Comment évaluer une officine et en déterminer le juste prix ?

À quelles méthodes d'évaluation recourir ? Comment les usages ont-ils évolué d'une logique de chiffre d'affaires à celle de rentabilité ? Quels principes essentiels à retenir ? Quelques éléments de réponse, illustrés au travers de deux pharmacies.

✎ Serge Gilodi

Comme chaque année, le mois d'avril nous a apporté son flot de statistiques professionnelles et nous éclaire sur la situation économique du marché officinal. Toujours très attendue, l'étude réalisée par Interfimo depuis 25 ans donne la tendance des prix de cession des pharmacies constatés en 2018 ; mais comme le précisent les responsables de cette étude, les données statistiques ne sont que des indicateurs de tendance et n'exonèrent pas l'évaluateur d'un travail au cas par cas.

L'acquisition et la cession d'une officine sont les moments clés d'une carrière professionnelle, car acheter ou vendre au « bon » prix est un acte déterminant pour l'avenir du pharmacien – ou du futur retraité. Évaluer son entreprise peut se révéler nécessaire en d'autres circonstances, nombreuses : l'intégration d'un nouvel associé, une opération d'apport ou de *Owner Buy Out*, l'organisation d'un partage familial… ou simplement un test de dépréciation du fonds commercial (comparaison entre la valeur comptable et la valeur réelle, obligatoire depuis 2016). •

CAS PRATIQUE : PRENONS 2 EXEMPLES

	PHARMACIE 1		PHARMACIE 2	
Forme d'exercice	Entreprise individuelle		SEL à deux titulaires	
Localisation géographique	HAUTS-DE-FRANCE		PACA	
Chiffre d'affaires*	1 400	100 %	2 400	100 %
Achats consommés	-980	-70 %	-1 632	-60 %
Marge commerciale	**420**	**30 %**	**768**	**32 %**
Charges externes	-55	-3,9 %	-133	-5,5 %
Impôts et taxes	-5	-0,4 %	-15	-0,6 %
Frais de personnel	-210	-15 %	-380	-15,8 %
Excédent brut d'exploitation	**150**	**10,7 %**	**240**	**10 %**
Rémunération titulaires	0	0 %	120	5 %
Cotisations sociales TNS	50	3,6 %	60	2,5 %
EBE avant rémunération	**200**	**14,3 %**	**420**	**17,5 %**
Rémunération normative titulaires	-70		-140	
EBE normatif	**130**	**9,3 %**	**280**	**11,7 %**

** CA en milliers d'euros*

L'AUDIT QUALITATIF PRÉALABLE

Quelle que soit la méthode d'évaluation retenue, le résultat obtenu par référence à des données statistiques ou par le calcul devrait toujours être considéré comme une valeur pivot au milieu d'une échelle de valeurs ; l'importante dispersion des prix que souligne l'étude Interfimo justifie ce principe. Il convient donc d'effectuer au préalable un audit qualitatif de la pharmacie : les informations recueillies permettront d'objectiver les risques et opportunités de l'officine, puis de se positionner à l'intérieur de l'échelle de valeurs obtenue. Nul besoin d'une matrice d'analyse sophistiquée, il suffit de lister et d'apprécier les différentes composantes de la pharmacie : localisation et environnement (commerces, médecins, transports…), qualité du local (visibilité, agencements, surface…), structure de l'activité et de la marge (typologie du CA, MDL, conditions d'achat...), frais généraux incompressibles, qualité de l'équipe officinale…

L'ÉVALUATION PAR LE CHIFFRE D'AFFAIRES OU VALEUR PATRIMONIALE

Historiquement, le fonds de commerce d'une officine est valorisé d'après les données de marché, en appliquant un coefficient au chiffre d'affaires de l'officine. Si la référence au CA HT, et non plus TTC, est désormais entrée dans les usages, les autres limites de cette approche comparative persistent et même s'affirment :

• les critères de rentabilité ne sont pas pris en compte, alors même que l'économie de l'officine se caractérise par des disparités de plus en plus importantes en termes de marge commerciale, de frais généraux ou de masse salariale ; l'influence des produits chers est à souligner tout particulièrement, et l'audit de la MDL révèle parfois des surprises,

• les coefficients de marché qui font référence sont des valeurs statistiques moyennes ; elles masquent une forte dispersion des prix, sans qu'une corrélation indiscutable puisse être mise en évidence avec des facteurs objectifs tels que la localisation géographique ou la taille des officines ; en outre, le niveau de dispersion s'accroît d'année en année.

Si l'évaluation par le chiffre d'affaires montre ses insuffisances, la valeur patrimoniale obtenue par cette approche demeure néanmoins un indicateur pertinent, car il est le reflet de la loi de l'offre et de la demande. Or, quelle que soit la valeur économique d'une officine, c'est d'abord le marché qui fait les prix !

