

# L'INVESTISSEMENT EN IMMOBILIER DE SANTÉ

*par Magali Marton, Directrice du Département Recherche de Cushman & Wakefield France,  
Nils Vinck, Directeur du Département Capital Markets Cushman & Wakefield France,  
et Chrystèle Villotte, Head of Residential Capital Markets France, Cushman & Wakefield France  
(de gauche à droite sur les photos)*



**N**ous avons déjà évoqué dans ces colonnes le thème de l'investissement en immobilier de santé, une classe d'actifs alternative qui s'est imposée dans les agendas des investisseurs en moins de 10 ans. Les investisseurs continuent donc de s'intéresser à l'immobilier de santé dont l'avenir se dessine à l'aune du vieillissement inéluctable de la population, de l'accroissement de pathologies chroniques et plus prosaïquement d'un secteur de la santé dont les besoins sont croissants dans un environnement d'économie d'échelle et de maîtrise des coûts.

Le potentiel de progression des prises de position des investisseurs immobiliers en la matière est encore important et ce pour plusieurs raisons. Tout d'abord, le secteur privé lucratif ne représente que 24% du parc des EHPAD (Etablissement Hébergeant des Personnes Agées Dépendantes)

dans le secteur médico-social, ce ratio se retrouve également dans le secteur sanitaire. C'est dire si les investisseurs institutionnels ont devant eux un champ des possibles important dans un paysage d'opérateurs des établissements de santé encore très fragmenté. Ensuite, les besoins en liquidités des opérateurs pour le financement de leur expansion tant en France qu'en Europe, les incitent à envisager l'externalisation de tout ou partie de leurs murs. Ils créent ainsi les opportunités d'investissement futures et nouent des partenariats stratégiques entre opérateurs et investisseurs pour les développements neufs de demain. A l'évidence, la stratégie de diversification des investisseurs vers des actifs immobiliers corrélée à des besoins sociaux démographiques crée un appel d'air sur un marché de l'investissement en immobilier de santé bridé dans ses volumes par un nombre réduit d'opportunités sur le marché.

De 2006 à 2013, l'investissement en immobilier de santé s'est développé au rythme des externalisations des opérateurs spécialisés soit près de 300 millions d'euros de cessions-acquisitions en moyenne par an. La part des transactions secondaires – c'est-à-dire d'investisseur à investisseur - ne représentait alors que 40% du volume total. Cette part a bondi dès 2014 (95% du volume total) mais surtout en 2016 avec, entre autres, la vente historique du portefeuille de GECIMED (filiale de la foncière GECINA) à PRIMONIAL REIM pour le compte d'un « club deal » d'investisseurs institutionnels. L'engouement suscité par la vente de ce portefeuille illustre parfaitement l'intérêt grandissant des investisseurs pour cette classe d'actifs. Avec près de 425 millions transactés, l'année 2017 a marqué une pause dans les volumes investis sur le marché français. Les investisseurs sont toutefois restés actifs sur ce secteur au travers la signature de « partenariats investisseur - promoteur & opérateur » à l'image d'ICADE SANTE et KORIAN et l'accompagnement des opérateurs à l'international. En 2018 année portée par le retour des externalisations (53% du volume total des investissements), 730 millions d'euros d'actifs immobiliers ont changé de mains, représentant une hausse de 6% par rapport à la moyenne décennale. Deux cessions d'envergure correspondant à des portefeuilles d'EHPAD ont particulièrement contribué au volume investi de l'année : cession de 8 établissements par GDP VENDOME à AXA IM – REAL ASSETS pour près de 250 millions d'euros et acquisition par ICADE SANTE en sale & lease-back de 14 EHPAD auprès du groupe RESIDALYA.

En parallèle du marché de l'investissement, le parc des actifs de santé se développe au travers de nouvelles constructions et extensions qui, dans le cadre de partenariats avec les opérateurs, peuvent directement rejoindre le patrimoine des foncières partenaires. En 2018, ICADE a ainsi livré 3 cliniques : « Le Pôle Santé Atlantique - ELSAN » à Saint-Herblain (44) (75 millions d'euros), « La clinique Croix du Sud – CAPIO » à Quint-Fonsegrives (31) (81 millions d'euros) et « La polyclinique de Reims-Bezannes - COURLANCY » à Bezannes (51) (76 millions d'euros). Par ailleurs, les grands mouvements de rachats d'opérateurs (ventes de murs et fonds), peuvent sous l'impulsion de l'actionnariat en place, laisser place à de nouvelles opportunités d'externalisation, très prisées des investisseurs immobiliers.

