Master 2 Management de l'Immobilier

Promotion 2011 - 2012

Mémoire de fin d'études

L'EXPERTISE IMMOBILIÈRE DES ACTIFS DE SANTÉ : ENJEUX, MÉTHODES ET LIMITES

Présenté par : **Benoît KLEIN**

Sous la direction de : **Abdallah OULD BRAHIM**, MRICS

Septembre 2012

Nouvelle clinique du Parisis à Cormeilles-en-Parisis (95)

Les opinions exprimées dans ce mémoire sont propres à leur auteur et n'engagent ni les personnes citées, ni l'Université Paris Dauphine.

Certains professionnels interviewés pour ce travail ont demandé à ce que leurs propos ne soient pas rendus publics, ou alors de manière impersonnelle. Pour cette raison, dans les retranscriptions des entretiens qui figurent en annexe, nous avons retiré tout élément qui permettrait d'identifier les interlocuteurs.

« Le premier qui, ayant enclos un terrain, s'avisa de dire : « Ceci est à moi », et trouva des gens assez simples pour le croire, fut le vrai fondateur de la société civile. Que de crimes, de guerres, de meurtres, que de misères et d'horreurs n'eût point épargnés au genre humain celui qui, arrachant les pieux ou comblant le fossé, eût crié à ses semblables : « Gardez-vous d'écouter cet imposteur ; vous êtes perdus si vous oubliez que les fruits sont à tous et que la terre n'est à personne ! »

Jean-Jacques Rousseau, *Discours sur l'origine et les fondements de l'inégalité parmi les hommes*, 1755.

« Évaluer, c'est créer : écoutez donc, vous qui êtes créateurs ! C'est l'évaluation qui fait des trésors et des joyaux de toutes choses évaluées. »

Friedrich Nietzsche, *Ainsi parlait Zarathoustra. Un livre pour tous et pour personne*, 1883.

REMERCIEMENTS

En préambule, je souhaite remercier les personnes qui m'ont apporté leur aide et ont contribué à l'élaboration de ce mémoire.

Je remercie particulièrement mon Directeur de mémoire, Abdallah OULD BRAHIM, MRICS, pour son écoute, sa disponibilité, ses conseils méthodologiques, son esprit critique et ses encouragements.

Mes remerciements s'adressent également à Ivan OLIVRY, Directeur du médico-social à Icade, pour m'avoir fait partager ses connaissances et son expérience, et pour avoir soutenu mon projet de formation.

J'exprime ma gratitude aux professionnels qui ont accepté de répondre à mes questions avec compréhension et générosité :

- Françoise DELETTRE et Xavier CHEVAL : Icade Santé
- Philippe DORION : DTZ Eurexi
- Eric DORIZON : Caisse des Dépôts et Consignations
- Jean-François DROUETS : Catella Valuation
- Cécile GAMBIER : La Croix Rouge Française
- Alexis JUNGELS : Groupe Korian
- Lydie LATASSE-CORNILLARD : CBRE Valuation & Advisory
- Fabrice LEGER : Jones Lang LaSalle Expertises
- Marie MARTINS : Crédit Foncier Expertise
- Vincent MOULARD : Gecimed
- Henri RÉMOND : Viveris Reim
- Didier SAPY : FNAQPA.

Je tiens à exprimer ma reconnaissance envers Catherine MORONENKO qui a eu la gentillesse de lire et corriger ce mémoire.

Enfin, j'adresse mes remerciements émus à mon épouse, Florence, et à mes enfants, Anouk, Siméon, Lancelot, Niels et Clara, qui m'ont encouragé et soutenu, toujours et sans faille, tout au long de ma formation.

***

TABLE DES SIGLES

AMO	assistant à maîtrise d'ouvrage
ANAP	Agence Nationale d'Appui à la Performance
ANESM	Agence Nationale de l'Evaluation et de la qualité des établissements et services Sociaux et Médico-sociaux
ANR	actif net réévalué
AOT	autorisation d'occupation temporaire
ASD	aide sociale départementale
BPS	basis point = point de base
CAPEX	capital expenditure = investissements corporels et incorporels
CATI	chiffre d'affaires théorique lié à l'actif immobilier
CCH	Code de la construction et de l'habitation
CDAC	Commission Départementale d'Aménagement Commercial
CF	cash-flow
CH	centre hospitalier
CHR	centre hospitalier régional
CHU	centre hospitalier universitaire
CHS	centre hospitalier spécialisé
CNC	Conseil National de la Comptabilité
CNSA	Caisse nationale de solidarité pour l'autonomie
COB	Commission des Opérations de Bourse, devenue en 2003 l'Autorité des Marchés Financiers (AMF)
CRSA	Conférence Régionale de la Santé et de l'Autonomie
CROSMS	Comité Régional de l'Organisation Sociale et Médico-Sociale
DAF	dotation annuelle de financement
DCF	discounted cash-flow
DDE	Direction Départementale de l'Equipement
DMS	durée moyenne de séjour
DSP	délégation de service public
EBE	excédent brut d'exploitation
EBITDAR	earnings before interest, taxes, depreciation, amortization and rent = revenus avant intérêts, impôts, dotations aux amortissements, provisions sur immobilisations et loyers

EEI	expertise en évaluation immobilière
EHPA	établissement d'hébergement pour personnes âgées
EHPAD	établissement d'hébergement pour personnes âgées dépendantes
EMS	établissement médico-social
ERP	établissement recevant du public
ESH	entreprise sociale pour l'habitat
EVS	european valuation standards
FSIF	Fédération des Sociétés Immobilières et Foncières
GCS	groupement de coopération sanitaire
GCSMS	groupement de coopération sociale et médico-sociale
GHS	groupe homogène de séjour
GIE	groupement d'intérêt économique
GIR	groupe iso-ressources
GMP	GIR moyen-pondéré
HAD	hospitalisation à domicile
HAS	Haute Autorité de Santé
HLM	habitation à loyer modéré
HPST (loi)	Hôpital, Patients, Santé, Territoires (loi)
HQE	haute qualité environnementale
ICC	indice du coût de la construction
IFEI	Institut Français de l'Expertise Immobilière
IFRS	international financial reporting standards
ILC	indice des loyers commerciaux
IRL	indice de référence des loyers
IRM	imagerie par résonance magnétique
IVS	international valuation standards
IVSC	International Valuation Standards Council
LFSS	Loi de Financement de la Sécurité Sociale
LMNP	loueur meublé non professionnel
LOLF	Loi Organique Relative aux Lois de Finances
MCO	médecin, chirurgie, obstétrique
OAT	obligation assimilable du Trésor
OMS	Organisation Mondiale de la Santé
ONDAM	Objectif National des Dépenses d'Assurance Maladie

OPCI	organisme de placement collectif en Immobilier
OPH	office public de l'habitat
PC	permis de construire
PGE	provision pour gros entretien, anciennement provision pour grosses réparations (PGR)
PMR	personne à mobilité réduite
PNL	privé non lucratif
PRS	Projet Régional de Santé
RFA (OPCI)	règles de fonctionnement allégées (OPCI)
RT (2005-2012)	réglementation thermique (2005-2012)
SCPI	sociétés civiles de placement immobilier
SHON	surface hors œuvre nette
SPPICAV RFA SEL	société à prépondérance immobilière à capital variable à règles de fonctionnement allégées sans effet de levier
SROS	Schéma Régional d'Organisation des Soins
SROMS	Schéma d'Organisation Médico-Social
SSIAD	services de soins infirmiers à domicile
SSR	soins de suite et de réadaptation
SWOT	strengths, weaknesses, opportunities, threats = forces, faiblesses, opportunités, menaces
T2A	tarification à l'activité
TCA	troubles du comportement alimentaire
TEGoVA	The European Group of Valuers' Associations
THQE	très haute qualité environnementale
TRI	taux de rentabilité interne
TOC	troubles obsessionnels compulsifs
USLD	unités de soins de longue durée
VAN	valeur actuelle nette

***

SOMMAIRE

Introduction 1

I. L'EXPLOITATION DES ÉTABLISSEMENTS DE SANTÉ

I.1. Éléments de cadrage 4

I.2. Fondamentaux 8

I.3. Un marché structurellement porteur 16

I.4. Des exploitants en quête de croissance externe 30

II. L'INVESTISSEMENT EN IMMOBILIER DE SANTÉ

II.1. Un parc normé à restructurer 44

II.2. Externaliser ou disparaître 65

II.3. Un marché d'opportunités 71

III. L'EXPERTISE IMMOBILIÈRE DES ACTIFS DE SANTÉ

III.1. Fondamentaux 79

III.2. Un marché de niche ? 86

III.3. Méthodes et usages 90

III.4. Pour aller plus loin 102

III.5. Cas pratique 108

Conclusion 113

Sources et références bibliographiques 115

Annexes 118

INTRODUCTION

Malgré un contexte de morosité économique, de perte de confiance sur les marchés financiers et de pénurie de la dette, on constate la croissance du marché spécifique de l'investissement en immobilier d'établissements de santé. 2011 fut une année record sur le marché hexagonal de l'investissement en immobilier de santé (650 M€), et la barre du milliard d'euros investis sera sans doute atteinte en 2012 ou en 2013.

L'intérêt des investisseurs pour les murs des établissements de santé date véritablement de 2007. A cette période, les volumes investis en immobilier d'entreprise atteignent des records du fait de l'afflux de liquidités disponibles et de taux d'emprunts très bas. Sous la pression de la demande des investisseurs et dans un marché de pénurie de produits standards, les prix augmentent et les taux de rendement des actifs se contractent. En recherche de supports alternatifs, décorellés des cycles économiques, plus nombreux, mieux répartis sur le territoire, aux meilleurs rendements et aux loyers sécurisés, les investisseurs découvrent les cliniques et les EHPAD (établissement d'hébergement pour personnes âgées dépendantes) privés : des établissements de santé, au sens large du terme.

Sous la pression des pouvoirs publics, les exploitants des établissements de santé se professionnalisent et se regroupent depuis le début des années 2000. Les opérateurs commerciaux sont les plus offensifs et les plus innovants. Pour se concentrer sur leur cœur de métier, financer leur croissance et rénover un parc vieillissant, ils cherchent à externaliser leurs murs. En 2004 et en 2006, les premières externalisations significatives ont été opérées par Korian et Générale de Santé au profit de Foncière des Murs et de Gecina, pour plusieurs centaines de millions d'euros. Les taux de rendement initiaux s'établissent entre 8 et 9%. C'est en 2007 que les opérateurs et les investisseurs se rencontrent véritablement et durablement.

Placés dans des véhicules soumis à évaluations régulières (OPCI, SCPI, SIIC), les murs de santé externalisés en 2007 vont faire l'objet d'expertises réglementaires en nombre dès 2008. Au départ, les experts leur appliquent les méthodes d'évaluation des produits monovalents, sans véritable connaissance du secteur. Or, les modalités d'autorisation et d'installation, l'encadrement des tarifs, les spécificités des locaux et des équipements notamment, font des établissements de santé une catégorie d'actifs particulière qui réclame une approche propre et une connaissance poussée de leur exploitation.

Les établissements de santé relèvent d'un secteur économique prometteur car structurellement porté par la croissance et le vieillissement démographiques : nos aînés sont de plus en plus nombreux, un Français sur 3 fait un séjour à l'hôpital chaque année, 1.200.000 personnes seront atteintes de la maladie d'Alzheimer en 2020 et plus de 9 millions de personnes sont atteintes de maladie de longue durée. Face à ces besoins, 25.000 lits d'hospitalisation ont été supprimés en 10 ans, 40.000 lits d'EHPAD feraient défaut et la pyramide des âges touche la population médicale.

Dans un marché de pénurie d'établissements et d'équipements, le secteur économique de la santé va réclamer dans les prochaines années des investissements immobiliers importants (créations, restructurations, reconstructions, mises aux normes).

L'Etat, n'ayant plus les moyens de porter seul ce secteur, s'appuiera sur les opérateurs commerciaux, les plus réactifs et les moins endettés. Ces derniers recourront à l'externalisation des murs, généralement au profit de véhicules soumis à évaluations régulières, ce qui générera des besoins croissants en expertise immobilière.

Développer et professionnaliser l'évaluation immobilière d'un secteur économique à forte croissance aux enjeux sociétaux relève d'un enjeu capital également pour les experts. Il s'agit d'un chantier difficile en raison de la complexité des produits, mais pas seulement : les marchés de l'investissement et de l'exploitation en établissements de santé sont récents et concentrés sur quelques acteurs qui ne diffusent pas ou peu d'informations sur les transactions.

Comme tout actif monovalent, la valeur des établissements de santé est inhérente à leur utilisation et aux revenus tirés de leur exploitation. Pour cette raison, la première partie de ce mémoire porte sur le marché de l'exploitation de ces établissements. La seconde partie présente le marché de l'investissement en immobilier de santé. La troisième partie propose une revue critique des usages et pratiques en place pour l'évaluation de murs de cliniques et d'EHPAD.

Du point de vue méthodologique, faute d'informations sur les transactions récentes, d'homogénéité des références et de littérature sur l'évaluation de murs de santé, nous avons directement interrogé des experts, des investisseurs et des exploitants du secteur. Certains de ces entretiens figurent en annexe.

***

I. L'EXPLOITATION DES ÉTABLISSEMENTS DE SANTÉ

I.1. Eléments de cadrage

I.2. Fondamentaux

I.3. Un marché structurellement porteur

I.4. Des exploitants en quête de croissance externe

I.1. ÉLÉMENTS DE CADRAGE

Terminologie

En premier lieu, il convient de préciser ce que nous entendons par « **santé** » dans le titre de ce mémoire et dans les pages qui suivent.

Comme il est d'usage dans les médias spécialisés en immobilier et en finance, nous considérons ici le terme « santé » au sens large, c'est-à-dire **en regroupant les secteurs sanitaire et médico-social**.

Pris dans son ensemble, ce secteur regroupe les établissements et les services qui viennent en aide à des populations affrontant des difficultés particulières telles :

- les personnes malades,
- les personnes âgées,
- les personnes handicapées.

Le présent travail traitant de l'immobilier de la santé, nous ne traiterons pas des services, mais uniquement des établissements de santé.

Les gestionnaires de ces établissements relèvent de trois statuts juridiques :

- le **secteur privé à but non lucratif** (associations, fondations, mutualités…),
- le **secteur public**,
- le **secteur privé à but lucratif**.

