

L'IMMOBILIER, UN MÉTIER CONNEXE DE LA SANTÉ



*par Lablou Khélifi,
Managing Director,*

ALANTRA

Nous traversons collectivement une période de notre vie, personnelle, professionnelle et économique où l'adjectif sanitaire est associé au mot crise. La santé, bien commun que chacun souhaite protéger, prend le devant de la scène et s'impose comme une priorité. Aux quatre coins du monde, pour la préserver, par la volonté de l'exécutif, tout s'est arrêté, même l'économie, et le risque sanitaire, la pandémie, s'avère être le déclencheur d'une des plus grandes crises globales auxquelles l'humanité contemporaine ait eu à faire face.

La gestion de la santé redevient une activité régaliennne et l'Etat s'ingère, contrôle, et semble vouloir régir à nouveau ce secteur que certains voyaient laissé à une forme d'abandon, souffrant d'insuffisance budgétaire chronique. L'implication de l'Etat est double. Il fédère l'effort d'une politique de redistribution, par la couverture totale ou partielle des frais de santé, et il pilote, via un ministère dédié, tout un pôle opérationnel de santé publique, de plus en plus à la peine et confronté à l'essor d'une santé privée, parfois mieux adaptée et accessible aux patients que notre système de santé rend solvables, par la prise en charge par la collectivité des risques individuels : maladie, puis vieillesse et, enfin, dépendance.

A l'échelle de la nation, les dépenses de santé croissent chaque année, en nominal, mais aussi en pourcentage du budget de l'Etat, et le secteur se structure en quatre quadrants séparant d'une part le public du privé et d'autre part le court du moyen et long séjour. Le « Public-Court Séjour » c'est l'hôpital public tel que nous le connaissons. Le « Public-moyen et long Séjour » ce sont principalement les EHPAD (Etablissement d'hébergement pour Personnes Agées Dépendantes) gérés par des entités

publiques ou en dehors de la sphère marchande (comme les institutions religieuses). Le « Privé-Court Séjour » c'est le secteur, actuellement en consolidation croissante, des cliniques privées, principalement MCO (Médecine, Chirurgie et Obstétrique) et psychiatriques. Le « Privé-moyen et long Séjour » est composé des centres SSR (Soins, Suivi et Réhabilitation), dont la concentration s'accélère, et des EHPAD du secteur privé, branche déjà très mature, dont le spectre s'étend de l'établissement unique fondé par un médecin, de plus en plus rare, aux grands groupes, cotés ou non, dont les plus gros détiennent des milliers de lits.

Le siècle précédent a vu l'émergence de l'immobilier hôtelier, une réponse à la mobilité liée à l'essor du tourisme et des affaires. Ce siècle verra vraisemblablement l'émergence de l'immobilier de santé comme une réponse à la croissance formidable des besoins : essor démographique des populations âgées, évolution de leur pouvoir d'achat qui dépend notamment de l'effort de la collectivité en matière de pension de retraite et de santé, et, enfin, développement des soins médicaux. Dans ce contexte, un point saillant, enjeu majeur de nos sociétés modernes, est le besoin croissant de prise en charge de la dépendance chronique et durable de nos aînés. Si par le passé, la retraite, suivant des décennies d'activité, était une période relativement homogène, désormais, il faut distinguer deux périodes de retraite. Une première, comparable à celle que nous connaissons déjà, et une seconde qui la suit et qui s'allonge, où la santé se détériore et la dépendance s'accroît. C'est un changement majeur qui impacte de façon radicale l'équilibre « offre-demande ». D'une part la prolongation de la vie, réduit la proportion d'actifs et accentue l'effort de la collectivité. D'autre part le développement généralisé

de cette « seconde retraite », génère une demande de structures de soin et d'hébergement, à laquelle l'offre existante, contrainte par un *numerus clausus* imposé par les finances publiques, ne peut répondre. Cette limitation volontaire du nombre de lits a pour seul but de contenir le volume global de prise en charge par la collectivité de l'hébergement dans les EHPAD. Mais le secteur est âprement dépendant de ce subside. En effet, bien que les besoins soient énormes, la population solvable est bien plus limitée, et donc seule une prise en charge sur fonds public permet la solvabilité, mais aussi la rentabilité des EHPAD. Les résidences seniors non médicalisées du secteur libre existent, mais en nombre beaucoup plus restreint, et leur activité, proche de l'hébergement de luxe, est beaucoup plus hasardeuse.