Ces 700 millions d'euros d'investissement en immobilier de santé en France doivent s'analyser à l'échelle d'un marché européen estimé à 4-5 milliards d'euros en 2018. Les investisseurs français exportent leur savoir-faire dans la structuration immobilière en accompagnant les opéra-

teurs dans leur développement en Europe. A l'affût de nouvelles opportunités d'investissement et devant le besoin de renouveau et d'innovation de cette classe d'actifs, les fonds pan-européens, américains ou encore asiatiques, pourraient prochainement faire leur entrée sur le marché français de la santé.

Les atouts multiples de l'immobilier de santé n'ont pas échappé aux investisseurs : une classe d'actif adossée à une réalité démographique certaine et lisible permettant la diversification de leurs portefeuilles, des baux longs assurant une garantie locative et des taux de rendement attractifs dans une conjoncture actuelle de taux historiquement bas. En effet, suivant la tendance générale de compression des taux de rendement observée sur toutes classes d'actifs immobiliers, ceux des actifs de santé ont baissé de près de 200 points de base chacun sur la période 2012-2017 avant de se stabiliser en 2018. Ainsi, les taux de rendement prime des cliniques MCO hors Paris se positionnent aujourd'hui autour de 5,25% (spread OAT 10 ans de 447 pdb) contre 4,50% pour des établissements SSR (Soins de Suite et de Réadaptation) et PSY (372 pdb) et 4,00% pour des maisons de retraite EHPAD (322 pdb). A Paris, les taux prime des EHPAD pourraient même prochainement franchir la barre fatidique des 4,00%.

En conclusion, investir dans des actifs immobiliers de santé revient in fine investir dans l'une des composantes du business model des opérateurs. Dans leur sélection des actifs de santé, les investisseurs vont donc accorder une importance particulière à la qualité de la signature des exploitants des établissements. On voit ici poindre une ressemblance très forte entre investissement en immobilier de santé et en commerces, une classe d'actifs où les destinées des investisseurs immobiliers et des enseignes sont intimement liées au point que le loyer est adossé sur le chiffre d'affaires. Il faut donc pour l'investisseur-acquéreur comprendre la stratégie des opérateurs de santé, de juger de la qualité de leurs actifs existants et en développement et de leur potentiel en cas de restructuration, etc.... La concentration des opérateurs privés est inévitable tant dans le domaine du médico-social que du sanitaire et les fusions-acquisitions qui ont animé le marché au cours des 5 dernières années devraient donc se poursuivre. L'effet taille est un atout certain pour faire peser dans le dialogue et les négociations de nouvelles lois sur le secteur santé ; il permet aussi à ces opérateurs de renforcer l'attractivité de leurs offres de soins, d'améliorer le maillage territorial de leurs établissements et d'accroître leurs moyens financiers tout en réduisant leurs coûts et en optimisant leurs pratiques.

Le développement des opérateurs à l'international – tant en Europe qu'en Asie pour les plus avancés dans leur ex-

pansion - pourrait créer auprès des investisseurs français une véritable dynamique d'expansion de leur terrain d'investissement en murs de santé et les faire sortir du marché national. En effet, la question du vieillissement de la population et de la prise en charge plus générale de la santé via des établissements spécialisés privé est un thème qui trouve aussi une résonance à l'échelle européenne. Le développement de l'activité des opérateurs tant en SSR que sur le secteur du médico-social a naturellement conduit les investisseurs à prendre des positions hors de leurs frontières, tout en tenant compte des spécificités locales en termes de législation de la santé que de prise en charge de son coût. Cette stratégie de diversification d'actifs et de géographie donne également du souffle à des investisseurs à l'étroit dans leur marché domestique, comme c'est le cas en France. En quelques années, le marché de l'immobilier de santé en Europe a atteint un volume de 4 à 5 milliards d'euros d'acquisitions. Selon nos estimations, ce chiffre pourrait avoir dépassé les 6 milliards d'euros en 2018. L'essentiel de ces montants d'investissement en immobilier de santé se répartissent entre le Royaume-Uni, l'Allemagne et les Pays-Bas, 3 pays où les cessions d'actifs ont très nettement dépassé le milliard d'euros en 2018. Viennent ensuite, sur des volumes plus modestes entre 100 et 500 millions d'euros, la Scandinavie et l'Europe du Sud. On notera aussi quelques opérations réalisées en Irlande, un marché qui intéresse de plus en plus les investisseurs.