De manière schématique, on peut répartir les établissements de santé - au sens large du terme - en deux grandes catégories :

- les **établissements sanitaires** qui soignent et diagnostiquent des patients,
- les **établissements médico-sociaux** qui hébergent et accompagnent des usagers handicapés ou dépendants.

Les établissements sanitaires

Les établissements sanitaires sont régis par le Code de la santé publique (CSP). L'article L.6111-1 leur attribue 2 missions principales :

- diagnostiquer et soigner,
- participer aux actions de santé publique et d'éducation pour la santé.

Ces missions se déclinent en 4 activités :

- des **activités de court séjour** : des soins de courte durée ou concernant des affections graves pendant leur phase aiguë en médecine, chirurgie, obstétrique (**MCO**), odontologie ou psychiatrie ;
- des **activités de moyen séjour** : des soins de suite ou de réadaptation (**SSR**) ou postcures (**PSY**), dans le cadre d'un traitement ou d'une surveillance médicale, à des malades requérant des soins continus, dans un but de réinsertion, avec ou sans hébergement ;
- des **soins de longue durée**, à des personnes n'ayant pas leur autonomie de vie et dont l'état nécessite une surveillance médicale constante et des traitements continus ;
- des **alternatives à l'hospitalisation** : l'hospitalisation à temps partiel de jour ou de nuit, l'anesthésie et la chirurgie ambulatoire et l'hospitalisation à domicile (HAD).

Les établissements sous-jacents aux activités sanitaires se répartissent ainsi :

- Dans le public, ils sont regroupés sous le terme générique « **hôpitaux** » :
  - centre hospitalier régional (CHR),
  - centre hospitalier universitaire (CHU),
  - centre hospitalier (CH),
  - centre hospitalier spécialisé (CHS),
  - hôpitaux locaux.

- Dans le privé, ils sont rassemblés sous le terme générique « **cliniques** » :

  - établissements de soins de courtes durées ou **cliniques MCO**,
  - établissements de soins de suite et de réadaptation ou **cliniques SSR**,
  - établissements de lutte contre les maladies mentales ou **cliniques PSY**.

Les établissements médico-sociaux (EMS)

Les établissements médico-sociaux désignent les personnes morales publiques ou privées qui bénéficient de fonds publics pour remplir une mission de service public telle que décrite au Code de l'action sociale et des familles (CASF). L'article L.312-1 leur attribue les champs d'activités principaux suivants :

- enfance handicapée et inadaptée,
- adultes handicapés et polyhandicapés, mentaux ou physiques,
- personnes âgées.

Les établissements sous-jacents à ces champs d'activités sont nombreux :

- instituts médico-éducatifs (IME),
- instituts d'éducation motrice (IEM),
- instituts médico-pédagogiques (IMP),
- instituts médico-professionnels (IMPRO),
- instituts thérapeutiques, éducatifs et pédagogiques (ITEP),
- maisons d'accueil spécialisées (MAS),
- foyers d'accueils médicalisés (FAM),
- établissements d'hébergement pour personnes âgées dépendantes (EHPAD),
- foyers-logements...

Les établissements médico-sociaux sont plus diversifiés que dans le secteur sanitaire. Ils présentent des capacités hétérogènes et inférieures à la capacité moyenne des équipements sanitaires.

A la différence du secteur sanitaire, ouvert aux exploitants privés commerciaux depuis le début des « Trente glorieuses », lorsque la Sécurité sociale naissante couvrait largement la quasi-totalité de la population et que le parc hospitalier public n'avait pas la capacité de soigner seul une population chargée de reconstruire le pays, le secteur médico-social n'a que peu intéressé les exploitants à but lucratif.

Par définition, les EMS remplissent une mission de service public. Ces deux caractéristiques leur ont conféré une dimension d'intérêt général peu compatible avec la réalisation de marges financières, ce qui a tenu à distance les opérateurs lucratifs. La plupart des lits et places du secteur médico-social étant habilitée à l'aide sociale départementale (ASD), leur exploitation

n'autorise pas la réalisation de bénéfices, ce qui explique également le désintérêt des exploitants commerciaux.

Une exception de taille : les établissements d'hébergement pour personnes âgées dépendantes (EHPAD). Du fait de la prépondérance de leur activité hôtelière qui n'est pas financée par les fonds publics, les EHPAD intéressent les exploitants privés commerciaux depuis une vingtaine d'années.

Le présent travail portant sur la financiarisation et l'expertise de l'immobilier de santé, nous nous intéresserons principalement aux établissements sanitaires et médico-sociaux qui sont gérés par des exploitants commerciaux : les cliniques et les EHPAD.

Nous verrons plus loin que les exploitants publics et privés non lucratifs pourraient également décider à moyen terme d'externaliser leurs murs et avoir recours à l'évaluation immobilière.

Pour ordre de grandeur, les cliniques et les EHPAD commerciaux proposaient début 2010, 290.000 lits et places[1], soit environ 14,5 millions de m², ce qui correspond presque au parc immobilier tertiaire de l'Etat. Par leur volume et leur potentiel, l'hospitalisation privée et les EHPAD commerciaux représentent un véritable marché économique pour les exploitants et les investisseurs immobiliers.

***

[1] DREES-SAE 2010

I.2. FONDAMENTAUX

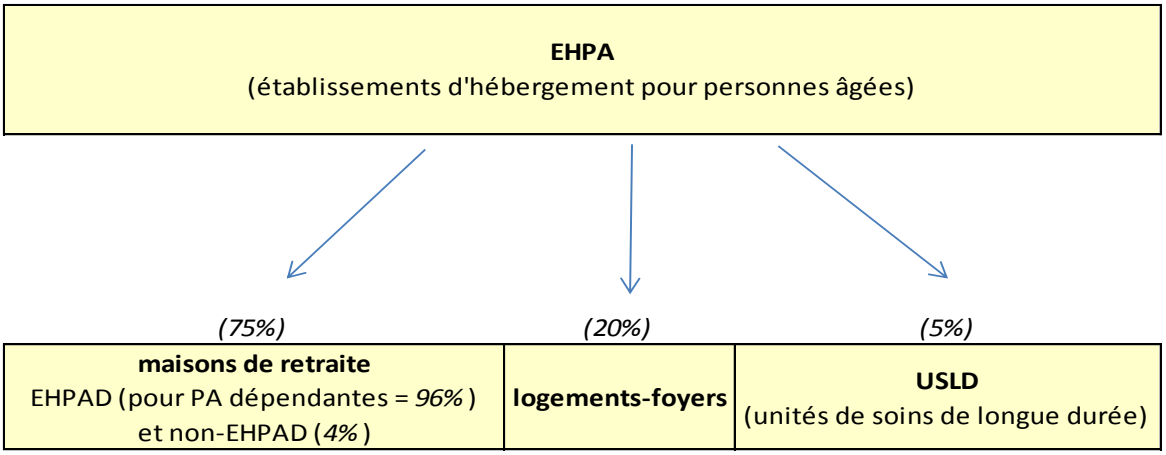
TYPES D'ÉTABLISSEMENTS

Pour les raisons évoquées précédemment, nous nous concentrerons dans ce travail sur les EHPAD et les cliniques.

Les EHPAD

Les EHPAD font partie d'un ensemble plus large qui regroupe les établissements d'hébergement pour personnes âgées (EHPA).

Les établissements d'hébergement pour personnes âgées (EHPA)



Sources : DREES-SAE 2010

→ Les **maisons de retraite** sont définies comme des lieux d'hébergement collectif qui assurent une prise en charge globale de la personne âgée, incluant l'hébergement, les repas et divers services spécifiques, tels la restauration, la surveillance, l'entretien du linge, les animations, etc. La réforme de la tarification de 1999 a remplacé le terme « maison de retraite » par « EHPAD ».

→ Les **logements-foyers** sont des ensembles de logements autonomes assortis d'équipements ou de services collectifs dont l'usage est facultatif.

→ Les **unités de soins de longue durée** (USLD) sont les EHPA les plus médicalisés, destinés à l'accueil des personnes les plus dépendantes. Depuis 2006, ils ont fait l'objet d'une réforme : la moitié d'entre eux a été transformée en EHPAD. L'autre moitié conserve le statut USLD mais relève désormais du champ du sanitaire.

Les cliniques

Capacités lits et places en 2009

	lits et places	%
MCO	243 322	58%
SSR	104 850	25%
PSY (adultes)	72 601	17%
Total	420 773	100%

Sources : DREES – SAE – données administratives, traitement DRASS

→ Les **cliniques MCO** : autrefois appelées « courts séjours », elles regroupent les activités de médecine, chirurgie et obstétrique ou sont spécialisées dans une de ces activités.

Les établissements MCO sont potentiellement utilisables par tous et à tout moment (urgences, maternité, consultations médicales ou spécialisées, chirurgie orthopédique, amygdalectomie, appendicectomie, …), même si trois âges de la vie sont particulièrement concernés par des hospitalisations plus fréquentes :

- les premiers mois de la vie,
- les âges de procréation pour la femme (16-45 ans),
- les âges les plus élevés (65 ans et plus).

La durée moyenne de séjour en MCO est de **6 jours**.

→ Les **cliniques de SSR** : l'appellation "soins de suite et de réadaptation" a remplacé celle de « moyen séjour »» et de « centre de convalescence ». Une hospitalisation dans une clinique SSR est nécessaire pour retrouver son autonomie à la suite :

- d'un épisode aigu d'une maladie chronique,
- d'un accident de la vie,
- de traumatismes postopératoires.

La dépendance du patient est dite temporaire, le temps nécessaire aux soins médicaux et à la rééducation.

Les cliniques de SSR proposent des services d'hospitalisation à temps complet ou en hôpital de jour, à vocation multiple, parmi lesquels :

- les SSR polyvalents : patients en post chirurgical simple ou en post-affection médicale nécessitant une réadaptation orthopédique ou traumatologique,
- la médecine physique et de réadaptation (MPR) polyvalente ou spécialisée : prise en charge pour des patients atteints d'affections de l'appareil locomoteur, du système cardio-vasculaire ou encore du système neurologique notamment à la suite d'accidents vasculaires cérébraux,
- les SSR spécialisés en hématologie et cancérologie : prise en soin de patients atteints de maladies cancéreuses de tout type, et inter cure de chimiothérapie,
- les SSR spécialisés en gériatrie : prise en soins de patients âgés de plus de 75 ans polypathologiques et dépendants dans une optique de retour à domicile,
- les services de prise en charge des états végétatifs chroniques (EVC).

La durée moyenne de séjour en SSR est de **30 jours**.

→ Les **cliniques PSY** : ces établissements sont composés de services d'hospitalisation complète et parfois de places d'hospitalisation de jour. Ils accueillent des patients atteints de pathologies mentales aigües s'inscrivant dans une démarche de soin volontaire et assurent le traitement psychiatrique et le suivi psychothérapeutique :

- des troubles de l'humeur (dépression, troubles bipolaires),
- des troubles anxieux (trouble obsessionnel compulsif, trouble panique, anxiété généralisée, phobie sociale),
- des addictions (dépendances aux boissons alcoolisées, addictions comportementales),
- des syndromes de surmenage,
- certaines formes de troubles psychotiques.

La durée moyenne de séjour en PSY est de **40 jours**.

RÉGULATION ET CONTRÔLE

Les secteurs sanitaire et médico-social sont dits « **régulés** » : la création d'établissements sanitaires et médico-sociaux est soumise à autorisation des Agences Régionales de Santé (ARS), créée en 2009 par la loi Hôpital Patient Santé Territoire (HPST).

Les modalités de création diffèrent selon le secteur :

- **pour le secteur sanitaire** : l'ARS accorde l'autorisation de création et d'extension, à l'issue d'une période de dépôts de demande d'autorisation (« fenêtres ») et après avis de la Commission spécialisée de la Conférence régionale de la santé et de l'autonomie (CRSA),
- **pour le secteur médico-social** : l'ARS et le Conseil général accordent conjointement l'autorisation de création, à l'issue d'un appel à projets.

Pour être autorisés, les projets de créations d'établissements doivent :

- répondre aux besoins de santé de la population, identifiés par le SROS (Schémas régionaux d'organisation des soins), pour les établissements de soins et par le SROMS (Schéma régional d'organisation médico-sociale) et par le Schéma gérontologique départemental pour les établissements médico-sociaux,
- être compatibles avec les objectifs fixés par ces schémas,
- satisfaire à des conditions d'implantation et à des conditions techniques de fonctionnement.

Ces autorisations sont données pour une durée de **5 ans dans le secteur sanitaire** et de **15 ans dans le secteur médico-social**. Elles sont renouvelées pour des périodes similaires :

- après certification de la Haute Autorité de Santé (HAS) pour les établissements sanitaires,
- par des évaluateurs externes habilités par l'Agence nationale de l'évaluation et de la qualité des établissements et services sociaux et médico-sociaux (ANESM) pour les établissements médico-sociaux.

Nous verrons plus loin que le caractère régulé de ces deux secteurs est un critère de choix pour les investisseurs, dans la mesure où cette barrière réglementaire protège de la concurrence et sécurise l'exploitation des établissements en place, à l'instar de la Commission départementale d'aménagement commercial (CDAC) pour les commerces.

TARIFICATION

Les modalités de tarification varient en fonction des activités exercées dans les établissements.

Le secteur sanitaire

Dans les établissements de MCO, la mise en place de la T2A (tarification à l'activité) en 2005 a bouleversé les modalités historiques de facturations à l'acte. La T2A est un mode de financement issu de la réforme hospitalière du plan Hôpital 2007, qui vise la mise en place dans les établissements de santé d'un cadre unique de facturation et de paiement des activités, dans lequel l'allocation des ressources est fondée à la fois sur la nature et le volume de leurs activités. Ce sont désormais les recettes issues des activités hospitalières qui vont déterminer les dépenses et non l'inverse comme précédemment.

Concrètement, le financement des établissements de MCO est déterminé suivant les pathologies traitées et non plus en fonction des durées de séjours et des actes pratiqués. Chaque pathologie a un tarif prédéterminé et codifié suivant une nomenclature regroupant près de 800 rubriques dites GHS (groupe homogène de séjour), correspondant à un forfait « tout compris » intégrant les prestations d'accueil et d'hébergement, l'environnement technique, les produits sanguins et les consommations intermédiaires (prothèses et certains médicaments). Les honoraires des praticiens, les forfaits techniques (scanner, IRM…) et quelques autres prestations restent facturés en sus des GHS.

