

Le prix de mon labo, c'est combien ?



© Rido

Une interrogation banale ? Mais de plus en plus épineuse car la réponse peut varier du simple au double suivant les propositions de prix des acheteurs ! En même temps, poser cette question signifie que les transactions existent, alors que de nombreuses spécialités médicales n'ont plus à s'interroger, faute de demande...

Quel modèle de valorisation pour mon métier ?

Historiquement dans les professions libérales, l'index de référence est le chiffre d'affaires. S'agissant de marchés protégés par des barrières à l'entrée, de tarifications souvent imposées, de professions encore en expansion, acheter l'activité, c'est acheter une rentabilité théorique récurrente. Évidemment, le dynamisme et la gestion des professionnels font ensuite la différence et expliquent le bonus ou malus du prix de vente. La nouveauté réside dans le regroupement des acteurs depuis une bonne quinzaine d'années donnant naissance à des PME de plus en plus importantes, confrontées à diverses problématiques de croissance externe et de gouvernance. En parallèle, le contexte économique et tarifaire se dégrade, imposant davantage aujourd'hui une culture du résultat.

Dans ces conditions, rien d'anormal à ce que progressivement l'index du chiffre d'affaires ait été pondéré, voir remplacé par la rentabilité brute. Le chiffre d'affaires exprime la part de marché et son attraction pour un acquéreur, la rentabilité renseigne sur la

performance du management dans la combinaison des facteurs de travail.

Usuellement, l'investisseur connaît le capital à placer et étudie les propositions de taux de rémunération. Ainsi, lorsqu'un particulier place 100 € à 2 % dans un PEL, celui-ci fait des choix de rendement, de fiscalité, de risque et de liquidité. Mais si on renverse l'équation, 2 € de rendement à un taux de 2 % permettent de trouver la valeur de ce capital : $2 \text{ €} / 2 \% = 100$. La relation peut aussi s'écrire : $2 \text{ €} \times 50 = 100 \text{ €}$. Ce multiple de 50 est une autre forme d'expression des caractéristiques de ce placement dans cet exemple.

Sur cette base de raisonnement – volontairement simplifié dans cet article – on peut admettre que la valeur de l'entreprise est donnée par celle de ses revenus futurs à l'infini, le modèle est alors basé sur un principe de rente à venir. En partant du résultat



© rawpixel

annuel connu ou probable, il suffit de s'interroger sur le taux de placement et on obtient le capital investi. Ainsi, en appliquant à l'agrégat de la rentabilité annuelle un taux qui peut varier suivant le risque apprécié par l'investisseur, c'est-à-dire la visibilité d'un projet, on s'approche de la valeur du métier. Le taux de risque prend en compte les données intrinsèques comme la gestion et les perspectives, mais aussi les facteurs exogènes avec l'environnement en général, à la fois dans le secteur d'activité et les paramètres plus généraux de la vie économique, comme par exemple, le coût de l'endettement. Ce taux est aussi une affirmation du rendement exigé par l'investisseur. La valeur de l'entreprise (VE) s'exprime donc ainsi :

$$VE = \frac{\text{Résultat annuel}}{(\text{Taux de risque})}$$

Bien évidemment la difficulté pour la valorisation d'une entreprise est de déterminer ce taux du risque ou multiple (soit 1/taux de risque) car la sensibilité de la valorisation est alors immédiate. À chaque individu de construire son taux de risque, la théorie et la pratique financière apportent des solutions mais les deux exemples ci-après en résumé bien le défi.

