

Valoriser votre laboratoire en 2018 : C.A ou EBE ?

Historiquement mesurer le chiffre d'affaires, c'est aussi évaluer le prix des entreprises, expliquant dans les professions réglementées la banalisation du concept. C'est ainsi que diverses études, dont celles d'INTERFIMO, étalonnent les évaluations des activités médicales. Rien de surprenant si la profession est normalisée, tant dans son fonctionnement que dans sa tarification et qu'en outre qu'elle se trouve atomisée avec de très nombreux acteurs indépendants. Définir le poids d'un chiffre d'affaires, c'est en principe approcher sa rentabilité, donc sa valeur.



Dans la biologie, bien sûr, quelques éléments distinctifs peuvent entrer en considération comme la typologie de la clientèle, la localisation pour les coûts des sites et du personnel. Mais aujourd'hui, dans cette profession, cet outil de mesure est devenu trop réducteur. Quoi de comparable entre des groupes de 100 à 700 millions de C.A et un laboratoire à site unique d'un million d'activité avec son seul titulaire ?

La mesure par le chiffre d'affaires

Pour un vendeur, peu connaisseur des sigles comptables comme l'EBITDA, le chiffre d'affaires est simple à définir, à comparer. Le ratio Prix/C.A est une mesure immédiate d'une transaction, il reflète la valeur du travail accumulé. Mais la mesure ne peut être générale puisque dans certaines spécialités médicales, il n'y a plus d'acheteur. Si la demande de soins est importante et l'offre médicale réduite – comme en ophtalmologie – il suffit d'installer son cabinet. Le chiffre

d'affaires existe mais il n'a pas de valeur.

Le prix donné au chiffre d'affaires est aussi une valeur donnée à la part de marché. Dans une phase de concentration assez exceptionnelle des SEL de biologie, la concurrence tend à disparaître notamment en dehors des grandes agglomérations, et ce sur des zones de chalandise médicale étendues. Certaines limites de taille existent du reste sur les territoires de santé imposées par la réglementation qui restreignent le risque de monopole, mais on s'approche des seuils dans certaines zones.

Aussi dès lors que les structures atteignent une certaine taille et que l'acquisition porte sur le contrôle du capital, la référence au chiffre d'affaires n'est plus opérationnelle parce que l'acheteur attend de son acquisition de fortes synergies opérationnelles qui biaisent l'indicateur chiffre d'affaires. Évidemment côté vendeur, la mesure du prix rapporté au chiffre d'affaires fait rêver mais les deux parties ne parlent déjà plus le même langage.

S'agissant de transactions au sein d'une SEL, entre bio-



Philippe TABOULET
Expert-comptable

Calcul de l'EBE à partir du Chiffre d'Affaires :

Excédent brut d'exploitation (EBE) = Chiffre d'affaires (compte 70) – Achats consommés (compte 60) – Consommation en provenance de tiers (comptes 61 et 62) + Subventions d'exploitation (compte 74) – Charges de personnel (compte 64) – Impôts et taxes (compte 63)

logistes-associés, le chiffre d'affaires demeure important dans la négociation. Acheter par exemple une année de C.A et payer sur 7 ans, c'est simple pour l'acquéreur. En réalité l'impasse est quasi-immédiate. Car si on observe que la vente du contrôle des SEL s'effectue *a minima* à 200 % (et même à 300 % en IDF), il devient impossible de diviser par deux ou trois le prix du C.A et de le faire accepter par un vendeur. En outre, si le paiement s'effectue avec un emprunt d'acquisition probablement via une SPFPL, et qu'il faut satisfaire à la condition de détention minimale de 5 % des droits de vote de la SEL, et à la capacité de cette société à verser des dividendes, l'obstacle devient rédhibitoire. Taille et rentabilité disponible sont alors indissociables.