Afin d'éviter les dérives, l'Assurance maladie a défini pour chaque GHS, au regard du tarif forfaitaire de base :

- une borne haute, correspondant à la durée maximale de séjour,
- une borne basse, correspondant à la durée minimale de séjour.

Ainsi, la diminution du temps de séjour en dessous de la borne basse réduit le coût du séjour et donc la recette correspondante pour l'établissement. Pareillement, en cas d'allongement du temps de séjour au-delà de la borne haute.

La logique de moyens qui prévalait jusque-là cède la place à une logique de résultats, conformément à l'esprit de la loi organique relative aux lois de finances (LOLF) de 2001.

La réforme de la T2A poursuivait 4 objectifs :

- améliorer l'efficience des soins,
- gagner en transparence financière et budgétaire,
- dynamiser la gestion des établissements publics,
- faire converger les tarifs publics/privés.

La réforme de la tarification des établissements sanitaires a eu pour conséquence le développement des soins ambulatoires qui ont permis de réduire les durées de séjour et de gagner en productivité.

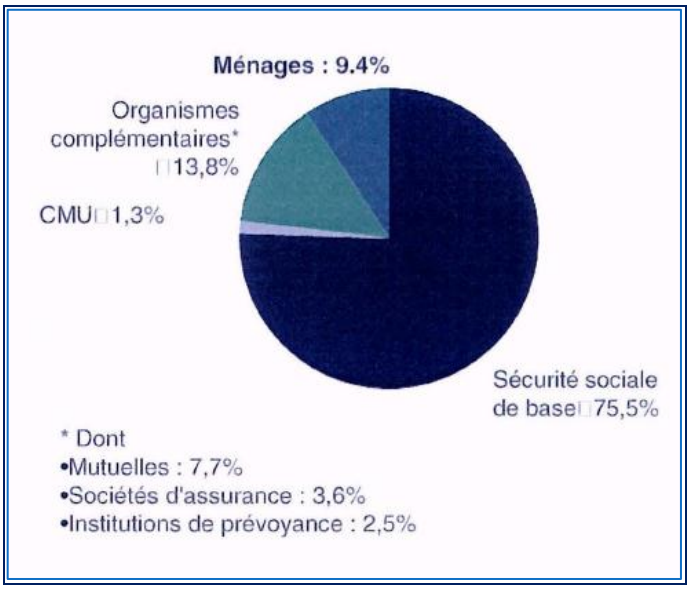
Les établissements SSR et PSY ne sont pas sous T2A mais disposent :

- d'une dotation annuelle de financement à l'année (DAF) pour les établissements publics et privés non lucratifs,
- d'une facturation de prix de journée pour les établissements privés à but lucratif.

Le passage des activités SSR et PSY à la T2A est programmée pour le **1er janvier 2013**.

Le graphique ci-dessous illustre la sécurisation du CA des établissements et services sanitaires : ils sont à 75% pris en charge par les finances publiques, via la Caisse d'assurance maladie.

Structure du financement de la dépense de soins et de biens médicaux en 2009



Sources : comptes nationaux de la santé, DREES, Xerfi

Plus spécifiquement, le chiffre d'affaires des cliniques est composé à :

- 85 à 90% des activités facturées auprès de la Sécurité sociale,
- 5 à 10% des redevances des médecins,
- 5% des ventes directes aux malades (chambres individuelles, repas…).

Le secteur médico-social

Compte tenu de la diversité des établissements et des activités du secteur médico-social, les modalités de tarification des établissements de ce secteur sont trop nombreuses pour toutes les développer ici. Nous nous concentrerons sur les EHPAD, l'établissement le plus important en volume et le seul concerné par ce travail.

Appelés communément « maisons de retraite médicalisées », les EHPAD signent des conventions tripartites pluriannuelles (5 ans) avec le Conseil général et l'Agence régionale de santé (ARS) qui représente l'Etat, afin d'être autorisés à recevoir des personnes âgées dépendantes. Ces conventions définissent les conditions de fonctionnement de l'établissement sur le plan financier, et sur la qualité des soins et de la prise en charge des personnes. Elles précisent également les objectifs et modalités d'évolution de l'établissement.

Ces conventions fixent 3 tarifs qui constituent le chiffre d'affaires (CA) des EHPAD :

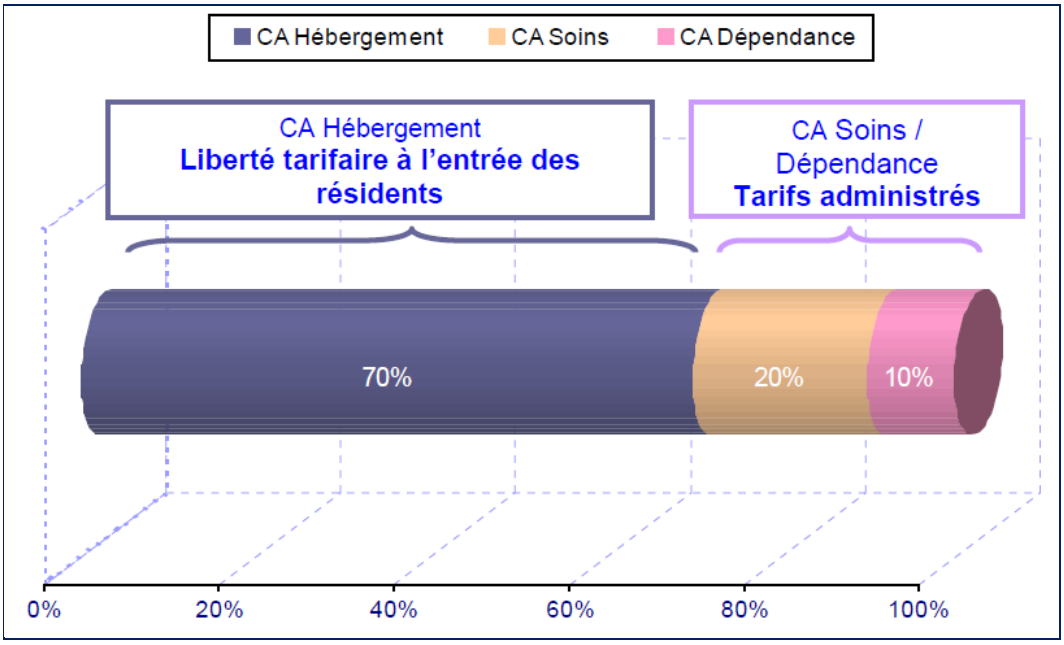
- le **tarif journalier « soins »**, financé par l'Assurance maladie en dotation globale : il regroupe les charges relatives aux prestations et fournitures médicales, les charges de personnel et l'amortissement du matériel médical ;
- le **tarif « dépendance »**, pour les surcoûts liés à l'aide à la vie quotidienne : il varie selon les besoins et, est financé, tout ou partie, par l'Allocation personnalisée d'autonomie (APA) versée par le Conseil général ;
- le **tarif journalier « hébergement »** ou **« prix de journée »**, tient compte des charges d'exploitation à caractère hôtelier et d'administration générale, des charges relatives à l'emploi des personnels d'accueil, d'animation à la vie sociale, d'entretien, de restauration et d'administration générale. Il est payé en totalité par le résident, sauf lorsque ce dernier justifie de revenus faibles et que le Conseil général finance à sa place le prix de journée d'hébergement au titre de l'Aide sociale départementale.

Grâce aux forfaits soins et dépendance, 25% à 30% des revenus des EHPAD sont actuellement solvabilisés par les pouvoirs publics.

Nous verrons que ce point est un critère de choix pour les investisseurs puisqu'il garantit une partie non négligeable du CA de l'exploitant et sécurise donc l'investisseur.

La part essentielle du CA des EHPAD et l'intégralité de la marge financière réalisée relèvent du poste hébergement, pour lequel les exploitants disposent des marges de manœuvre tarifaires les plus importantes. Le prix de journée d'hébergement est en effet libre à l'entrée du résident. Son évolution est ensuite soumise à un arrêté annuel.

La structure du chiffre d'affaires d'un EHPAD



Source : Xerfi, Accueil de personnes âgées, 2011

Ce cadre étant posé, nous pouvons aborder l'étude du marché de l'exploitation des établissements de santé, en particulier des cliniques et des EHPAD.

***

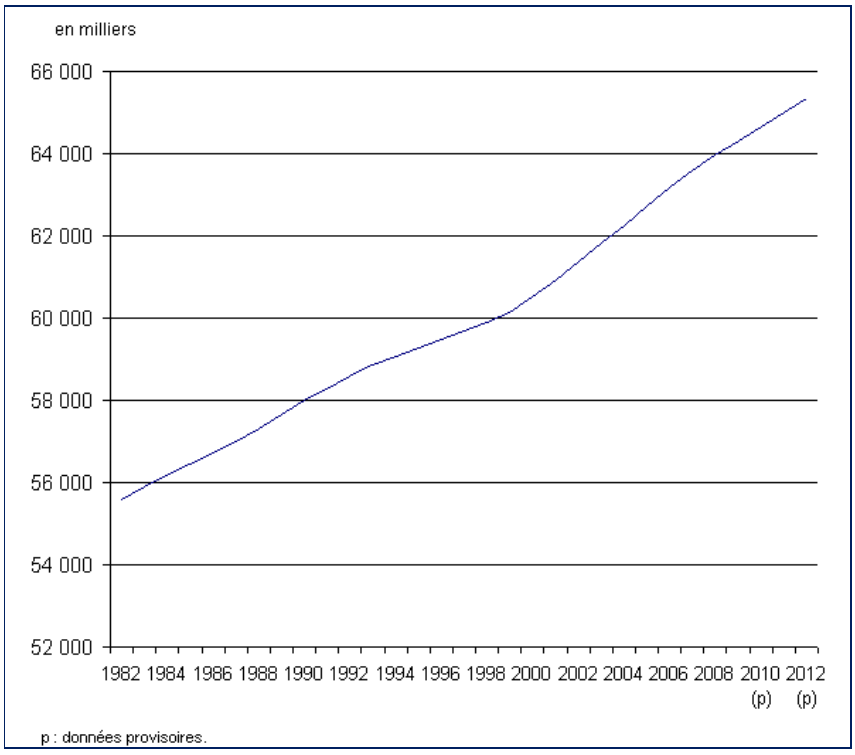
I.3. UN MARCHÉ STRUCTURELLEMENT PORTEUR

LA DÉMOGRAPHIE SOUTIENT LE DÉVELOPPEMENT DES EHPAD ET DES CLINIQUES

La croissance démographique

Au 1er janvier 2012, 65,35 millions d'habitants résidaient en France. La population française s'est accrue en 2011 au même rythme que ces 10 dernières années (+ 0,5 %).

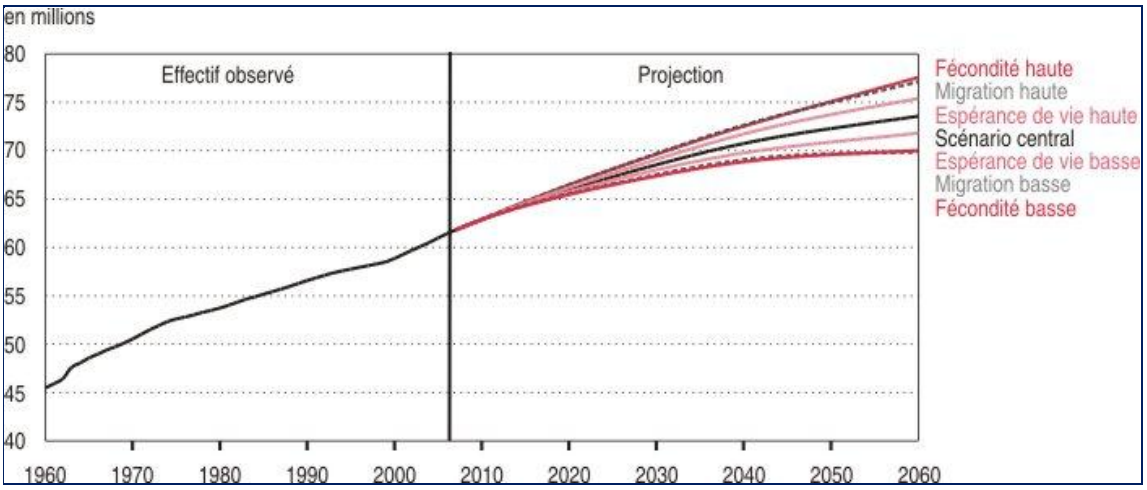
Evolution de la population française



Sources : Insee, estimations de population et statistiques de l'état civil

En 2050, d'après un scénario central la population totale sera de 70 millions d'habitants (+ 15 % par rapport à 2005).

Estimation de la population française à 2060



Sources : Insee, estimations de population et projection de population 2007-2060

Le vieillissement démographique

D'après un scénario central, en 2050, 1 habitant sur 3 aura plus de 60 ans, contre 1 sur 5 en 2005[2].