Bénéfice	Taux	Multiple ou nb d'années accepté	Capital
100	10 %	10	1 000
100	12 %	8,3	833
100	15 %	6,7	667
100	20 %	5	500

Toutefois, en pratique, le résultat annuel varie. Normalement, il est en croissance. On peut donc compliquer l'exercice en introduisant un taux de croissance (g) du résultat ce qui donne une formule ainsi :

$$VE = \frac{\text{Résultat annuel}}{(\text{Taux de risque} - g)}$$

La simulation devient alors :

Bénéfice	Taux	Facteur g	Capital	Multiple
100	10 %	3 %	1 429	14,3
100	12 %	3 %	1 111	11,1
100	15 %	3 %	833	8,3
100	20 %	3 %	588	5,9

C'est bien la démonstration que les affaires valent ce qu'elles rapportent. Mais si le facteur g devient négatif, on mesure alors... l'embarras dans la biologie.

Quel bénéfice de référence ?

Au plus simple, on peut ainsi retenir l'excédent brut d'exploitation¹ qui mesure la capacité de l'entreprise à dégager un flux annuel de trésorerie, avant toute prise en compte des charges d'investissement, d'endettement et d'impôt qui sont des choix de management² et



Philippe TABOULET
Expert-comptable



Jakub Jirsák

Le chiffre d'affaires exprime la part de marché et son attraction pour un acquéreur, la rentabilité renseigne sur la performance du management dans la combinaison des facteurs de travail.

contraintes subies, étant rappelé que dans la biologie, le besoin en fonds de roulement peut être négligé.

Quel taux ou quel multiple choisir ?

Des études comme celle d'Interfimo ou des observations des pratiques de marché en général³ procurent des bases de comparaisons notamment par secteurs. Ainsi, le multiplicateur moyen des valeurs d'entreprise était de 7,2 au premier semestre 2015 (pour des sociétés de 15 à 50 millions de valeur). En d'autres termes, un multiple de 7,2 correspond encore à un taux risque de $1 / 7,2 = 13,89 \%$. Mais on peut aussi retenir que ce taux est équivalent à acheter 7,2 années de bénéfice prévisible. Naturellement, le multiplicateur est sensible au métier et son attraction, au taux de l'impôt – en Angleterre le taux de l'IS est ainsi de 20 % pour 33,33 % en France – ce qui influe sur le cash final pour l'investisseur. Ce multiple est aisé à utiliser, il se rapproche ici des horizons souhaitables de financement dans les professions libérales.

Ainsi un laboratoire qui dégage 15 % d'EBE sur son C.A s'estimerait 108 % de son C.A ($15 \times 7,2$). Avec un EBE de 20 %, la valeur monte à 144 % ($20 \times 7,2$). Le lien est direct entre performance de résultat et valeur d'entreprise.

Dans les transactions de laboratoires, de nombreuses propositions sont formulées sur cette base, sous réserve d'une rémunération « normale » du travail des associés et hors prise en compte de projets de croissance externe et synergies.

Quelle valeur pour mes parts ?

Une fois connue la valeur du métier ou valeur d'entreprise, on obtient la valeur de la société en intégrant les postes patrimoniaux et principalement la situation de trésorerie, positive ou négative (notamment avec emprunts et comptes courants d'associés, engagements de leasing) au jour de l'opération. En simplifiant, la valeur de la SEL est encore VE (ou valeur d'entreprise) +/- la trésorerie.



Un laboratoire qui dégage 15 % d'EBE sur son C.A s'estimerait 108 % de son C.A (15×7.2). Avec un EBE de 20 %, la valeur monte à 144 % (20×7.2). Le lien est direct entre performance de résultat et valeur d'entreprise.

La valeur n'est pas le prix

Le prix résulte d'un échange et n'existe que par cet échange. Or, les motivations sont variées : projet de fusion, mouvements sur le capital, vente partielle de parts, vente de la SEL.

Pour les cessions de parts, Il est aisé de comprendre la hiérarchie des prix dans les opérations portant sur les laboratoires.