Cette situation de restriction des autorisations de lits d'EHPAD crée un effet de rareté qui réduit la compétition, booste les taux d'occupation, et améliore les prix d'hébergement. Ainsi, les bons EPHAD frôlent les 100% de taux d'occupation et peuvent capter 36.500 euros de chiffres d'affaire par lit (soit 100 euros par jour, hébergement, dépendance et soins compris). Pour les sites de taille significative, bénéficiant d'économies d'échelle, près d'un tiers de ce Chiffre d'affaire constitue l'EBITDAR, *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, Amortization and Rent* (la richesse produite, hors contingences, indépendamment du financement, de la fiscalité, des modes de renouvellement des actifs, et de la détention immobilière). Ainsi, un bon site de 83 lits (pour simplifier les calculs) peut générer 3 millions d'euros de chiffre d'affaire annuel et 1 million d'euros d'EBITDAR. Cette richesse créée peut être séparée en deux parties. Une part qui rémunère l'immobilier : le loyer brut (« Rent »), et le solde qui contribue à la richesse du fonds de commerce : l'EBITDA (nous sommes désormais *after* et non plus *before Rent*, puisqu'il a été déduit, donc plus de « R »).

Lorsque murs et fonds sont confondus, il n'y a pas de loyer et l'EBITDA et l'EBITDAR sont assimilés. Mais, à la suite de la dernière crise financière, l'ensemble de l'économie est entrée dans un cycle de taux bas, où l'attente de rendement a fortement décliné pour intégralité des classes d'actifs. Au début des années 2000, un très bel immeuble de bureaux, « prime », se vendait à Paris sur la base d'un taux de capitalisation (taux de cap) de 6,0%, soit à un prix, incluant les droits de mutation, environ 17 fois le loyer net (1/6,0%). Aujourd'hui, le même immeuble se vend sur la base d'un taux de 3,0%, voire moins, soit 33 fois le loyer net. Même si le loyer est resté constant, il vaut deux fois plus cher. Le secteur de l'immobilier de santé a bénéficié de cette baisse des taux, mais de façon sensiblement différente. Tout d'abord, au début des années 2000, ce segment ne constituait pas vraiment un « marché » à part entière. Le nombre de transactions était relativement limité et, surtout, il existait peu d'investisseurs spécialisés

et la concurrence étaient moins rude. Au risque d'être caricatural, disons que les murs appartenaient aux exploitants qui les conservaient ou avaient été démembrés en multipropriété. De nos jours, l'environnement a bien changé. Certains investisseurs se sont spécialisés dans l'immobilier de santé et détiennent plusieurs milliards d'euro d'actifs. D'autres, avides d'investissements dits alternatifs essayent de pénétrer le secteur, désormais largement animé par des structures cotées, des groupes collectant l'épargne publique et par des fonds *private equity*. Le marché représente chaque année des volumes croissants de transactions et ainsi, compétition aidant, les taux de capitalisation baissent.