La population française vieillit sous le double effet de :

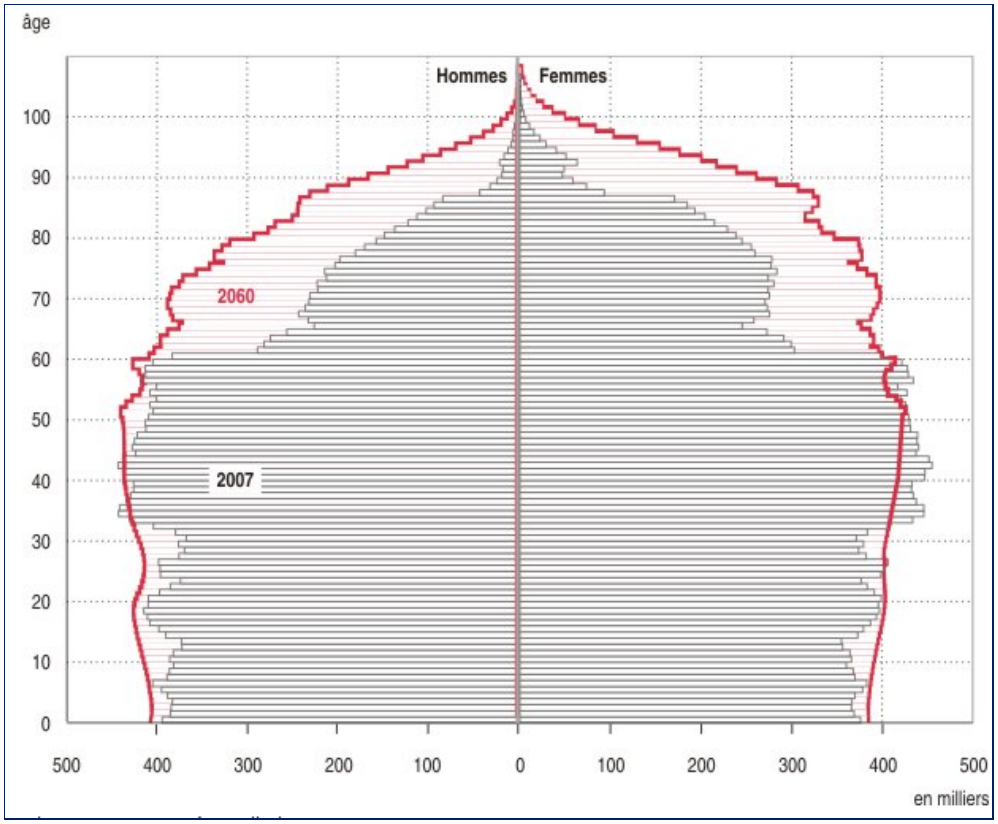
- l'augmentation de l'espérance de vie,
- l'avancée en âge des nombreuses générations du baby-boom.

Le « papy-boom » explique en grande partie la forte progression du nombre de personnes âgées de 60 ans ou plus enregistrée depuis 2005. Ce phénomène durable s'explique par l'arrivée à l'âge de la retraite des classes d'âges nées après la seconde guerre mondiale entre 1945 et 1975 amplifiée par le passage des « classes creuses » à l'âge de fécondité et un déficit de naissance dû à la guerre de 1939-1945. Il perdurera jusqu'en 2055 entraînant notamment une explosion du nombre de personnes âgées de 75 ans ou plus entre 2020 et 2050 ainsi qu'une progression spectaculaire du nombre de personnes âgées de 85 ans ou plus à compter de 2030 jusqu'à 2060.

[2] INSEE, *Économie et statistique*, 2007, n°408-409.

Ces projections sont illustrées dans la superposition des deux pyramides des âges qui suit : la courbe grise porte sur 2007, la courbe rouge sur 2060.

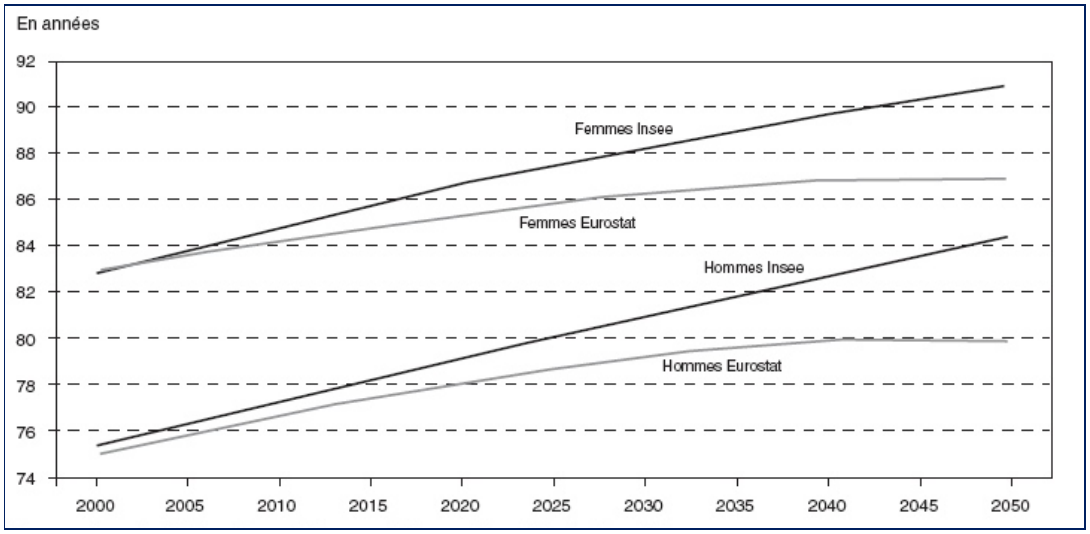
Pyramides des âges en 2007 et 2060



Sources : Insee, estimations de population et projection de population 2007-2060

La hausse de l'espérance de vie de la population française repose depuis le début du 20ème siècle sur le repli de la mortalité des adultes et en particulier des personnes âgées, et non plus sur la baisse de la mortalité infantile comme ce fût le cas au début du 19ème siècle. Il n'y a aucune raison que cette hausse ne cesse dans les prochaines années, d'où la projection du graphique qui suit.

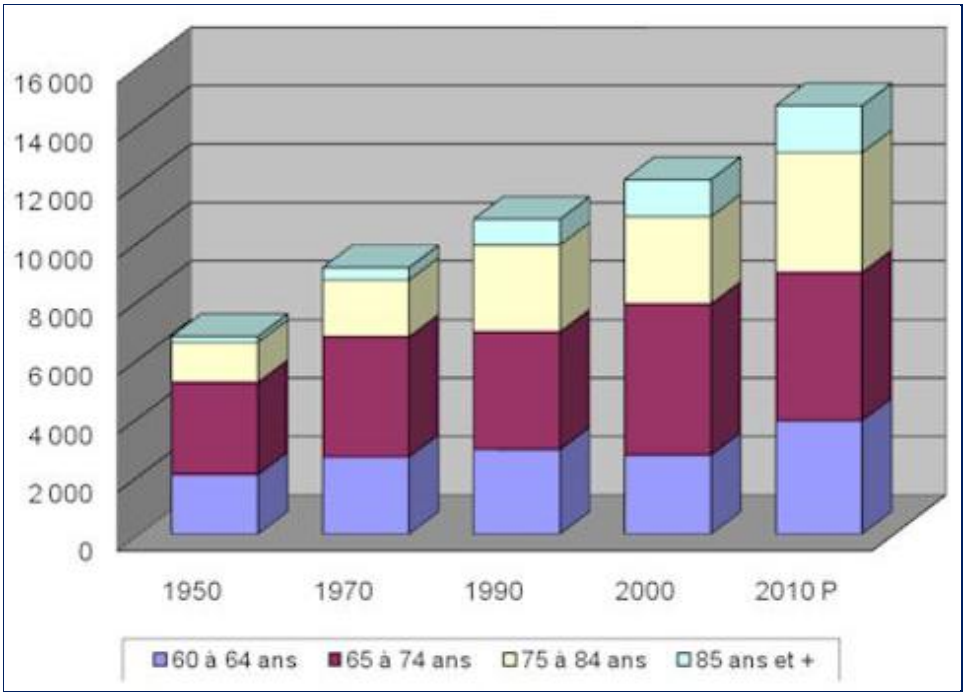
Espérance de vie à la naissance projetée (Base 100 en 2000)



Sources : Insee, projection de population et Eurostat

La baisse de la mortalité des adultes, et en particulier des personnes âgées contribue à faire croître la part des personnes les plus âgées dans la population française. C'est ce qu'on appelle le vieillissement démographique.

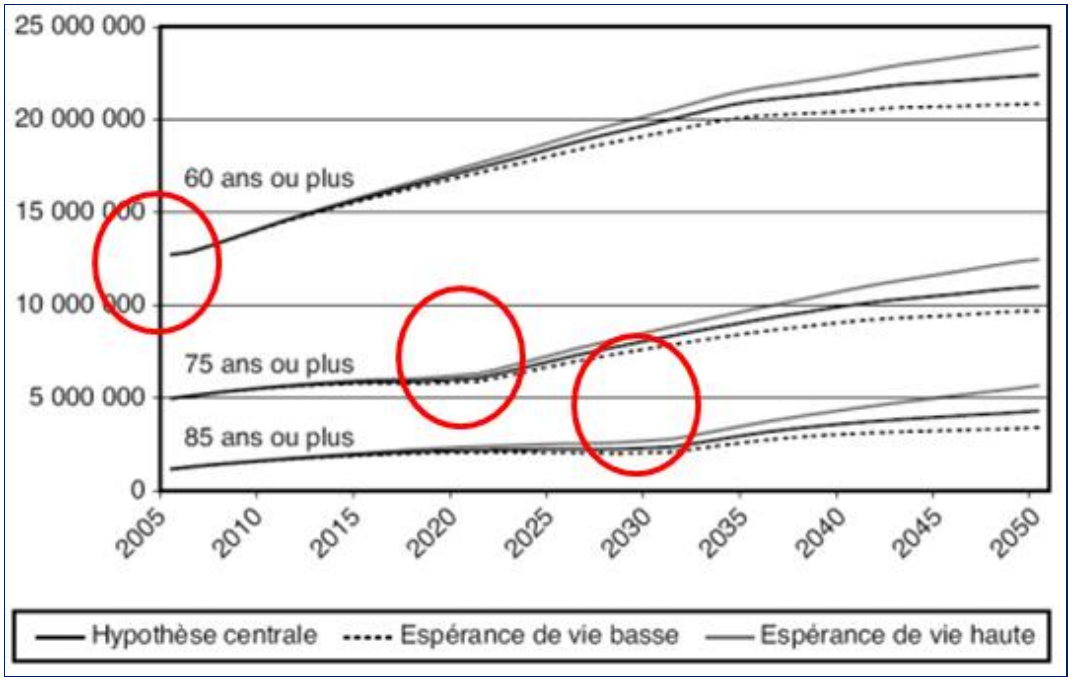
Evolution du nombre de +60 ans : 2005-2050



Source : INSEE, Bilan démographique 2007

L'augmentation du nombre de personnes âgées de plus de 75 ans et plus sera plus sensible à partir de 2020 et à partir de 2030 pour les 85 ans et plus.

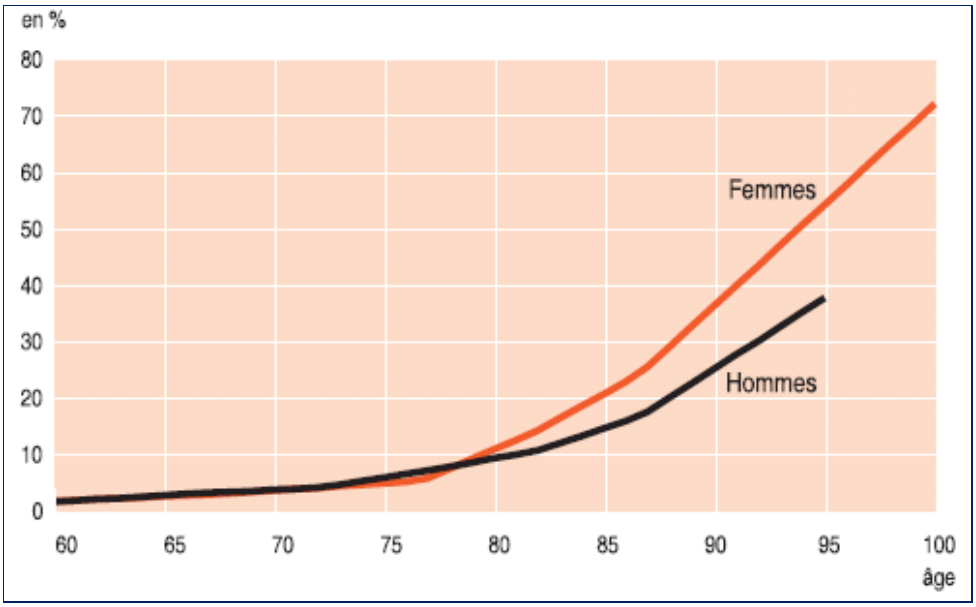
Evolution du nombre de Seniors : 2005-2050



Source : INSEE, Projection de population 2005-2050

La perte d'autonomie croit avec l'avancée en âge comme l'illustre le graphique qui suit. On remarque que l'« entrée en dépendance » intervient entre 80 et 85 ans.

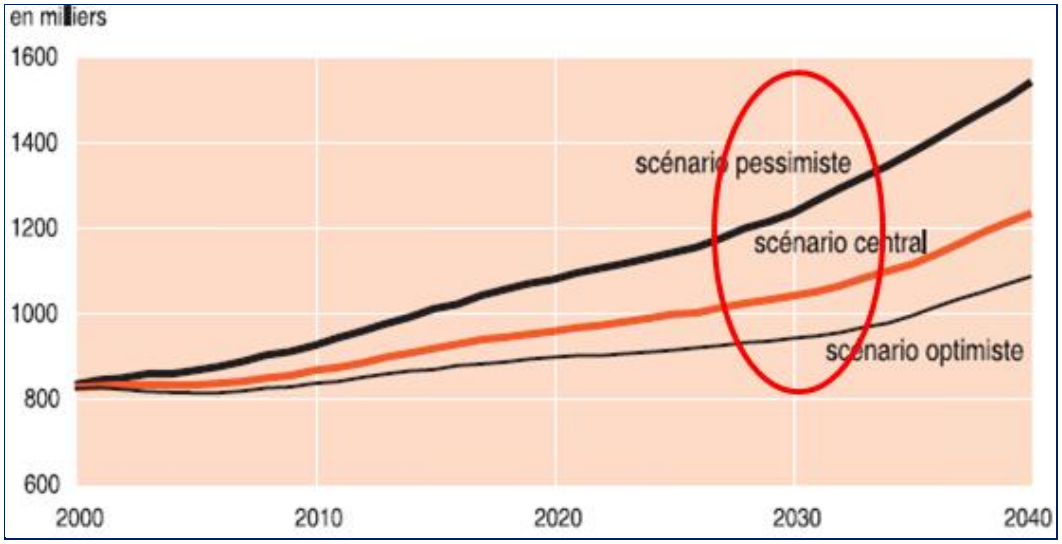
Taux de dépendance par âge



Source : INSEE, Enquête HID 1998-1999

Le vieillissement démographique a pour conséquence logique l'augmentation du nombre de personnes âgées dépendantes.