Rien d'étonnant à ce qu'il y ait de moins en moins de vendeur individuel. Seule la SEL peut se porter acquéreur d'un retrayant, par réduction de capital, en anticipant une économie de salaire, à un prix de transaction qui combine

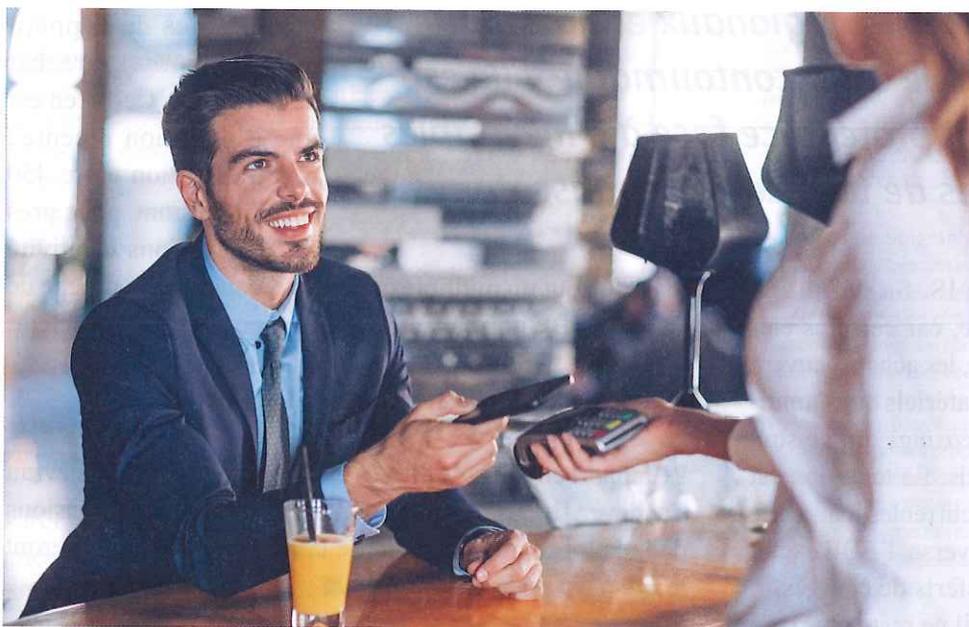
liquidité pour l'un et levier de rentabilité pour l'autre. On objectera que les stipulations dans des dispositions entre associés fixant la valeur de la part doit aider aux sorties, mais cela n'oblige nullement à vendre surtout si l'âge moyen des associés peut suggérer, dans un marché très inflationniste, des intentions de cession en bloc.

La mesure par la rentabilité : les affaires valent ce qu'elles rapportent !

La mesure par le chiffre d'affaires trouve toutes ses limites dès lors que la spécialité dégage deux types de rentabilité, la première pour rémunérer le travail opérationnel, la seconde pour le capital investi. Plus la barrière à l'entrée est contraignante, comme pour un laboratoire : locaux, plateaux techniques, matériels, informatique, collecte des tubes, relations infirmières, personnel, etc., plus l'investissement devient élevé et ce dernier paramètre exigeant à satisfaire. La rémunération du capital est alors la mesure du risque de l'investissement. Le prix des affaires variera ensuite sur le niveau général de tarification des actes, son risque d'évolution avec la productivité de la profession et le volume d'activité des acteurs.

En biologie, la taille des acteurs ne cesse de progresser et leur force de négociation et d'organisation avec. Les résultats financiers sont donc à haut niveau et s'appuient encore sur

une croissance en volume des actes supérieure à l'effet rabet annuel de la tarification de la nomenclature. Observer des EBE à 20 %, salaire normé des biologistes associés déduit, est très courant. Mais nous connaissons aussi des EBE à 30 %. Les niveaux de transaction ne sont donc que le reflet de l'anticipation des synergies possibles entre acheteur et vendeur. L'acquéreur importe le compte de résultat du vendeur et opère ses soustractions de charges, en vue de dégager une rentabilité proforma. Les paramètres sont assez simples : achat, nombre et localisation des sites, concentration des travaux sur PT, personnel et surtout nombre et salaires des biologistes. Dans ce contexte, la compétition pour des actifs de qualité fait rage et



pixelart-istock

L'acquéreur importe le compte de résultat du vendeur et opère ses soustractions de charges, en vue de dégager une rentabilité proforma. Les paramètres sont assez simples : achat, nombre et localisation des sites, concentration des travaux sur PT, personnel et surtout nombre et salaires des biologistes.