Tant que notre système de financement de la retraite et de la santé tient, en matière de couple risque-rendement, les EHPAD tiennent le haut de la corde, en étant assimilés à des actifs de type « habitation », dénués de risques en raison du *numerus clausus* sur l'autorisation de nouveaux lits et la rareté qu'il génère. Les taux d'occupation sont souvent assez proches de 100%. Ensuite viennent les structures de SSR, relativement lucratives et bénéficiant d'une part non négligeable de revenu venant de l'hébergement. En bout de ligne, se trouvent les cliniques, dont la rentabilité est moins homogène et qui correspondent à des locaux monovalents, difficilement transformables, et donc moins prisés des investisseurs immobiliers : un bloc opératoire a des spécificités physiques propres à son usage et sa transformation est coûteuse. Autre particularité du secteur, et notamment des EHPAD, les produits ont une forme d'hétérogénéité spécifique. La taille des établissements varie : un EHPAD peut aller d'une vingtaine de chambres, cas assez rare et problématique, à plus de 120 lits. La taille cible étant 80 à 100 lits car elle permet des économies d'échelle tout en conservant une structure à taille humaine. La qualité de l'offre dépend aussi de la physionomie des chambres. En France, les chambres doubles, à deux lits, sont très peu prisées et de facto deviennent de plus en plus rares. Leur taux d'occupation est faible, quand il n'est pas réduit à 50% par la neutralisation d'un des lits. Par ailleurs, la localisation d'un site peut varier, avec toutes les nuances possibles allant de l'hyper urbain résidentiel au rural très diffus, en passant par le périurbain, le semi-rural... Ainsi, selon la localisation, la part relative du foncier dans la valeur totale est fluctuante et, surtout, pour les sites excentrés, la valeur immobilière se limite à celle des constructions : du bâti et de sa capacité à générer une rente. Lorsque le bâti est obsolète et que la rente s'arrête, à défaut de réemploi pertinent, la valeur devient quasi nulle. Une ombre demeure néanmoins sur l'économie des EHPAD : le coût du personnel. En effet, celui-ci est notoirement bas et il est vraisemblable qu'il augmente dans le futur, réduisant la rentabilité des sites et leur capacité à payer un loyer. En se structurant, le marché des EHPAD est devenu le plus mûr du secteur de l'immobilier de santé et a généré sa notion d'actifs *prime*, très recherchés en raison de leur taille idéale, de leur modernité, qualité technique et surtout de leur lo-

calisation, parfois si bonne que le changement d'usage en logement peut créer un effet d'aubaine.

Des transactions récentes ont montré que pour de tels actifs un taux de cap 4,0% ne faisait pas peur aux investisseurs. En revanche, la valorisation est plus problématique pour des sites de petites tailles, très ruraux, où l'activité opérationnelle est logée dans un bâti inadapté, dont l'archétype est le château transformé. Là, il devient même difficile de parler de capitalisation des loyers tant est gros le risque qu'à l'issue du bail, généralement douze ans fermes, l'opérateur, tel un coucou, se reloger sur un nouveau site. Ainsi, après l'opération de *sale and lease back* dont aura profité l'opérateur, ses intérêts ne sont plus du tout alignés avec ceux de son propriétaire, l'acheteur d'hier. Les investisseurs ne sont plus dupes et en cas de risque avéré valorisent peu, si ce n'est pas du tout, la valeur résiduelle. Le prix proposé est alors très bas et relève plus d'une actualisation de 12 ans de flux dont une valeur résiduelle faible que d'une capitalisation du loyer initial.

Quoiqu'il en soit, durant la dernière décennie les valeurs de l'immobilier de santé ont explosé. Les taux de cap *prime* sont passés de plus de 6,0% à 4,0% et les prix au mètre carré dépassent régulièrement celui du logement neuf dans la zone. Dès lors, le secteur de la santé se découvre une nouvelle poche de profitabilité : l'immobilier. Les centres SSR et psychiatriques avec un immobilier moins polyvalent, comme les cliniques MCO à l'immobilier moins agile, ont connu la même variation, tout en maintenant une *prime* de risque par rapport aux EHPAD. Ainsi, avec un taux de cap de 4,50%, les meilleurs SSR maintiennent, comme par le passé, une *prime* de risque de 50 point de base par rapport aux EHPAD ($4,50\% = 4,00\% + 0,50\%$). Il en va de même pour les MCO pour lesquels un taux de cap de 5,25% reflète une *prime* de risque de 125 points de base.

