41 €	40 €	24 €	19 €

1) L'EBE a beaucoup augmenté les 3 dernières années

2) Il y a un niveau anormalement élevé de reprise de charges d'exploitation  
3) Les dotations d'exploitations ne nous donne pas la répartition entre amortissements et provisions

	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
Ventes de marchandises ( en l'etat )	882 078,80	343 945,11	3 456,37	5 717 767,14	2 870 562,33
Achats revendus de marchandises	317 959,75	135 614,65	2 705,69	4 219 535,55	1 692 397,32
MARGES BRUTES SUR VENTES EN L'ETAT	564 119,05	208 330,46	750,68	1 498 231,59	1 178 165,01
<b>Marge sur achat / revente</b>	<b>64%</b>	<b>61%</b>	<b>22%</b>	<b>26%</b>	<b>41%</b>
PRODUCTION DE L'EXERCICE	22 330 521,90	24 164 754,59	24 418 026,70	20 806 736,46	16 578 841,41
Ventes de biens et services produits	21 887 479,53	24 608 647,26	23 766 014,17	20 753 737,18	16 592 366,43
Variation de stocks de produits	443 042,37	-443 892,67	652 012,53	52 999,28	-13 525,02
Immobilisations produites par l'entreprise pour elle même					
CONSOMMATION DE L'EXERCICE	11 068 266,84	10 982 818,21	12 601 007,25	14 071 752,30	10 211 293,91
Achats consommés de matières et fournitures	7 697 580,38	7 498 430,85	8 841 754,49	8 679 667,33	5 907 872,54
Autres charges externes	3 370 686,46	3 484 387,36	3 759 252,76	5 392 084,97	4 303 421,37
VALEUR AJOUTEE	11 826 374,11	13 390 266,84	11 817 770,13	8 233 215,75	7 545 712,51
en % du CA	51%	55%	48%	31%	39%
<b>Marge sur production propre</b>	<b>53%</b>	<b>55%</b>	<b>48%</b>	<b>40%</b>	<b>46%</b>
Subventions d'exploitation	793 148,10		66 941,07		
Impôts et taxes	74 885,69	73 497,32	48 932,11	41 258,71	64 372,46
Charges de personnel	6 789 977,95	7 029 244,59	6 682 838,99	6 105 094,65	4 335 392,19
EXCEDENT BRUT D'EXPLOITATION ( E.B.E )	5 754 658,57	6 287 524,93	5 152 940,10	2 086 862,39	3 145 947,86
en % du CA	25%	26%	21%	8%	16%
Autres produits d'exploitation					
Autres charges d'exploitation					
Reprises d'exploitation: transfert de charges	2 003 482,30	1 095 454,64	1 266 966,31	1 913 267,13	1 182 284,19
Dotations d'exploitation	3 458 102,82	3 675 421,23	2 785 983,12	1 847 261,77	2 597 564,96
RESULTAT D'EXPLOITATION	4 300 038,05	3 707 558,34	3 633 923,20	2 152 867,75	1 730 667,09
en % du CA	19%	15%	15%	8%	9%
RESULTAT FINANCIER	2 767,15	-84 044,08	-41 129,76	8 374,71	13 272,74
RESULTAT COURANT	4 302 805,20	3 623 514,26	3 592 793,53	2 161 242,46	1 743 939,83
RESULTAT NON COURANT	-1 595 425,33	-205 882,67	-702 018,89	-278 212,01	-464 423,18
Impôts sur les résultats	1 133 384,00	986 458,00	1 139 266,00	693 281,00	115 844,00
taux d'imposition effectif	42%	30%	40%	37%	9%
RESULTAT NET DE L'EXERCICE	1 573 995,87	2 431 173,59	1 751 508,64	1 189 749,45	1 163 672,65
en % du CA	7%	10%	7%	4%	6%
CA = Volume d'activité ( vente de marchandise + producti	23 212 600,70	24 508 699,70	24 421 483,07	26 524 503,60	19 449 403,74
Variation annuelle, en %	-5%	0%	-8%	36%	ND
taux de change EURRUB = 90					
CA en millions d'euros	258 €	272 €	271 €	295 €	216 €
Rex en millions d'euros	48 €	41 €	40 €	24 €	19 €

## Cas Космос Медикамент : Correction 3) Enfin le résultat net

1) Un résultat non courant (=exceptionnel) anormalement élevé en 2019, il faut savoir ce que c'est.

2) L'impôt sur les résultats semble élevé. Il faut calculer le taux d'imposition : impôt / (résultat financier + résultat courant + résultat non courant)

3) Le résultat net en % du CA, plutôt très correct et stable ces dernières années..

## Cas Космос Медикамент : Correction

### Le bilan

Bilan					
	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
<b>Actif</b>					
Immobilisations nettes	29 016 881	30 057 653	30 522 545	6 013 757	5 371 266
Actif circulant	22 876 598	24 779 764	21 088 090	19 471 316	14 723 736
Trésorerie	1 205 668	297 993,37	844 327	1 242 500	1 186 310
<b>Passif</b>			373%		
Financement permanent	34 816 727	33 242 731	30 811 558	8 260 049	7 070 300
Passif circulant	18 280 731	21 892 679	21 643 405	18 467 523	14 211 013
Trésorerie passive	1 688	0	0	0	0

1) Forte hausse des immobilisations nettes en 2017 qui s'accompagne d'une hausse parallèle des financements permanents. Comme il n'y a pas de dette 3 ans après on suppose une augmentation de capital.

