

# PRINCIPES D'ÉVALUATION D'ACTIFS D'IMMOBILIER DE SANTÉ



*par Jean-François Drouets, CEO,  
Catella Valuation*

Jusqu'en 2006 et la première opération importante de vente de murs d'établissements de santé (Opération Hestia 1 : cession par Générale de Santé à Gécina d'un portefeuille de murs de 28 cliniques pour plus de 500 millions d'euros), le marché de l'investissement pour ce type de produits n'était pas encore réellement structuré et, par la force des choses, il n'existait pas encore d'approche méthodologique commune aux experts en évaluation immobilière.

Pendant une dizaine d'années, les opérations se sont multipliées, avec beaucoup de Sale and Lease Back mis en place par les principaux opérateurs et le marché s'est structuré autour d'un nombre d'investisseurs restant relativement réduit. La notion d'Immobilier de Santé a, elle aussi, évolué, entre le pur médical constitué par les cliniques MCO (Médecine Chirurgie Obstétrique), les cliniques SSR (Soins de Suite et de Réadaptation) et les cliniques PSY (Psychiatriques) et de médico-social, secteur constitué essentiellement par les EHPAD (Etablissements d'Hébergement pour Personnes Agées Dépendantes) mais auxquels certains investisseurs adjoignent également des murs de RPA (Résidence pour Personnes Agées), voire de crèches.

Les experts et les normes de l'expertise ont intégré cette nouvelle classe d'actifs et une méthodologie s'est mise en place pour les actifs de santé.

S'agissant d'une classe d'actifs presque exclusivement destinée à l'investissement, la détermination de la valeur par les experts en évaluation immobilière est principalement

fondée sur les méthodes par le revenu (« Income Approach »), capitalisation et actualisation des flux futurs, telles que définies à l'article II-3.2 de la Charte de l'Expertise en Evaluation Immobilière (CEEI).

Dans ces approches, une des premières missions de l'évaluateur est de déterminer la Valeur Locative de Marché de l'actif étudié, afin d'analyser si le loyer en place est en ligne ou non avec la VLM retenue. Cette VLM, pour la plupart des produits immobiliers, est déterminée par comparaison, en se référant à des transactions locatives récentes pour des actifs comparables à celui étudié. Ce n'est pas la méthode retenue usuellement pour les actifs de santé.

En effet, ils sont à classer dans la catégorie des biens à caractères spécifiques ou monovalents, tels que définis à l'article II-3-7 de la CEEI « hôtels, cinémas, hôpitaux, cliniques... » et relèvent donc de la méthode d'évaluation dite « des ratios professionnels » (Profit Method). Dans ce contexte particulier, la VLM, que l'on appelle d'ailleurs souvent « Loyer admissible », n'est pas calculée par comparaison avec celle pratiquée dans d'autres actifs du même type, mais fondée sur un taux d'effort sur les chiffres d'exploitation : « Elle peut être également approchée par les ratios professionnels, en particulier pour l'immobilier spécialisé, en se fondant sur la marge brute ou le chiffre d'affaires et des moyennes de taux d'effort admissibles par catégorie d'activités au regard de ces deux paramètres. » (CEEI / Article II-1-3).

Le loyer admissible est d'abord calculé par un taux d'effort sur le Chiffre d'Affaires, qui n'est pas le même pour les différents actifs de santé. Plus l'établissement est médicalisé, moins la part du CA qui peut être consacrée au loyer est importante. La fourchette de taux d'effort appliquée pour des établissements MCO est inférieure à 10%. Elle se situe entre 10 et 15% pour les établissements SSR et PSY et tu-toie les 20% pour les EHPAD.

Il est ensuite fonction d'un taux d'effort sur l'EBITDAR (« Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, Amortisation and Rents ») soit la marge brute d'exploitation, dans lequel on réintègre les loyers. Celui-ci ne doit normalement pas dépasser 50% (sauf dans le cas d'un établissement neuf ou très récent ayant une localisation de premier plan, où l'on peut pousser jusqu'à 55%).

Suivant l'approche retenue ensuite par l'évaluateur, la VLM, ou plutôt le loyer admissible, est soit le plus bas des deux approches décrites précédemment, soit leur moyenne. Une fois celle-ci déterminée, il est possible d'analyser le loyer en cours et de le positionner par apport à la VLM déterminée.

