

L'eldorado des prix de transactions dans la santé



Eightshot Studio-istock

Le prix des acquisitions dans la santé atteint des sommets. Innovations et progrès médical, numérisation et digitalisation des données, liquidités abondantes des investisseurs, visibilité du secteur grâce à la générosité publique du « quoi qu'il en coûte », nombreux sont les facteurs inflationnistes poussant vers le *build-up* du secteur.



Références

1. Communiqué Cerba du 21 juillet 2021.
2. André Orléan - *L'empire de la valeur 2011* - Seuil.
3. Covid : l'année folle des biologistes médicaux - *Les Echos*, le 22/08/2021.
4. Le Covid aiguise les appétits autour des laboratoires d'analyses - *Les Echos*, le 9/07/2021.
5. Cerba Healthcare, champion du diagnostic - *Les Echos*, le 24/08/2021.
6. Covid-19 : les laboratoires se préparent au choc du remboursement sélectif des tests - *Les Echos*, le 23/08/2021.

Le choc de la pandémie pousse en 2021 les multiples d'EBITDA (notion assez proche du résultat d'exploitation) à près de 16,6 pour une entreprise du secteur médical, notamment laboratoires, cliniques, biotechs. En d'autres termes, les acquéreurs entendent payer plus de 16 années de bénéfices actuels ou plutôt anticipent des progressions exceptionnelles de résultats pour demain. Aux États-Unis, les multiples peuvent même monter jusqu'à 20 fois. En effet, les fonds d'investissement croulent sous les liquidi-

tés et doivent investir les sommes reçues de leurs propres investisseurs. Le temps d'emploi des fonds est important lorsque l'on promet des rentabilités proches de 15 % l'an et la concurrence pousse alors les prix des belles cibles. Le laboratoire Cerba qui vient de passer sous le contrôle du suédois EQT pour 4,5 milliards de valorisation - un *jumbo deal* - a annoncé depuis déboursier 1,2 milliard pour le diagnostic italien Lifebrain¹ (360 sites), soit 12,8 fois son EBITDA anticipé de cette année et 24 fois son résultat d'exploitation 2019 pré-Covid. Le groupe de cliniques privées Almayva Santé (41 cliniques et 550 millions d'euros de chiffre d'affaires attendu en 2021) est valorisé pour 1,5 milliard d'euros, il est cédé à hauteur de 60 % à Wren House Infrastructure, fonds soutenu par le Koweït. En 2018-2019, près de 15 % des cliniques généralistes en France auraient changé de mains. Quant à Moderna, sa valeur est aujourd'hui de 150 milliards pour 5 en 2018 ; il ne fallait pas « louper » le coche !

L'inflation des transactions

Les sommes donnent le vertige, les prix sont les promesses de demain. Pourtant, j'aime à me souvenir de cette observation d'un conseil en valorisation de société : « *Ce qui compte pour chaque acteur du marché c'est moins la valeur fondamentale d'un actif que l'opinion des autres, l'opinion du marché sur cet actif* »². Nombreux sont les marchés qui fonctionnent avec cet aspect moutonnier, ce qui n'est pas sans provoquer une forte interrogation sur les méthodes de valorisation et plus généralement sur le rationalisme des décideurs. Mais la frénésie des achats peut aussi s'expliquer par l'inflation extraordinaire de la dette d'acquisition qui conduit à se demander si le danger n'est plus dans la valeur mais dans cette dette. Toutes ces opérations

de capital-investissement se financent à très grande échelle avec de la dette privée dite « unitranche » qui se paie entre 7 et 8 % l'an couramment. Régulation bancaire plus étroite, effet de levier encadré, prêts syndiqués des banques saucissonnés en tranches senior, subordonnées, au sein d'un pool d'établissements, créent un mille-feuille complexe, lent à mettre en place. La dette privée au contraire, apportée en complément par l'investisseur en capital, est davantage confidentielle et rapide. Surtout, elle répond aux préoccupations des prêteurs qui leur préfèrent cette opportunité à celle des obligations d'État rapportant près de 0 %. Évidemment, qualité supposée du dossier, temps de l'investissement et diversification du prêteur dans ses propres investissements sont des facteurs clefs. Mais dans ces périodes d'euphorie, le mimétisme des opérateurs dans la santé est commun, chacun craignant de perdre une belle opportunité.

Et la biologie ?