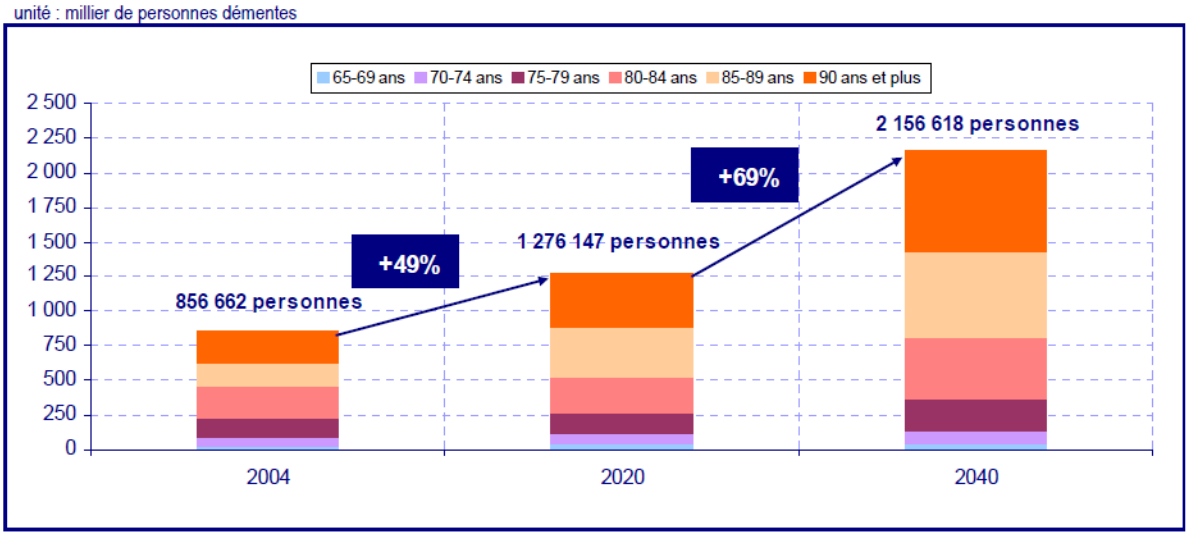
Evolution du nombre de personnes âgées dépendantes



Source : INSEE, Destinie et enquêtes HID 1998-2001

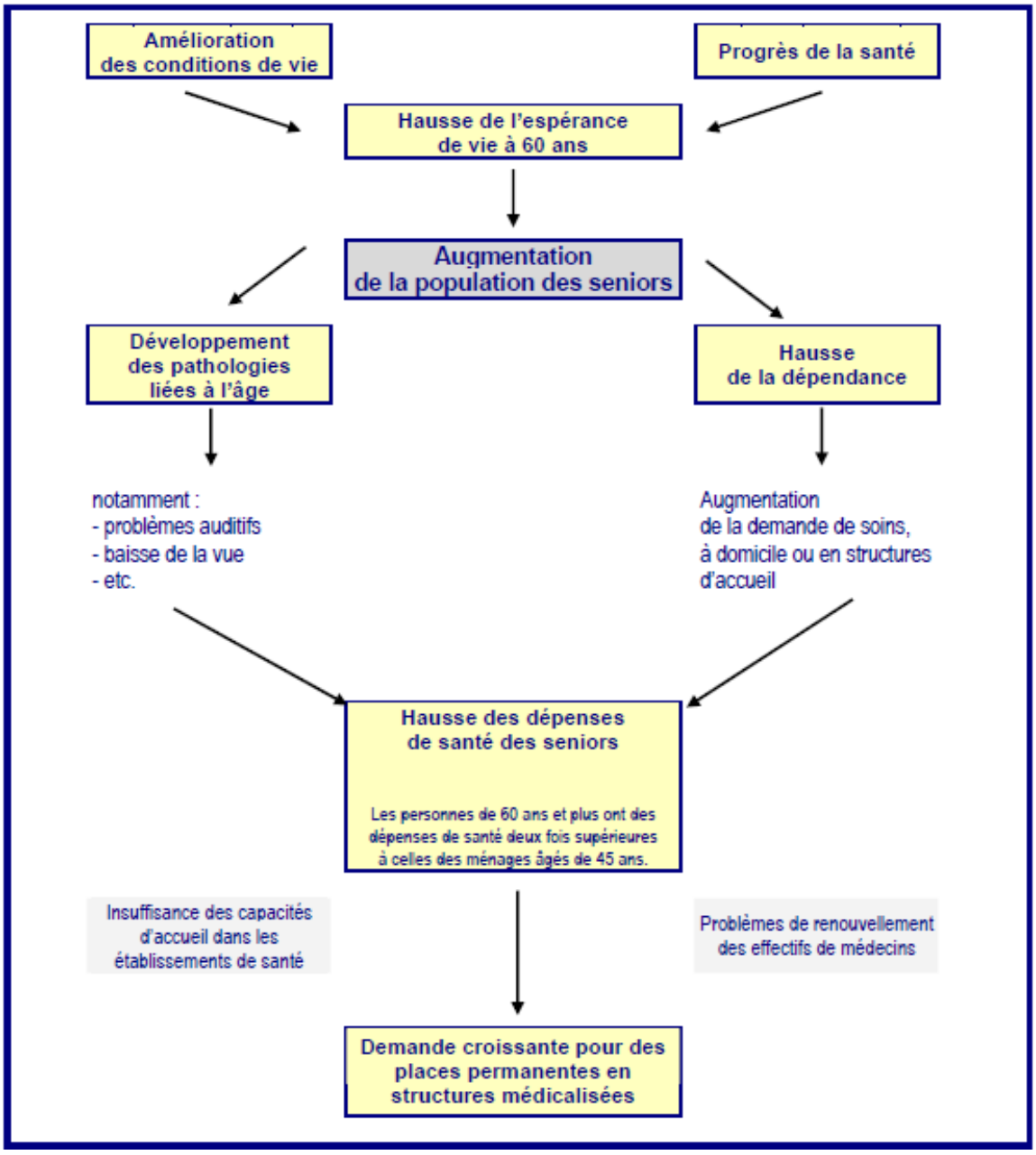
La croissance du nombre de personnes âgées atteintes de démence plaide également en faveur de la croissance des besoins d'hébergement en EHPAD, ces malades ne pouvant demeurer seuls à domicile, même avec l'aide quotidienne de professionnels de l'aide et du soin à domicile.

Nombre de personnes âgées atteintes de démence (2004-2040)



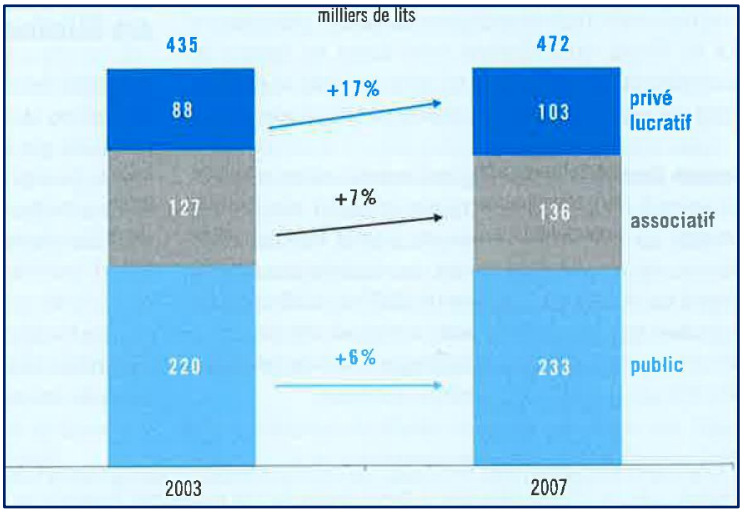
Sources et prévisions : OPEPS d'après Fratiglioni, Fitzpatrick, Ravaglia et PAQUID

La gérontocroissance et ses conséquences peuvent être schématisées ainsi :



Source : Xerfi, Accueil de personnes âgées, 2011

Evolution des places en maison de retraite (milliers de lits)



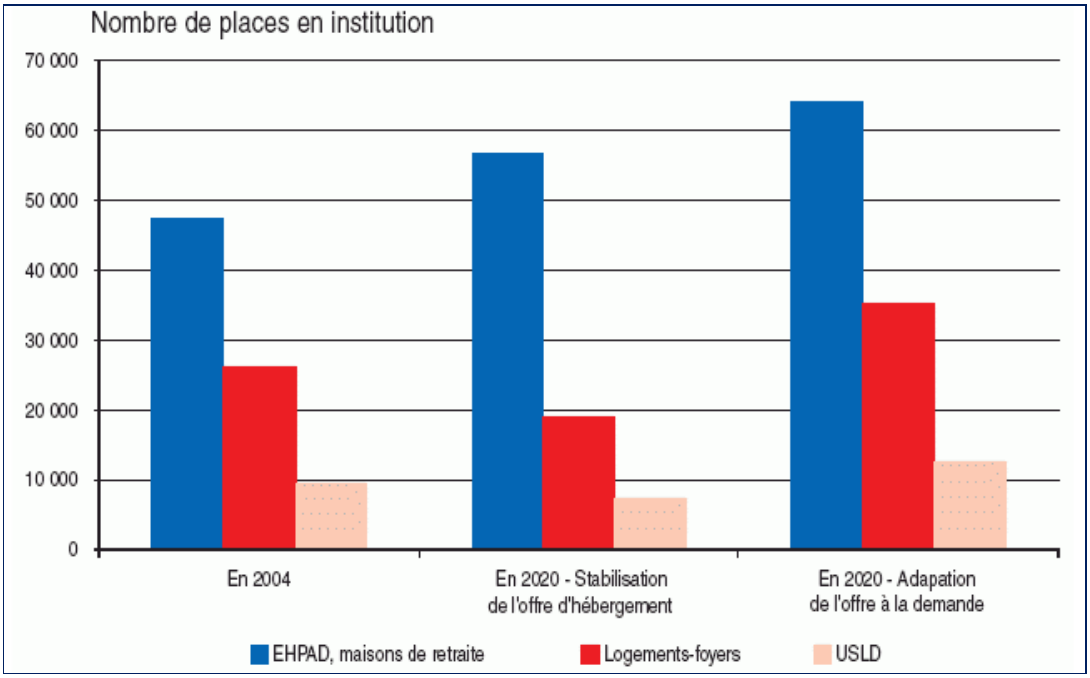
Sources : DREES

En 2005, les auteurs du collectif *Prospective des besoins d'hébergement en établissement pour les personnes âgées dépendantes. Premier volet : détermination du nombre de places en 2010, 2015 et 2025*[3], ont estimé les besoins de création de lits d'EHPAD :

- de 2004 à 2025 : entre 97.800 et 187.800 nouveaux lits, soit entre 47 et 89 nouveaux établissements de 100 lits par an en moyenne.

[3] LE BOULER S. (sous la conduite de), *Prospective des besoins d'hébergement en établissement pour les personnes âgées dépendantes. Premier volet : détermination du nombre de places en 2010, 2015 et 2025*, Commissariat Général du Plan, juillet 2005.

Evolution du nombre de places en établissement pour personnes âgées



Sources : Insee - Enquêtes Handicaps-Incapacités-Dépendance 1998-1999, projection de population Omphale ; Drees - Enquête auprès des EHPA de 2003

D'après les syndicats professionnels, la France accuse un retard très conséquent dans la création de places d'accueil en EHPAD :

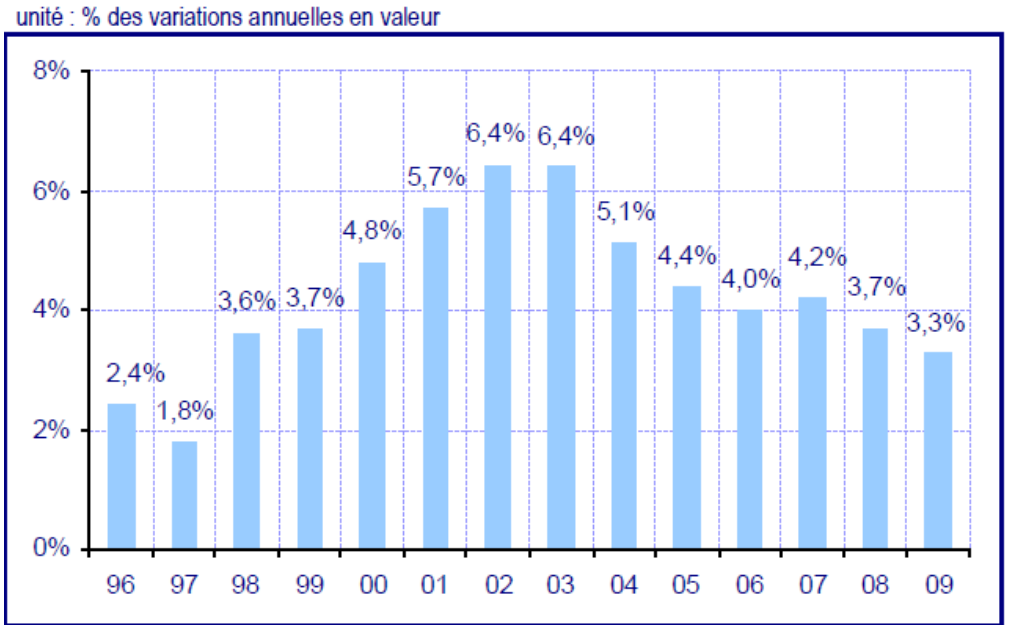
- **120.000 lits à créer d'ici 2020, soit environ 12.000 par an.**
- **30 établissements sont créés chaque année alors qu'il en faudrait environ 120**.

Pour différentes raisons – politiques et budgétaires -, les pouvoirs publics freinent depuis 4 à 5 ans, la création de nouveaux lits d'EHPAD. La raréfaction de l'offre et l'augmentation à venir des besoins contribuent à la progression durable des taux d'occupation et des rendements des établissements en place.

DES DÉPENSES EN SOINS MÉDICAUX EN HAUSSE CONSTANTE

En dépit des pressions exercées par les pouvoirs publics pour limiter le déficit de la Sécurité sociale et malgré un ralentissement certain de sa croissance depuis 2003, la consommation de soins et des biens médicaux a progressé de près de 76 % depuis le milieu des années 90.