Parallèlement à cette analyse du loyer, une analyse plus générale de l'actif est réalisée, portant sur les éléments suivants :

- Activité et spécialités
- Localisation et importance de la zone de patientèle
- Date de construction et/ou de rénovation lourde
- Concurrence proche
- Qualité de l'exploitant
- Nombre de lits
- Surface
- CA/lit et CA/m<sup>2</sup>

Cette analyse permet de positionner l'actif par rapport aux taux de rendement « prime » du marché et, pour l'expert en évaluation immobilière, de déterminer le taux de rendement qu'il retiendra dans l'approche par capitalisation.

Le dernier élément qui participe à la détermination du taux de rendement qui sera retenu est l'analyse du bail et de ses différentes clauses, plus particulièrement ce qui concerne :

- L'indexation des loyers et l'indice retenu
- La durée ferme du bail
- Les principes s'appliquant aux gros travaux et aux extensions (souvent financés par le propriétaire avec un sur-

loyer appliqué à la livraison sur la base d'un taux de rémunération des sommes décaissées déterminé à l'avance)

- D'éventuels paliers ou franchises de loyer

Une fois ces différents éléments analysés, le taux de rendement retenu est, là encore, fonction du type d'actif de santé qui est analysé. En effet, les taux de rendement « Prime » sont différents :

- De l'ordre de 4,25% pour les EHPAD
- De 4,50 à 4,75% pour les PSY et les SSR
- De l'ordre de 5,00% pour les MCO

Ce rendement « Prime » s'applique à des actifs :

- Neufs ou récents
- Bénéficiaire d'une très bonne localisation
- Portant une occupation ferme de longue durée (9 ans au minimum)
- Dont l'exploitant est un acteur de premier plan du marché

Il s'agit bien entendu de taux « pré-confinement », aucune référence datant de négociations initiées depuis le mois de mai. Mais l'immobilier de santé ayant fait preuve d'une très forte résilience pendant la crise, la plupart des analystes prévoient un maintien des taux « Prime » pour les actifs de santé réunissant les qualités énoncées plus haut.

Le taux de rendement retenu peut aussi être inférieur aux taux « Prime » usuellement appliqués si l'actif a une forte valeur immobilière intrinsèque (localisation à Paris, en première couronne ou dans une ville de province de premier plan).

Une fois le taux de rendement déterminé, sont déduits de la valeur Droits Inclus obtenus par l'application du taux de rendement au loyer net en place (ou de la VLM suivant les cas) les éventuelles franchises de loyer ainsi que les montants de travaux à la charge du propriétaire.

Pour ce qui concerne l'approche par les Flux Futurs Actualisés, les différents éléments à déterminer sont classiques pour cette approche et concernent essentiellement :

- Le taux d'actualisation
- Le taux d'indexation
- Le taux de rendement de sortie
- Les hypothèses de renouvellement du bail

Le taux d'actualisation peut être bâti suivant plusieurs méthodes, toujours suivant les recommandations de la CEEI dont les deux principales sont, d'une part, un taux

d'actualisation fondé sur le taux de rendement augmenté de l'indexation moyenne retenue, et d'autre part un taux d'actualisation fondé sur le taux de l'argent sans risque augmenté de plusieurs primes de risque (prime de secteur, prime de liquidité, prime de risque sur l'exécution des hypothèses du DCF...). C'est cette seconde méthode qui est usuellement retenue, ce qui est logique au regard de la spécificité des actifs. La prime de liquidité a d'ailleurs diminué avec le temps et l'augmentation sensible d'investisseurs intéressés par des actifs immobiliers de santé.

Le taux d'indexation retenu est un autre sujet important, d'autant que les actifs de santé étant des actifs professionnels, il arrive fréquemment que les indices d'indexation retenus dans les baux soient des indices composites, mêlant des indices immobiliers (ILC, ILAT voire ICC) avec des indices professionnels portant sur l'évolution des prestations, comme l'indice IPC Santé ou l'indice EHPAD. Il est donc important pour l'expert en évaluation immobilière de recalculer l'évolution passée de ces indices composites, afin de pouvoir réaliser une projection dans l'avenir, l'approche par les Flux Futurs Actualisés étant souvent réalisée sur une durée de 10 ans.