Trente millions de tests PCR en 2020, plus du double depuis janvier, près de six milliards consacrés au dépistage, une augmentation proche de 120 % des remboursements d'analyses médicales en 2021, après une hausse de 56 % en 2020³, ces quelques chiffres résument une situation en or pour les laboratoires après des années de surveillance étroite de la dépense de biologie médicale. Certes, il a fallu en 2020 investir dans de nouvelles plateformes, avec des coûts d'achats de réactifs plus élevés, les effectifs ont crû de 10 %, les heures supplémentaires, primes, intéressement et participation ont été généreuses pour le personnel ; certes, les revenus hors tests Covid en 2020 ont reculé de l'ordre de 5 % ; certes, les professionnels privés ont dû se mobiliser après avoir été ignorés dans un premier temps par les pouvoirs publics, mais les résultats de l'an passé sont exceptionnels. Cyril Kammoun, responsable de la banque d'investissement Degroof Pertercam en France, déclare⁴ :

« les tests anti-Covid ont généré parfois plus de 50 % de l'EBITDA de certains groupes d'analyses en 2020 ». La présidente de Cerba précise de son côté : « notre activité a progressé de plus de 30 % en 2020, du fait du Covid, et ce malgré le ralentissement de nos activités habituelles qui ont subi le contrecoup des reports de soins »⁵.

Nous l'avons illustré pour notre part avec trois exemples de laboratoires indépendants, tout aussi éloquents même en prenant garde aux biais des variations de chiffres en valeur relative (voir figure ci-dessous). L'année 2021 sera encore plus exceptionnelle, avec une remontée des actes courants, malgré une révision des actes de nomenclature en avril dernier et la fin de la gratuité des tests PCR hors prescription médicale mi-octobre. En effet, il y a bien de quoi être perplexe quand les autorités demandent au consommateur des restaurants, cinémas, stades de foot, SNCF et pour bien d'autres lieux de loisirs et de déplacement de justifier de leur QR Code ou test négatif et ce aux frais de la Sécurité sociale ! Dans la semaine du 9 août, après les nouvelles annonces gouvernementales, 5,7 millions de tests auraient été réalisés. La nouvelle question est aujourd'hui : et après ? En l'état, on peut attendre une baisse rapide en automne de près de 80 % des tests, selon divers avis⁶. Mais au-delà ? Difficile de faire de la prévision alors que les meilleurs spécialistes se sont tant trompés. Modestement, on peut cependant avancer que l'activité 2022 devrait retrouver sa pente naturelle de demande de consommation médicale, avec une incidence complémen-



Les sommes donnent le vertige, les prix sont les promesses de demain.

	2020	2019	▲
LABO X en outre-mer			
CA	21,7 M€	18,2 M€	19,2 %
EBITDA	3,4 M€	2,5 M€	36,0 %
ratio EBITDA/CA	15,7 %	13,7 %	
LABO Y Ouest de la France			
CA	10,8 M€	7,7 M€	40,3 %
EBITDA	2,3 M€	1,07 M€	115,0 %
ratio EBITDA/CA	21,3 %	13,9 %	
LABO Z IDF			
CA	12 M€	6,7 M€	79,1 %
EBITDA	5,3 M€	2,3 M€	130,4 %
ratio EBITDA/CA	44,2 %	34,3 %	

Philippe Taboulet

Extraits anonymes de dossiers de travail



Normalement, on pourrait s'attendre à ce que 10 à 15 % de l'EBITDA générés en 2021 avec l'activité Covid soient alors récurrents.

taire de demande de tests de surveillance qui durerait jusqu'en 2024 car il faudra bien adapter la stratégie et les vaccins aux inévitables nouveaux variants et continuer à séquencer le virus avec de probables développements de tests multiplexes, dépistage du Covid, mais aussi d'autres infections respiratoires comme la grippe. Normalement, on pourrait s'attendre à ce que 10 à 15 % de l'EBITDA générés en 2021 avec l'activité Covid soient alors récurrents. Cela exposé, le mystère demeure entier sur la contribution que demandera tôt ou tard la Sécurité sociale à la profession car la manne Covid se situe dans un épisode de défense publique exceptionnelle et non dans le confort financier de 4 000 sites de biologie et de leurs investisseurs très souvent étrangers. Le volume des tests a déformé les agrégats usuels des comptes de résultat de cette profession, les injections de cette trésorerie bénéficiaire écrasent dans les bilans rapidement les emprunts passés

de la croissance externe en la légitimant, amortissent les investissements 2020, et occasionnent de très belles distributions de complément de rémunération et surtout dividendes.

Évidemment, tout cela aiguise les appétits et donc les valorisations et le marché de la biologie. Les banques d'affaires travaillent désormais à l'échelon de l'Europe avec des opportunités en Allemagne avec la cession de Amedes, 35 laboratoires qui seraient valorisés au moins 1,5 milliard, Lifebrain en Italie et en attendant des acteurs américains comme Quest Diagnostics et LabCorp à la recherche de nouveaux volumes et marchés. Quand la santé, tout va ? Mais Dieu que cela est cher.

Philippe Taboulet

EXPERT-COMPTABLE

06 60 66 52 34

philippe.taboulet@yahoo.fr



BIOLOGISTE infos



**Votre magazine
accessible
sur tous
les supports**

KioskParresia

Version numérique disponible avec votre abonnement.
Pour plus d'informations, écrivez à parresia.abo@mag66.com,
ou consultez notre site abos.parresia.fr

<https://kiosk.parresia.fr>