Valorisation par le CA	PHARMACIE 1	PHARMACIE 2
Chiffre d'affaires*	1 400 K€	2 400 K€
Prix moyen en % CA de la région	72 %	78 %
Valeur pharmacie	1 008 K€	1 872 K€

L'ÉVALUATION PAR L'EBE

L'approche qui consiste à exprimer la valeur d'une pharmacie en multiple de l'Excédent brut d'exploitation (EBE) a l'avantage de déterminer un prix proportionnel à la profitabilité de l'officine. Elle constitue donc une réponse pertinente au principal inconvénient de l'évaluation par le chiffre d'affaires et fait désormais consensus auprès des pharmaciens et des différents acteurs de la profession. Notons toutefois que l'on retrouve ici encore une méthode comparative qui fait référence à des données de marché statistiques, avec les limites mentionnées plus haut.

Mais les principaux inconvénients de l'évaluation en fonction de l'EBE sont consécutifs de la référence à la notion d'EBE « reconstitué » qui s'entend comme l'EBE avant rémunération et cotisations sociales des titulaires :

• il fait abstraction du nombre de titulaires,

• il occulte le poids de la rémunération du travail du titulaire dans la rentabilité nette « après rémunération » (inversement proportionnel à la taille de l'officine),

• les charges non récurrentes ou propres au titulaire cédant ne sont pas (toujours) retraitées.

Pour fiabiliser cette méthode, pharmaciens et professionnels devraient s'accorder sur la définition d'un EBE « normatif » - après retraitements et déduction faite de la rémunération normative du travail du titulaire - qui soit le reflet de la rentabilité intrinsèque de la pharmacie.

Valorisation par l'EBE	PHARMACIE 1	PHARMACIE 2
EBE reconstitué	1 400 K€	2 400 K€
Multiple EBE moyen de la région	5,5	6,2
Valeur pharmacie	1 100 K€	2 604 K€

L'ÉVALUATION ÉCONOMIQUE OU VALEUR DE RENTABILITÉ

Dans le monde de la transmission d'entreprise, la méthode des « DCF », ou flux de cash-flow actualisés, est probablement la plus courante. Mais appliquée aux cessions-acquisitions de pharmacies, en l'absence d'usage, elle se heurte à des difficultés méthodologiques : sur quelle durée raisonner, avec quel taux d'actualisation, quelle valeur finale retenir… ?

En fait, cette méthode complexe se justifie pleinement lorsque l'entreprise à évaluer s'apprête à vivre des changements importants, comme dans le cas d'une start-up ou du lancement d'une nouvelle activité… scénarios assez éloignés du commun des pharmacies !

Une autre méthode, à la fois simple et pragmatique, consiste à se fonder sur l'opportunité d'emprunt. Les flux de trésorerie disponible sont supposés être consacrés au remboursement d'un emprunt bancaire et la valeur de rentabilité de la pharmacie correspond alors au prix d'acquisition qu'un acquéreur serait en mesure de rembourser.

Dans cette approche, déterminer la capacité d'emprunt suppose de paramétrer le niveau de l'apport personnel, le taux du crédit… mais ces caractéristiques sont assez normalisées par le marché. La limite de cette méthode réside d'ailleurs dans sa simplicité : elle revient *in fine* à postuler sur un flux de trésorerie annuelle constant.

Valorisation par les flux	PHARMACIE 1	PHARMACIE 2
EBE normatif	130 K€	280 K€
Valeur pharmacie	935 K€	2 000 K€
Multiple EBE normatif	7,2	7,1

CONCLUSION

La pharmacie 1 est représentative de la pharmacie « moyenne inférieure », située dans la région la moins chère de France, une valeur de 1 008 k€ correspondant à 72 % du CA semble être un plafond élevé et la valorisation à 5,5 fois l'EBE témoigne de la limite de la méthode. Le prix effectif de cette officine serait vraisemblablement proche des 935 k€ issu de la valorisation par la capacité d'emprunt.

La pharmacie 2 est en région Paca, qui reste parmi les plus attractives avec le niveau de mutation le plus élevé en 2018. Avec un CA de 2 400 k€, le prix de cession moyen de 78 % est manifestement sous-évalué et le marché s'affiche plutôt autour de 85 % pour cette taille d'officine, soit une valeur de 2 040 k€. La valorisation en multiple de l'EBE est victime d'une autre de ses limites du fait de la présence de deux titulaires ; mais en retraitant l'EBE reconstitué avec un pharmacien adjoint supplémentaire en substitution de l'un des deux titulaires, la valeur obtenue serait de l'ordre de 2 200 k€ (92 % du CA). La valorisation fondée sur les flux consacrés au remboursement d'un emprunt ressort à 2 000 k€ et constituerait un prix de cession cohérent avec la valeur de marché. L'analyse qualitative de la pharmacie permettrait de le confirmer, mais elle pourrait tout aussi bien inciter à revoir le prix, à la hausse comme à la baisse, si elle mettait en évidence un potentiel de croissance élevé ou, au contraire, une menace sur l'activité. Du bon sens ! •

	PHARMACIE 1		PHARMACIE 2	
Méthode de valorisation	Valeur %	% CA	Valeur	% CA
Coefficient CA	1 008 K€	72 %	1 872 K€	78 %
Multiple EBE	1 100 K€	79 %	2 604 K€	109 %
Capacité d'emprunt	935 K€	72 %	2 000 K€	83 %