Finis les temps historiques où un médecin créait seul un EHPAD d'une cinquantaine de lits, recourant à la dette et créant immédiatement une double valeur quasi identique le fonds de commerce et les murs. Désormais, les murs de qualité se vendent sur la base d'un taux de cap tel que le prix de cession net de droit d'environ équivaut à près de 20 fois le loyer brut, quand le fonds de commerce se valorise en moyenne environ 14 fois l'EBITDA. Sachant, comme nous l'avons vu que le loyer brut et l'EBITDA sont liés par un système d'équations : $EBITDA = EBITDAR - \text{loyer}$ et $\text{loyer} = EBITDAR \times \text{taux d'effort}$. Si le taux d'effort est de 50%, alors le loyer brut est égal à l'EBITDA (tout deux 50% de l'EBITDAR) et la valeur des murs est 1,4 fois plus importante de que celle du fonds de commerce (20/14). Mais si le taux d'effort grimpe à 55%, les murs sont encore mieux valorisés, au détriment du fonds de commerce, et le rapport entre les deux passe à 1,7 fois. Reprenant notre exemple précédent, avec 55% de taux d'effort, un EHPAD qui génère 1 million d'euros d'EBITDAR pourrait voir ses

murs valoir 11 millions d'euros et son fonds de commerce 6 millions.

Pour cette simple arithmétique, l'immobilier est devenu un métier connexe de la santé. La preuve en est que lors de la plupart des transactions « murs et fonds » dans le secteur, une des premières analyses consiste à s'assurer que la structure de santé vendue n'est pas à prépondérance immobilière, c'est-à-dire qu'à côté de l'immobilier, bien que mieux valorisé, il existe une dette immobilière suffisamment importante pour que la valeur de l'actif net immobilier (immeubles moins la dette) soit inférieure à celle des fonds de commerces, en général moins endettés.

Le secteur, comme l'économie en général, est focalisé sur la sortie de confinement et le monde Post Covid-19, qui ne sera pas forcément un monde totalement nouveau, mais, *a minima*, mettra du temps à ressembler à l'ancien monde. La crise servant de révélateur, l'immobilier de santé devra plus qu'auparavant offrir des gages de sécurité et de respects des contraintes environnementales, et il est vraisemblable que ses coûts de production vont se renchérir et que l'obsolescence du bâti ancien va s'accélérer. Pour vous en convaincre, imaginez les mesures de distanciation dans une chambre double. Mais l'épisode pandémique focalise l'attention sur les enjeux de santé et sur la résilience du secteur de son immobilier dont les fondamentaux sont liés à des besoins démographiques avérés et à la solidarité collective et pour lequel une forme d'internationalisation, au moins à l'échelle de l'Europe de l'ouest, est en train de se dessiner. Si le segment des EHPAD a déjà atteint un niveau de maturité certain, des évolutions profondes sont encore possibles. Sa consolidation n'est pas achevée et le large pan du secteur public commence à s'ouvrir, d'abord sur le plan opérationnel avec des accords de délégation de service public. Les MCO et SSR ont devant eux une large phase de consolidation. Il est évident que la hausse des valeurs immobilières va contribuer à son accélération, mais là encore la démographie jouera son rôle, pas seulement pour ce qui concerne l'âge des patients, mais aussi pour ce qui concerne l'âge du bâti et surtout pour les cliniques l'âge des praticiens qui cristallisent une partie non négligeable de la valeur des cliniques et dont le départ peut constituer une forme de trou d'air.

Dans un univers de taux bas, les cartes sont rebattues, il est ainsi vraisemblable que les EHPAD et dans une moindre les SSR vont continuer de bénéficier du retour en grâce chez les investisseurs du segment *low yield* attaché au secteur du « living », jugé sûr. Si ceux qui ont dernièrement dominé le marché de l'investissement de façon hégémonique paraissent plus sélectifs, il sera intéressant de suivre l'impact des nouveaux entrants, attirés par l'attrait général pour les métiers de santé, et pour beaucoup disposés à investir indistinctement dans les fonds et dans les murs. A suivre donc...