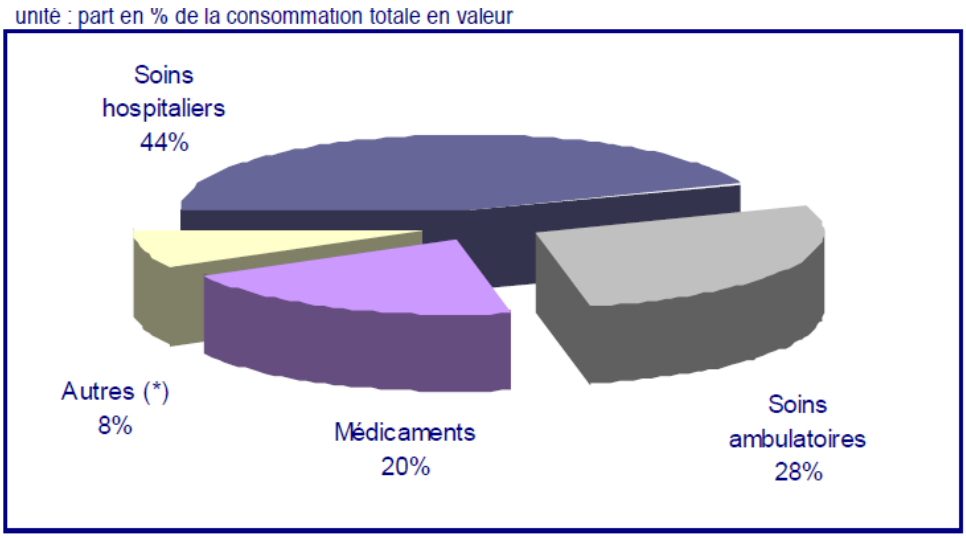
Consommation des soins et des biens médicaux : variations annuelles



Source : Xerfi : Comptes nationaux de la santé 2009

La ventilation de la consommation des soins et des biens médicaux par postes n'a pas évolué au cours des 10 dernières années. Les soins dispensés en établissements sanitaires occupent toujours de loin la plus grande part (44 %).

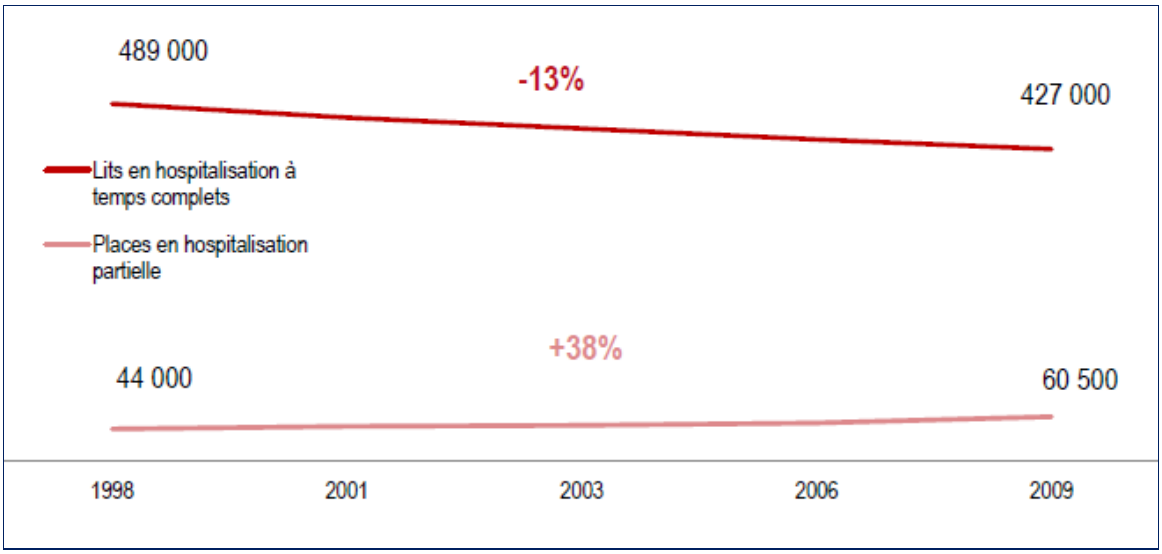
Répartition de la consommation des soins et des biens médicaux



Source : Xerfi : Comptes nationaux de la santé 2009

Contrairement aux EHPAD, le nombre de lits du secteur sanitaire est en baisse depuis la fin des années 1990.

Evolution du nombre de lits d'hospitalisation



Source : ATIH, PMSI-SSR 2009, traitements DRESS, SAE 2009

La loi de réforme hospitalière du 31 juillet 1987 a incité les cliniques privées à regrouper leurs établissements et leurs activités et à restructurer leurs activités.

Par ces regroupements et fusions, les cliniques privées se sont aussi adaptées aux contraintes tarifaires décidées par les pouvoirs publics et aux difficultés économiques qui s'en suivent. Ces regroupements sont également une réponse aux évolutions de la médecine et aux progrès technologiques (développement de la chirurgie ambulatoire). Ils concernent principalement les établissements spécialisés en MCO.

DES PERSPECTIVES DE CROISSANCE À NUANCER

De ce qui précède, on peut légitimement imaginer que la croissance démographique et le vieillissement démographique accroîtront considérablement les besoins en hospitalisation et en hébergement dans les années à venir.

Nous présentons ci-dessous 4 arguments qui incitent à nuancer cette projection :

1. Les progrès réalisés dans la prévention du « mauvais vieillissement », le développement des gérontechnologies, l'essor des services d'aide et de soins infirmiers à domicile (SAD et SSIAD) et l'émergence d'une offre de logements ergonomiques entraîneront un tassement de l'augmentation des besoins d'hospitalisation et d'hébergement.
2. Une étude de 2008 de la DREES[4] indique que le vieillissement de la population ne conduira pas inéluctablement à augmenter l'offre hospitalière en MCO, même si les patients âgés les plus fragiles nécessiteront toujours une prise en charge par des structures hospitalières lourdes, similaires à celles qui assurent les soins aigus aujourd'hui. En effet, le développement de structures alternatives ou d'aval (consultations externes spécialisées, réseaux de soins, hospitalisations à domicile, SSR...) pourrait inverser ou ralentir la croissance de besoins.
3. Le niveau de retraite moyen des Français est proche de 1.260 €/mois[5] (régime obligatoire) et évoluera à la baisse. Le prix moyen d'un EHPAD est de 1.550 €/mois[6] et évoluera à la hausse. Il est évident qu'à moyen terme, de très nombreux retraités ne pourront plus financer leur accueil en « maison de retraite », même en mobilisant leur épargne, et qu'ils développeront de nouvelles stratégies, en direction notamment du maintien à domicile.
4. En temps de crise des finances publiques, on peut penser que l'Etat accentuera ses efforts de rationalisation et d'optimisation budgétaire des dépenses de santé. Il cherchera à trouver de nouveaux subsides (revente du parc immobilier non affecté aux soins des établissements publics de santé…) et réduira ou cantonnera les dotations accordées aux exploitants, ce qui se traduira à terme par une réduction des taux de rendement de ces établissements.

[4] *L'impact du vieillissement sur les structures de soins à l'horizon 2010, 2020, 2030*, Études et résultats, septembre 2008, n°654.

[5] DREES, *Les retraités et les retraites en 2010*, Collection Etudes et statistiques, 2012.

[6] IGAS, *Etat des lieux relatif à la composition des coûts mis à la charge des résidents des établissements d'hébergement pour personnes âgées dépendantes (EHPAD)*, Tome 1, 2009, La Documentation Française.

Ainsi, même si les marchés de l'hébergement des personnes âgées dépendantes et de l'hospitalisation privée sont durablement portés par un contexte démographique favorable, la modification des comportements, l'avènement de stratégies d'adaptation et la baisse des moyens de l'Etat et des ménages doivent inciter à considérer ce marché avec prudence.

Après avoir analysé le marché de l'exploitation des établissements de santé, en particulier des cliniques et des EHPAD, nous pouvons présenter qui sont les exploitants de ces établissements.

***

I.4. DES EXPLOITANTS EN QUÊTE DE CROISSANCE EXTERNE

RÉPARTITION PUBLIC / PRIVÉ COMMERCIAL / PRIVÉ NON LUCRATIF

Du point de vue du statut juridique, les établissements sanitaires et médico-sociaux peuvent être publics, privés non lucratifs ou privés lucratifs.

Les établissements sanitaires

Le tableau qui suit montre que les établissements sanitaires privés sont plus nombreux mais exploitent moins de places que leurs homologues publics.

Répartition des établissements sanitaires au 1er janvier 2010

	établissements	lits et places	lits et places /établissements
Etablissements sanitaires publics	989 *36%*	265 832 *60%*	269
Etablissements sanitaires privés	1 742 *64%*	175 486 *40%*	101
Total	2 731	441 318	

Sources : Xerfi d'après DREES, SAE

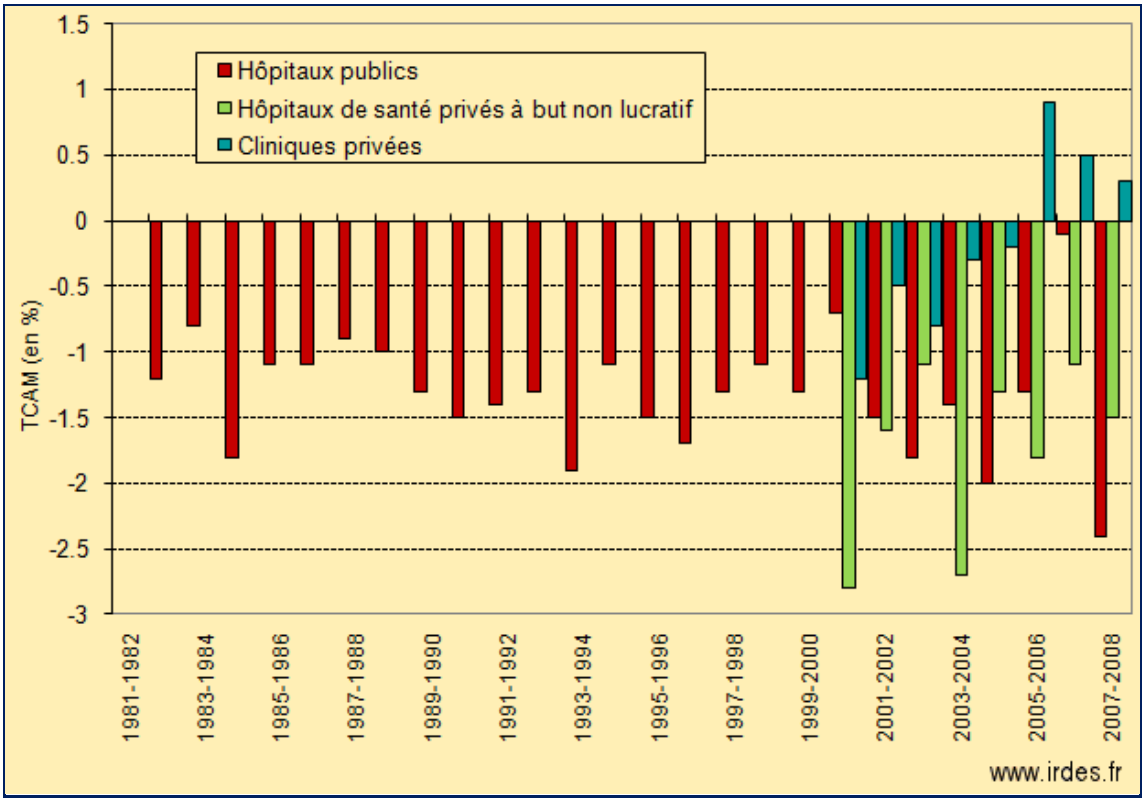
Les parts de marché de l'hospitalisation privée :

- 36 % des séjours MCO,
- 33 % des journées de SSR,
- 17 % des journées de psychiatrie[7].

[7] FHP, *Cliniques et hôpitaux privés au cœur du système de santé – Rapport sectoriel – Edition 2012*.

Le graphique qui suit révèle que le nombre de lits de cliniques diminue moins rapidement que dans le public et dans le privé non lucratif. On observe même une augmentation de leur nombre à partir de 2005 - 2006 (+ 1.519 lits de 2005 à 2008).

Evolution du nombre de lits d'hospitalisation en taux de croissance annuel moyen



Source : www.ecosante.fr, d'après données SAE de la DREES

Les EHPAD

Les exploitants publics sont encore majoritaires. Les EHPAD commerciaux n'exploitent que 21 % des établissements et 25 % des lits installés.

Répartition de l'offre en EHPAD au 1er janvier 2010

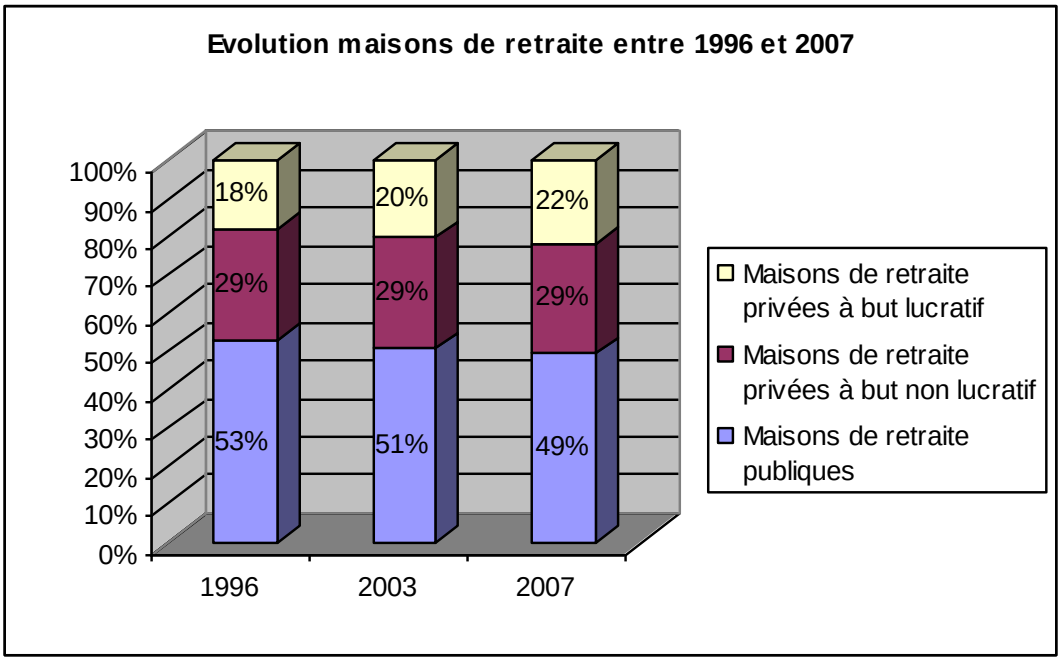
	établissements	lits et places	lits et places /établissements
EHPAD publics	2 964 *44%*	258 346 *51%*	87
EHPAD privés non-lucratifs	2 059 *31%*	143 295 *28%*	70
EHPAD privés lucratifs	1 677 *25%*	109 369 *21%*	65
Total	6 700	511 010	

Source : Xerfi : DGCS- FINESS (données 2010)

Ces proportions doivent être nuancées par le rythme de croissance rapide de ces acteurs depuis une dizaine d'années. **En effet, en 2003, le nombre de places en EHPAD a augmenté de + 7 % et plus de la moitié des nouvelles places ont été créées dans le secteur privé commercial**[8].