<b>Fonds de roulement (Financement permanent - Immobilisations nettes)</b>	5 799 846,37	3 185 078,48	289 012,21	2 246 292,39	1 699 033,30
<b>Besoin en fonds de roulement (Actif circulant - Passif circulant)</b>	4 595 866,52	2 887 085,11	-555 314,86	1 003 792,71	512 723,44
vérification de la trésorerie (FR-BFR)	1 203 979,85	297 993,37	844 327,07	1 242 499,68	1 186 309,86
	FAUX	FAUX	VRAI	VRAI	VRAI

2) Le Fonds de roulement et le Besoin en fonds de roulement sont données dans le document, mais mieux vaut le recalculer et observer l'évolution des 5 dernières années. On constate une forte hausse après une période de BFR faible voir même négatif en 2017 !

Moyenne BFR	1 688 830,58				
	31/12/2019	31/12/2018	31/12/2017	31/12/2016	31/12/2015
BFR en % du volume d'affaire	19,80%	11,78%	-2,27%	3,78%	2,64%

## Cas Космос Медикамент : Correction

### La valorisation

EBE moyen sur 5 ans	4 485 587
EBE moyen sur 3 ans	5 731 708
RE moyen sur 5 ans	3 105 011
<b>RE moyen sur 3 ans</b>	<b>3 880 507</b>
Résultat net moyen sur 5 ans	1 622 020
<b>Résultat net moyen sur 3 ans</b>	<b>1 918 893</b>

**EXEMPLE**

Nous donnons ci-dessous quelques valeurs des multiples moyens d'EBIT et d'EBITDA en fonction de la taille de l'entreprise et tous secteurs confondus.

Évolution des multiples d'EBITDA et d'EBIT en fonction de la taille pour des sociétés non cotées					
EBITDA (M€)	0,5	1	5	10	20
Multiple moyen d'EBITDA	4,9	5,1	5,9	6,2	6,6
EBIT (M€)	0,5	1	5	10	20
Multiple moyen d'EBIT	7,4	7,7	8,8	9,4	10

- 1) **Définitions** : EBITDA : proche de l'excédent brut d'exploitation (EBE) utilisé en France, à la différence que ce dernier est calculé avant écritures relatives aux provisions d'exploitation (dotations et reprises de provisions sur stocks et créances clients).
- 2) **Choix du solde de gestion** : Dans le cas présent nous n'avons pas le split entre provisions d'exploitation et amortissements. Difficile de parler d'EBIDTA en utilisant l'EBE donc. Mieux vaut parler d'EBIT en prenant le RE. Le résultat net n'est pas utilisable, il y a eu un résultat non courant (exceptionnel) significatif en 2019.
- 3) **Choix de la période** : il y a eu une opération transformant en 2017 flagrante sur le bilan, l'activité a augmenté et les marges aussi. Il semble donc plus pertinent de prendre la moyenne des 3 dernières années.
- 4) **Choix du multiple** : Pour valoriser une PME française nous nous référons aux "résultats 2019 de l'Observatoire de la CCEF sur la valorisation des PME" publié par la Compagnie des conseils et experts financiers. Voir le tableau joint.

## Cas Космос Медикамент : Correction

### La valorisation

Multiple de valorisation français	10	pour un EBIT supérieur à 40M€			
<b>Risque pays : décote pour la Russie</b>	<b>30%</b>				
Je n'ai pas trouvé de référence pour la Russie ; sauf pour les sociétés cotées,					
<b>Multiple de valorisation ajusté</b>	7,00				
<b>Valorisation</b>	<b>27 163 546</b>	k RUB			
	<b>302</b>	M€			
<b>Taux de rentabilité : RN moyen 3 ans / valorisation</b>	<b>7,1%</b>				
Référence du taux sans risque : obligation fédération de Russie 10 ans en RUB : 6,27% au 22/01/2020 (Source : investing.com ; code : RU10YT=RR)					
Prime de risque : taux rentabilité - taux sans risque	0,80%				
Calcul du PER	14				
si la prime est faible					
La valorisation est inférieure à la valeur comptable de :	-7 653 181		-22%		
<b>Cela s'explique que la construction n'a pas apporté de rentabilité proportionnelle à l'investissement.</b>					

Peut on utiliser des références de multiples français pour une entreprise opérant en Russie ? Il semble que dans ce cas il faille tenir compte du risque pays (vu de France) ou bien tout simplement des multiples locaux.

Une décote de 10% à 40% semble réaliste.

Vérification de cohérence : une référence de taux sans risque (obligation d'état russe).

Enfin, comparaison avec la valeur comptable, qui est forcément une référence pour le vendeur de l'entreprise.