- Vente de parts à un associé ou nouveau biologiste : la redistribution de parts n'a normalement pas d'impact sur l'activité et la rentabilité de la SEL. Le prix est donc fondamentalement dicté par la capacité d'emprunt, de remboursement et les contraintes de fiscalité exigeant le plus souvent la mise en place de SPFPL (ce qui suppose *a minima* une détention constante de 5 % investis dans la SEL cible). Les chiffres démontrent en règle générale que le prix maximum ne peut aller au-delà de 110 % du CA, *a fortiori* si la SEL est déjà endettée ce qui pèse sur les capacités de distribution. Par rapport à une valeur théorique de la SEL, on constate une décote. Mas celle-ci s'explique aussi par l'illiquidité du capital (il faut trouver un acheteur), la contrainte de l'agrément et l'absence de pouvoir intrinsèque du minoritaire sur la stratégie, la gestion et la répartition des flux financiers de l'entreprise. L'existence de pacte d'associés peut néanmoins tempérer ces dernières objections.

- Vente de parts à la SEL : opération devenue assez courante depuis la révision de la fiscalité des plus-values de 2014, le prix est généralement majoré assez sensiblement s'il s'accompagne du départ souhaité par suite d'un surnombre d'associés, voire d'un conflit. Avec la réduction du capital qui en résulte, les associés restants remontent leur proportion de capital – on parle alors d'opération de relation - et profitent d'un meilleur partage du résultat annuel. Le taux de l'emprunt sera toujours moins coûteux que la rémunération du biologiste partant. Surtout l'emprunt est positionné dans la SEL, il est en quelque sorte mutualisé entre associés. Il y a donc un effet de levier qui justifie une prime par rapport à une opération isolée de cession de parts. L'opération de rachat pourrait

aussi se concevoir avec une nouvelle SPFPL des associés restants. Mais on est alors dans le détail de l'ingénierie.

- Vente de parts majoritaires à un tiers : cette fois le tiers, une autre SEL par définition, intègre dans sa proposition une prime de contrôle qui est la reconnaissance d'un partage de synergies attendues dans l'opération de croissance externe. La valeur des parts est donc la valeur théorique de la SEL vendeuse et une combinaison de synergies. Elle se mesure aussi dans un multiple du résultat de la SEL cible beaucoup plus élevé.

Sans cette analyse en trois niveaux, on ne peut comprendre les opérations sur les transactions de parts de laboratoire. Rapports de force, capacité de financement, quotité de capital, stratégie de croissance, sont les moteurs de la négociation.

Enfin le prix de la transaction, lorsqu'il est connu, n'intègre souvent pas l'évaluation des compléments de prix, les modalités de règlement (immédiat, différé, sous forme cash ou titre) ni les divers accords pouvant lier l'acheteur et le vendeur (contrats de collaboration, accords de non concurrence, contrat de travail, garanties de passif, droit ou non au dividende).



Quel prix pour mon labo ? D'une manière générale, la réponse est aisée quand on sait à qui l'on vend et pour quel contrôle de la société. La forte concentration des laboratoires se comprend d'autant mieux dès lors que les multiplicateurs d'EBE peuvent monter jusqu'à 11 ! Les tentations sont nombreuses. ■

LÉGENDES

1. L'excédent brut d'exploitation (EBE) indique la rentabilité du système de production d'une entreprise. Connaître l'excédent brut d'exploitation est indispensable pour toute entreprise, car il permet de confronter le chiffre d'affaires hors taxes avec tous les frais engagés pour produire. Excédent brut d'exploitation (EBE) = chiffre d'affaires hors taxes - montant des achats hors taxes de biens (matières premières, marchandises) - montant des achats hors taxes de services (énergie, loyer, primes d'assurances, conseil juridique, comptabilité, etc.) - impôts et taxes - coût de la masse salariale
2. En prenant garde aux charges de leasing et de la participation des salariés
3. Observatoire de la valeur moyenne des entreprises – octobre 2015 – Compagnie Nationale des Commissaires aux Comptes

Philippe TABOULET - Expert-Comptable - Commissaire aux Comptes
06 60 66 52 34 - philippe.taboulet@yahoo.fr