[8]. DUTHIL G., « L'arrivée du privé dans la prise en charge », *Gérontologie et Société*, 2007/4, n°123.

Le graphique qui suit illustre que la croissance du secteur privé s'est principalement opérée au détriment du secteur public.



Source : INSEE, Enquête EHPA - SAE DREES

La répartition entre le public et le privé procède de données géographiques et socio-économiques. Le niveau de tarif hébergement pratiqué dans le privé implique d'être au plus près des populations à moyens et hauts revenus. Les exploitants privés sont donc davantage situés autour des grandes villes. A l'inverse, dans le public, le tarif journalier moyen est souvent plus faible et s'adresse donc à un plus large public. Ainsi, les établissements publics proposent un hébergement aux populations quel que soit leur revenu, tandis que le secteur privé commercial est en recherche de lieux d'implantation à fort rendement résidentiel.

On peut situer les organismes à but non lucratif (associations et mutualités) entre ces deux tendances.

Nous nous concentrerons dans les pages qui suivent sur les opérateurs commerciaux, les seuls à avoir pratiqué massivement l'externalisation des murs et à recourir aux expertises réglementaires.

Les opérateurs de cliniques

Huit groupes privés gèrent chacun plus de 1.000 lits et places en établissements sanitaires.

Les 25 premiers exploitants de cliniques en 2010

Rg	Groupe (Nbre de lits & places MCO)	Spécialités (Nbre d'établissements)				
		MCO	SSR	PSY	EHPAD	Autres[1]
1	Générale de Santé (10 953 lits & places)	62	19	23		❑
2	Vitalia (5 377 lits & places)	40	6			
3	Capio (3 037 lits & places)	21	3	1		❑
4	Médi-Partenaires (3 373 lits & places)	25	1			❑
5	Vedici (2 673 lits & places)	17	3			❑
6	Médipole Sud Santé (1 263 lits & places)	10				❑
7	Groupe Courlancy (1 040 lits & places)	8				
8	Groupe Kapa Santé (1 405 lits & places)	15	1			
9	Ramsay Santé (960 lits & places)	9				
10	GBNA (766 lits & places)	8			1	❑
11	HPM (r) (735 lits & places)	8		1	2	❑
12	Groupe Saint-Gatien (866 lits & places)	5	1			❑
13	Vivalto Santé-CPA (806 lits & places)	3				
14	C2S (911 lits & places)	9				❑
15	OC Santé (598 lits & places)	3	4	3	2	❑
16	GIE Santé & Retraite (735 lits & places)	8	2		3	❑
17	Clinifutur (617 lits & places)	5	2			❑
18	Groupe CMC A.Paré (354 lits & places)	3				❑
19	Gr. Sainte-Marguerite (546 lits & places)	5				
20	Groupe Saint-George (452 lits & places)	2	2	1		❑
21	Groupe Harpin (501 lits & places)	3				
22	Groupe 3H (500 lits & places)	4	1			
23	Hexagone Hosp. SE (439 lits & places)	2				
24	DVD-DomusVi (471 lits & places)	5	4		194	❑
25	NCN (346 lits & places)	1				❑

Source : Xerfi, Cliniques de court séjour (MCO), 2011

CA annuel des exploitants qui gèrent plus de 1.000 lits et places

	CA 2009 (M€)
Générale de Santé	1 502
Vitalia :	683
Capio	469
Médi-Partenaires	473
Védici	350
Médipôle Sud Santé	206
Groupe Courlancy	148
Groupe Kapa Santé	152

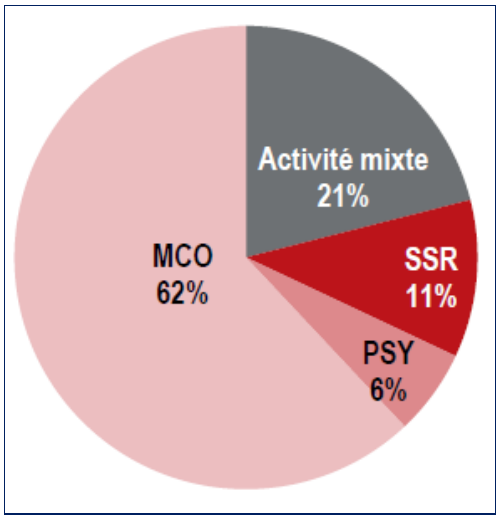
Source : Xerfi, Cliniques de court séjour (MCO), 2011

Des repères de gestion pour les opérateurs de cliniques (données 2009)

- Le CA total des exploitants privés commerciaux de cliniques atteignait 12,5 Md€, dont 62 % pour la MCO.
- Le CA était en augmentation de 2,9 % par rapport à 2008.
- Le CA moyen par établissement variait selon la spécialité : il était de 16 M€ pour les cliniques MCO et mixtes.
- La masse salariale représentait 43,4 % du chiffre d'affaires.
- Le résultat net est en moyenne de 2,6 % du CA, soit une augmentation de 13 % par rapport à 2008.

Le graphique ci-dessous illustre la prépondérance de l'activité de MCO dans l'ensemble de l'hospitalisation privée.

Répartition du CA 2009 des exploitants commerciaux de cliniques



Source : Greffes des tribunaux de commerce via Altarès

<u>Concentration et développement de l'offre sanitaire privée</u>

Les cliniques indépendantes, non rattachées à un groupe, sont aujourd'hui minoritaires. Le secteur de l'hospitalisation privée est depuis deux décennies traversé par une politique de regroupement qui fait chuter le nombre d'établissements (- 44 % d'établissements sur 20 ans).

Les deux raisons principales de ces regroupements sont :

- la fusion de cliniques de taille moyenne et/ou à restructurer pour remise aux normes,
- la constitution d'autre part de groupes hospitaliers privés qui se font et se défont à la faveur de mouvements de rachats.

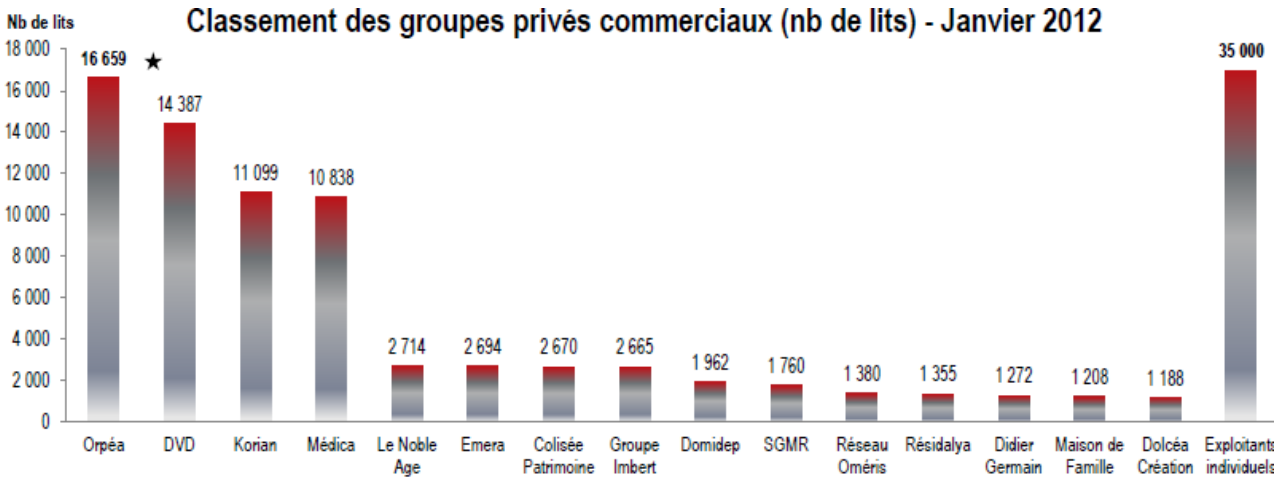
L'offre sanitaire privée a de beaux jours devant elle : le journal *Les Echos* écrivait sur ce sujet le 28.08.2012 : « *Nous devons envisager de reconfigurer la surface hospitalière et de la réduire de 40 à 50 % lors des quinze prochaines années. (…)* ***L'hôpital représente près 45 % des dépenses de santé alors qu'il ne réalise que 25 % des actes thérapeutiques****. Le coût des actes chirurgicaux pratiqués « en ville » est inférieur. Ainsi une appendicectomie ou un accouchement pratiqués à l'hôpital coûte en moyenne 1.500 € de plus qu'en clinique privée (Cour des comptes).* »

Les opérateurs commerciaux d'EHPAD

Le secteur commercial se compose à la fois d'entrepreneurs individuels et indépendants, et d'entrepreneurs regroupés.

Dans son numéro annuel toujours très attendu, le *Mensuel des Maisons de Retraite*[9] publiait en janvier 2012 son « top 15 » :

- Le secteur commercial ne représente en 2012 que 21 % du total des lits d'EHPAD en France, soit 114.000 lits.
- 64 % des lits gérés par le secteur commercial sont gérés par les 15 premiers groupes. Cette concentration atteste de la remarquable stabilité des leaders.
- Parmi ces leaders du secteur privé commercial, 4 opérateurs se détachent : Orpéa, DVD (Domus Vi-Dolcéa), Korian et Médica France.
- Les deux leaders, Orpea et DVD, comptent environ 200 établissements chacun et plus de 30.000 lits à eux deux.
- Leur CA dans le secteur en France dépasse les 500 M€ chacun. Ils sont suivis par les groupes Korian (433 M €) et Médica France (334 M€).



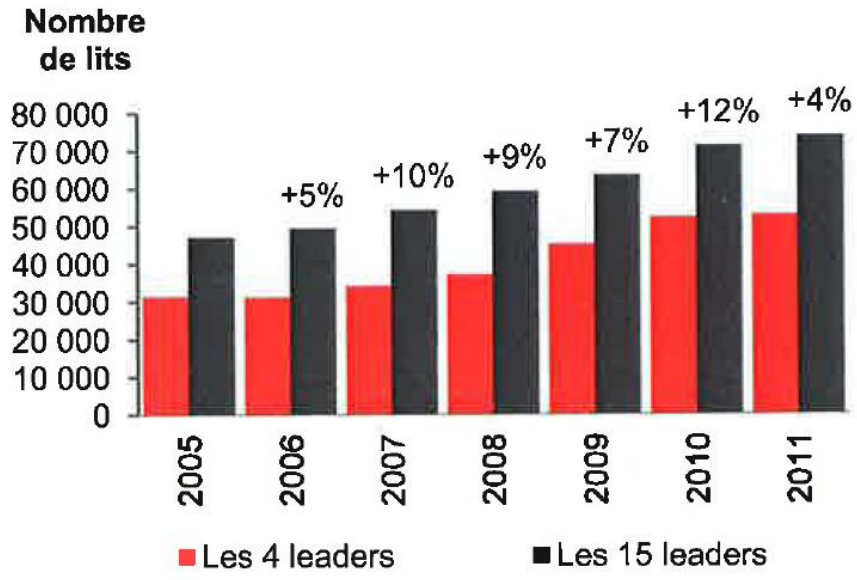
Source : Mensuel des Maisons de retraite, janvier 2012

[9] *Mensuel des Maisons de retraite*, janvier 2012.

Classement	Exploitant	Nombre d'établissements en France
1	ORPEA	198
2	GROUPE DVD (DOLCEA DOMUS VI)	185
3	KORIAN	127
4	MEDICA FRANCE	136
5	LE NOBLE AGE	30
6	EMERA	31
7	COLISEE PATRIMOINE	34
8	GROUE Imbert IGH	38
9	DOMIDEP	31
10	GROUPE SGMR	26
11	RESEAU OMERIS	19
12	RESIDALYA	19
13	DIDIER GERMAIN	20
14	GROUPE MAISONS DE FAMILLE	14
15	DOLCEA CREATION GDP VENDOME	13

Source : Mensuel des Maisons de retraite, janvier 2012

Evolution du nombre de lits des 15 premiers opérateurs d'EHPAD



Source : Ecco-Santé France 2010

Les principaux exploitants d'EHPAD et leur CA (données 2010)

Groupe	Etbs	Lits	Chiffre d'affaires
DVD (DomusVi Dolcéa)	208	16 511	> 500 M€ (2010) (e)
Orpea (1)	195	16 417	> 500 M€ (2010) (e)
Korian	122	10 699	433,3 M€ (2010)
Medica France	110	8 785	334,6 M€ (2010)
Groupe Noble Age	30	2 613	134,1 M€ (2010)
Colisée Patrimoine	35	2 706	113 M€ (2010)
Groupe IGH	38	2 665	90-100 M€ (2009) (e)
Groupe Emera	27	2 327	80 M€ (2010 / source site Internet)
SGMR Groupe Les Opalines	26	1 738	nd

Source : Traitement Xerfi d'après le Mensuel des Maisons de Retraite et les opérateurs

La concentration de l'offre privée d'EHPAD

La concentration du secteur privé s'est accélérée depuis 2010 : cette année-là avait été marquée par l'acquisition du groupe Mediter par Orpea, par celle d'une partie de Seniors-Santé par Korian puis par la naissance de DVD par rapprochement de DomusVi avec Dolcéa.