Le taux de rendement de sortie est appliqué en fin de DCF, si l'on considère que l'actif générera toujours un loyer en année finale de celui-ci, que ce soit parce que la durée du bail portant sur l'actif analysé excède la durée du DCF ou parce qu'il a été considéré que le locataire en place renouvellerait son bail à son issue. Il est également possible de réaliser une approche mixte en appliquant une pondération sur ces deux hypothèses, renouvellement ou départ. Dans le cadre du scénario de renouvellement, le taux de rendement de sortie est déterminé en fonction du taux de rendement retenu pour l'approche par capitalisation auquel on ajoute un certain pourcentage pour tenir compte du fait que le bâtiment aura 10 ans de plus et qu'il existe une incertitude sur ce que sera le marché à la date de fin de l'approche par les Flux Futurs Actualisés.

Les hypothèses de renouvellement du bail en cours sont donc également un élément important de cette approche, puisque déterminant le mode de calcul de la valeur de sortie en année finale du DCF. Dans le cas d'un renouvellement, qu'il soit considéré à 100% ou partiellement, c'est la méthode décrite plus haut qui s'appliquera.

Dans le cas contraire, plusieurs scénarios peuvent être considérés. On peut imaginer une relocation de l'actif après travaux, mais essentiellement pour les actifs PSY ou EHPAD, les plus facilement reconfigurables pour des activités similaires ou approchantes (résidence pour personnes âgées, résidence services, foyer étudiant...) et pour

autant que leurs caractéristiques immobilières s'y prêtent. Il est par exemple très difficile d'imaginer la relocation des murs d'un EHPAD installé à l'origine dans un château du XIX<sup>ème</sup>, auquel on a ajouté un premier bâtiment dans les années 50, puis un deuxième dans les années 90, ce type de produit immobilier hybride ne trouvant pas aujourd'hui d'utilisateurs pouvant être intéressé, sauf éventuellement s'il bénéficie d'une localisation exceptionnelle.

Pour les MCO qui comptent de nombreuses surfaces atypiques (plateaux techniques la plupart du temps aveugles, service radiologie...), c'est souvent une reconversion complète du site qu'il convient d'étudier avec conservation ou pas de tout ou partie du gros œuvre existant. Ce scénario est cependant peu fréquent : le regroupement de cliniques de surfaces moyennes a souvent été effectué dans les 15 dernières années et les établissements sont souvent de taille conséquente, de l'ordre de 30.000 m<sup>2</sup>. Au regard des investissements effectués et des autorisations nécessaires, il est rare que des déménagements soient envisagés, d'autant que le développement de l'ambulance tend à réduire le besoin de surfaces. Sauf information contraire, il est donc usuel de considérer un renouvellement du bail pour les établissements MCO.

Ce n'est pas le cas pour les établissements plus petits et moins spécifiques d'un point de vue immobilier, comme les EHPAD par exemple. De ce fait, si une prolongation du bail n'a pas été négociée par le propriétaire et que la durée ferme restante est inférieure à 5 ans, il sera normal de considérer un pourcentage de risque de départ à l'issue du bail.

De ce fait, un des derniers points que devra étudier l'expert en évaluation immobilière est la valeur métrique à laquelle il conclut. En effet, il est important de ne pas risquer, en cas de départ du locataire, une dégradation très forte de la valeur de l'actif en cas de scénario de reconversion en habitation. Si cette valeur métrique de conclusion excède la valeur de l'habitation neuve dans le secteur étudié, le problème se posera et il est donc important de ne pas fonder sa conclusion uniquement sur une approche financière et de la moduler, en remontant les taux retenus par exemple, en cas de valeur métrique trop importante.

Si l'immobilier de santé est un immobilier particulier, les principes de son évaluation ne sont pas très différents de ceux des autres classes d'actifs. S'ils demandent une bonne connaissance du secteur, de sa réglementation et de l'évolution des revenus des établissements, ils se rapprochent cependant de ceux appliqués à l'évaluation des autres actifs immobiliers spécifiques ou monovalents tels que définis par la Charte de l'Expertise en Evaluation Immobilière comme les hôtels ou les cinémas.