Les cessions de portefeuilles d'actifs de santé entre opérateurs et investisseurs demeurent l'une des principales sources d'opportunités sur le marché européen de l'immobilier de santé ; elles représentent environ 60% du montant investi en Europe en 2018. Ces opérations cohabitent avec quelques arbitrages entre investisseurs, encore mineurs dans un marché en phase de consolidation. La « French touch » en la matière est bien réelle, et les grands noms du marché hexagonal (ICADE, PRIMONIAL ou encore EURYALE AM et sa SCPI PIERVAL entre autres) multiplient les acquisitions dans des stratégies très différentes selon les acteurs considérés : maisons de retraite en Italie, portefeuille de cliniques en Allemagne, partenariat de développement de nouvelles maisons de retraite à nouveau en Italie, maisons de retraite ou clinique psychiatrique en Allemagne. Ces exemples nombreux illustrent la propension et le savoir-faire des investisseurs français sur le marché de l'immobilier de santé.

### **FOCUS SUR LE MARCHÉ DES MAISONS DE RETRAITE EN EUROPE**

Les données démographiques en Europe mettent en évidence un vieillissement de la population (+40%

entre 2015 et 2030) qui s'accompagne d'un ratio de dépendance (poids des + 65ans / population 15-64 ans) passant de 29% environ en 2015 à 39% estimés en 2030 et même 50% en 2050. Les besoins en soins de la population âgée vont donc augmenter de façon exponentielle laissant entière la question de leur financement sur fond de crises des finances publiques dans tous les pays d'Europe. Selon les pays, la structure actuelle du parc des maisons de retraite médicalisées ou pas diffère de façon significative : le secteur privé non lucratif est certes majoritaire en Allemagne et au Royaume-Uni mais reste encore très minoritaire dans une majorité de pays. Il devrait donc logiquement se développer à la faveur d'une demande de lits supplémentaires estimée à quelques 500 000 unités à horizon 2030. Les plus grands opérateurs privés de maisons de retraite – ORPEA, KORIAN, DOMUS VI - ont d'ailleurs anticipé cette tendance en développant depuis quelques années leur réseau européen. Ils sont accompagnés dans l'expansion de leur couverture de marché en Europe par les investisseurs institutionnels immobiliers dont les volumes de transactions sont passés de moins d'un milliard en 2011 à quelques 5 milliards d'euros en moyenne entre 2016 et 2018 et même près de 6 milliards d'euros en 2018.

Les fondamentaux démographiques et économiques du secteur des maisons de retraite sont porteurs d'un potentiel de croissance indéniable pour les investissements en immobilier en Europe. Le volume d'investissement observé en 2018 – de l'ordre de 6 milliards d'euros – n'est qu'une première étape dans la structuration de cette nouvelle classe d'actifs immobiliers. Il pourrait facilement atteindre la barre symbolique des 10 milliards d'euros à mesure que le secteur privé va se substituer aux structures publiques et que les besoins en lits supplémentaires (500 000 lits sur les 10 prochaines années) devront être satisfaits. La concentration des opérateurs de la dépendance et leur expansion en Europe donne un nouveau souffle au marché de l'investissement dans le segment des maisons de retraite. La croissance des volumes observés depuis 3 ans s'est accompagnée d'une internationalisation du marché où les fonds d'investissements venus de tous les horizons – Europe, Etats-Unis et Asie - et autres foncières européennes se livrent à une compétition féroce. Les acteurs français ont indéniablement une carte majeure à jouer dans la structuration de ce marché, dans le sillage d'opérateurs innovants en quête de nouveaux marchés.