stockstudio-istock

L'EBE se définit comme la différence entre l'activité et l'ensemble des coûts d'exploitation qui doivent être décaissés. Il s'entend avant provisions, amortissements, politique financière, éléments exceptionnels et IS.

les multiples de rentabilité atteignent des sommets, d'autant qu'aux acteurs traditionnels de la biologie s'ajoutent des investisseurs financiers sur le long terme attirés par des investissements directs dans le non-côté et les perspectives de consolidation sectorielle.

Cette voie n'est guère originale, elle est à la base de tous les modèles de valorisation des entreprises. Quelle rentabilité brute normée ? L'EBE se définit comme la différence entre l'activité et l'ensemble des coûts d'exploitation qui doivent être décaissés. Il s'entend avant provisions, amortissements, politique financière, éléments exceptionnels et IS. Sa définition comptable doit souvent être retravaillée, car certains éléments peuvent en masquer sa pertinence, les achats peuvent comprendre du coût patient, donc des matériels qui s'amortissent et se financent, mais aussi des *leasings* qui ne sont que des modes d'acquisition de matériels. La tentation est alors grande d'exclure des charges non récurrentes mais cette définition est toujours incertaine. À l'inverse, l'EBE exclut la participation des salariés et des transferts de charges. Une fois la rentabilité future comprise, il ne reste plus qu'à capitaliser un nombre de fois ce disponible pour obtenir valeur d'entreprise ou valeur du business. Évidemment, la question devient combien ? Quand on observe le marché

« À la vitesse à laquelle se concentre la biologie, il ne restera bientôt que des acteurs régionaux et nationaux. La taille est incontournable, elle est surtout protectrice face à d'inévitables mesures de tarification confiscatoires. »

des PME en France, tous secteurs d'activité confondus, on relève fin 2017, un multiplicateur de 9,5. Les liquidités sont nombreuses, le cycle économique favorable, les taux d'intérêts très bas. Acheter 9 années de résultats, c'est acheter une rentabilité d'aujourd'hui normalisée et anticiper son taux de croissance G. En simplifiant, c'est aussi accepter un taux de risque moyen de $1/9 = 11\%$ environ.

À chacun ses calculs, on comprend qu'acheter 15 fois un EBE n'a donc pas de sens en soi, acheteur et vendeur ne construisant pas le même compte de résultat.

Évidemment pour obtenir la valeur finale des titres à céder, on prend en compte la structure financière de la cible en ajoutant trésorerie, dettes et autres engagements.

Et demain ?

La réponse est aisée : à la vitesse à laquelle se concentre la biologie, il ne restera bientôt que des acteurs régionaux et nationaux. Les montages juridiques, inspirés de la vie des affaires, sont sophistiqués et permettent avec la création de droits financiers de remonter les résultats des filiales au plus haut niveau de la pyramide de contrôles des SEL. La taille est donc incontournable, elle est surtout protectrice pour les plus gros face à d'inévitables mesures de tarification

confiscatoires. On comprend la course aux tubes et les recherches de position géographique de *leadership*. EBE et multiples sont des mesures de l'appétit des acheteurs. Le rachat de BIO 7 par Cerba en est une illustration récente¹, une transaction entre 450 et 500 Millions pour près de 110 Millions d'activité

mais surtout un multiple que nous reconstituons proche de 12 fois l'EBE normalisé... avant synergies avec l'acheteur.

C'est bien le diagnostic de la fin d'un modèle.

Le rapport en cours de l'IGAS et IGF dont la rédaction devrait s'achever fin juin 2018 peut aussi préfigurer des décisions dans la loi de financement de la SS 2019 qui accéléreront le *build-up* de la discipline. ■

1. Les Echos du 26 mars 2018.