Derrière les 4 leaders, une vingtaine de groupes de petites et moyennes tailles disposent d'un parc compris entre 5 et 40 établissements, soit entre 400 et 2.800 places.

Enfin, plus de 800 indépendants ou appartenant à des groupes de petite taille gérant 3 à 4 établissements officient dans le secteur. **Ces exploitants individuels disposent d'une capacité d'accueil limitée à une quarantaine de lits, soit une capacité totale de 35.000 lits**. Ces lits sont convoités par les leaders de l'exploitation privée lucrative : **leur croissance sera désormais externe** (rachat-reprise), l'Etat ayant décidé de marquer une pause dans la création de lits d'EHPAD depuis 2009.

Ce mouvement de concentration des exploitants d'EHPAD a plusieurs raisons :

- L'activité des EHPAD est par nature très capitalistique et exige des fonds propres très importants.
- L'existence et l'apparition de normes et obligations strictes constituent autant de coûts fixes que seule une taille d'entreprise suffisante permet d'amortir.
- La difficulté à obtenir des autorisations d'ouverture de nouvelles capacités, la planification se faisant de plus en plus restrictive (3 années pour développer un projet en moyenne) fait de la concentration le moyen privilégié pour mener une stratégie de croissance.
- La réduction du coût moyen issue de synergies dans les fonctions support (achats, ventes, finances, RH...) pousse également à la concentration.

Le secteur des établissements de santé va poursuivre sa mutation dans les prochaines années.

Les établissements sanitaires

Dans un environnement de réduction des dépenses publiques, la gestion de ces établissements se fait dans un cadre plus contraint, limitant les marges de manœuvre des exploitants. Ces derniers seront encore poussés aux regroupements et à la coopération afin de rationaliser l'offre de soins au niveau régional, la rendant ainsi plus accessible et permettant d'assurer un meilleur parcours de soins entre les structures d'accueil. Moteurs de cette politique en région, les ARS, créées par la loi HPST du 21 juillet 2009, seront incontournables.

Pour exemple, l'ARS de la région Centre a joué un rôle décisif dans la réorganisation en cours de l'offre de soins au sein de l'agglomération d'Orléans. Un nouvel hôpital public qui regroupera les deux établissements existants, dont le CHR ouvrira ses portes au sud en 2014, à La Source. Il agira en complémentarité avec le Pôle santé privé Oréliance actuellement en construction au nord. Avec une capacité d'accueil de 500 lits, ce dernier est le plus grand pôle santé privé du Plan Hôpital 2012.

Les EHPAD

Le secteur des EHPAD a connu depuis 2009 des réformes importantes :

- création des ARS et incitation au rapprochement entre le secteur sanitaire et le secteur médico-social par la loi HPST du 21 juillet 2009,
- évolution progressive vers un système régulé de planification et d'appels d'offres pour les créations et extensions avec les appels à projets institués par le Décret n° 2010-870 du 26 juillet 2010.

Ces tendances vont se traduire par une plus forte régulation et professionnalisation du secteur des EHPAD. Seront notamment favorisés les acteurs qui sauront adapter leur offre aux attentes des ARS, mais aussi des Conseils généraux. La procédure d''appel à projets bouleverse en effet le partage des rôles traditionnel entre les acteurs institutionnels (DG-ARS et Président du Conseil général) et les opérateurs.

Pour les grands groupes spécialisés (Orpea, DVD, Korian, Medica France...), la croissance externe constituera le principal levier de développement.

Outre une accélération du mouvement de concentration chez les opérateurs commerciaux, cette dépendance accrue du secteur des EHPAD vis-à-vis des autorités de tutelle (ARS et CG) se traduira par la création de nouveaux relais de développement :

- le rapprochement entre les activités médico-sociales et certaines activités à caractère sanitaire très liées au vieillissement, à l'image des SSR ou de la psychiatrie,
- le développement de solutions faisant le lien entre les EHPAD et les offres de maintien à domicile et/ou d'hébergement intermédiaire : logements-foyers, résidences-services séniors, services d'aide et de soins à domicile, accueil de jour...)

Egalement, les prochaines années verront des rapprochements entre le secteur public et le secteur privé. En effet, les opérateurs non lucratifs sont parmi les plus pénalisés par les exigences renforcées des tutelles (pressions financières, convergence tarifaire, mises aux normes). Ils pourraient être tentés de faire appel aux moyens du secteur privé lucratif, par exemple sous la forme de délégations de gestion ou de mutualisation de moyens.

Au nombre des futurs gagnants des prochaines années figurent les grands groupes gérant déjà plusieurs milliers de lits : ils seront les mieux structurés pour tirer parti de ce nouveau cadre d'activité et de développement. A l'inverse, les EHPAD isolés et de petites tailles, les groupes de taille moyenne et les opérateurs haut de gamme se retrouveront fragilisés à moyen terme.

Pour faire face à une concurrence accrue et à un cadre budgétaire de plus en plus contraint, les principaux exploitants de cliniques et d'EHPAD se concentrent depuis une dizaine d'années sur leur cœur de métier : l'exploitation.

Pour se concentrer, ces opérateurs ont besoin de fonds propres et de solutions innovantes. Pour cette raison, ils se déchargent de leurs murs afin de trouver les ressources pour financer la restructuration des établissements les plus anciens et leur développement par achat et reprise. Ces sale-and-lease-back ont suscité depuis 2007 l'intérêt des investisseurs en recherche d'actifs alternatifs, et ont favorisé l'émergence d'un marché de l'investissement en immobilier de santé.

***

II. L'INVESTISSEMENT EN IMMOBILIER DE SANTÉ

II.1. Un parc normé à restructurer

II.2. Externaliser ou disparaître

II.3. Un marché d'opportunités

II.1. UN PARC NORMÉ À RESTRUCTURER

DES PRODUITS SPÉCIFIQUES

Les EHPAD et les cliniques sont des établissements construits pour un usage spécifique : le soin, l'accueil et l'hébergement de publics fragilisés par l'âge, le handicap et la maladie.

Pour mener à bien ces missions, ces établissements respectent des normes qui visent à garantir la sécurité et le confort des publics accueillis, et à faciliter l'intervention des personnels. L'architecture et l'équipement des locaux sont également étudiés dans ce sens.

Ces spécificités font des EHPAD et des cliniques des produits immobiliers difficilement convertibles en cas d'arrêt de l'activité. Par exemple, une clinique de MCO avec ses blocs chirurgicaux ne pourra être convertie en un immeuble d'habitation qu'au prix d'importants et onéreux travaux. Par contre, un EHPAD, dont la mission essentielle est l'hôtellerie, sera plus facilement transformable en logements, en résidence-étudiante ou en résidence-services pour séniors. Les primes de liquidité des actifs de santé seront fonction de leur localisation et de leur convertibilité.

Les photos qui suivent illustrent les caractéristiques physiques des établissements de santé.

Agen : Clinique Esquirol Saint-Hilaire : 33.414 m² / 329 lits et places

Bloc opératoire de clinique MCO

Balnéothérapie d'une clinique SSR

Plateau technique d'une clinique SSR

Chambre de clinique

Nouvelle clinique du Parisis à Cormeilles-en-Parisis (95) : 11.000 m² / 122 lits

EHPAD *Le Montheard* au Mans

Salon d'EHPAD

Chambre d'EHPAD

LES ERP : ÉTABLISSEMENTS RECEVANT DU PUBLIC

Le terme « établissement recevant du public » (ERP) est défini à l'article R123-2 du Code de la construction et de l'habitation (CCH).

Il désigne les lieux publics ou privés qui accueillent des clients ou des utilisateurs autres que les employés.

La législation distingue 5 catégories d'ERP :

- 1ère catégorie : au-dessus de 1.500 personnes
- 2ème catégorie : de 701 à 1.500 personnes
- 3ème catégorie : de 301 à 700 personnes
- 4ème catégorie : 300 personnes et en dessous, excepté les ERP de 5ème catégorie.
- 5ème catégorie : salle de spectacles de moins de 50 personnes ou moins de 20 personnes en sous-sol. Pour toute autre activité, les structures peuvent accueillir moins de 300 personnes.

Les établissements sanitaires et les établissements médico-sociaux sont des ERP puisqu'ils accueillent et hébergent parfois des clients, des résidents, des patients ou des usagers comme on voudra les appeler. A ce titre, ils sont soumis à une législation spécifique et à des contrôles réguliers.

SÉCURITÉ INCENDIE : TYPE J ET TYPE U

Les établissements sanitaires et médico-sociaux sont, en raison de leurs activités, soumis à des réglementations très strictes en matière de sécurité incendie.

Les EHPAD relèvent, du point de vue de la sécurité incendie, du « type J ». Les établissements de soins du « type U ».

La commission incendie visite et inspecte les établissements de soins et les établissements d'hébergement des personnes âgées (EHPA) tous les 2 ou 3 ans suivant leur capacité ou catégorie, pour vérifier la conformité des locaux et des équipements au regard des règles relatives à la sécurité incendie.

La commission de sécurité incendie est composée de 5 membres :

- un représentant du Préfet,
- un sapeur-pompier,
- un représentant de la Direction départementale de l'équipement (DDE),
- un agent de police ou de gendarmerie,
- le maire ou son représentant.

Une visite type de commission de sécurité se déroule ainsi :

- vérifications administratives et techniques de divers documents (registre de sécurité, rapports de contrôle des installations techniques),
- contrôle de la réalisation des prescriptions formulées dans le procès-verbal de la visite précédente,
- visite complète de l'établissement (tous les locaux accessibles ou non au public),
- vérification du fonctionnement de certains dispositifs de sécurité incendie (alarme incendie, désenfumage, etc),
- formulation des prescriptions et de l'avis de la commission.

A la fin de la visite, un procès-verbal consignant les prescriptions et l'avis de la commission est adressé au maire, qui en transmet un exemplaire à l'exploitant afin que celui-ci se conforme aux prescriptions.

L'avis de la commission peut être favorable ou défavorable à l'ouverture ou à la poursuite de l'activité de l'établissement. Selon le contenu de l'avis de la commission, le maire peut mettre en demeure l'exploitant de faire des travaux de mise aux normes, voire prendre un arrêté de fermeture de l'établissement, selon la gravité des non-conformités et la nature de l'ERP, les locaux à sommeil étant plus exposés.

Dans la mesure du possible, pour toute expertise de ces établissements, il convient de vérifier le contenu du rapport de la dernière commission de sécurité incendie. Un établissement qui est en voie de fermeture administrative ou qui doit réaliser de nombreux travaux de mise en conformité aura évidemment une valeur moindre qu'un établissement qui présente un avis favorable et sans réserve.

Sanitaire

Les normes et recommandations pour la conception d'établissements sanitaires sont nombreuses et complexes. Elles relèvent pour certaines du CCH. Certains bâtiments sanitaires sont équipés de matériel qui nécessite l'aménagement des locaux spécifiques : blocs opératoires, scanners…

L'ensemble de ces textes est rassemblé régulièrement par le Ministère dans le *Guide d'accès à la réglementation et aux recommandations relatives à la construction et au fonctionnement technique des établissements de santé*[10].

Médico-social

La conception des établissements sociaux et médico-sociaux est régie pour partie par le CCH et par l'arrêté du 13 août 2004 modifiant l'arrêté du 26 avril 1999 fixant le contenu du cahier des charges de la convention pluriannuelle prévu à l'article 5-1 de la loi n° 75-535 du 30 juin 1975 relative aux institutions sociales et médico-sociales.

Quelques exemples :

- La norme minimale d'une chambre d'EHPAD est fixée à 16 m² pour les réhabilitations et 18 m² pour le neuf, salle d'eau comprise.
- La conception de l'espace privatif doit s'apparenter à celle d'un logement afin de conforter l'identité et la sociabilité du résident.
- L'espace privatif comprendra toujours un cabinet de toilette intégré (douche, lavabo, sanitaires) et pourra être doté d'une kitchenette.

[10] . *Guide d'accès à la réglementation et aux recommandations relatives à la construction et au fonctionnement technique des établissements de santé*, 2009, Direction de l'Hospitalisation et de l'Organisation des Soins (DHOS).

LÉGIONELLOSE

L'état des personnes accueillies dans les EHPAD et les cliniques les rend fragiles et sensibles aux risques infectieux, en particulier à la légionellose.

L'arrêté du 1er février 2010 précise les modalités de surveillances des installations collectives d'eau chaude sanitaire. Les mesures de contrôle sont réalisées par des laboratoires agréés. La surveillance des installations et les travaux d'amélioration réguliers sont indispensables à la maîtrise des risques infectieux.

PIÈCES RAFRAICHIES

Certains épisodes climatiques extrêmes peuvent aggraver l'état de santé de patients et résidents déjà affaiblis par l'âge ou la maladie.

Après la canicule de 2003, le décret n° 2005-1135 du 7 septembre 2005 a obligé les gestionnaires à réaliser des pièces climatisées ou rafraîchies dans l'ensemble des EHPAD.

GROUPES ÉLECTROGÈNES

Les récentes tempêtes et les coupures de courant qu'elles ont provoquées ont rappelé que l'énergie électrique était une ressource cruciale pour maintenir la sécurité et le confort des résidents et patients, *a fortiori* en hiver.

Les décrets du 12 septembre 2007 et du 26 mai 2009 imposent aux établissements de santé de prendre les mesures pour garantir la sécurité des conditions d'exploitation en cas de défaillance des réseaux de distribution d'énergie électrique.

RT 2012

En France, la Réglementation Thermique Grenelle Environnement 2012 (RT 2012) a pour objectif de limiter les consommations énergétiques des bâtiments neufs, qu'ils soient pour de l'habitation ou pour tout autre usage (tertiaire, logistique…).

L'objectif et le cadre de cette réglementation thermique sont définis par la loi n° 2009-967 du 3 août 2009 de programmation relative à la mise en œuvre du Grenelle de l'environnement (loi « Grenelle I »). Cette loi a été complétée par la loi n° 2010-788 du 12 juillet 2010 portant engagement national pour l'environnement (loi « Grenelle II »).

La RT 2012 limite la consommation d'énergie primaire moyenne (avant transformation et transport) des constructions neuves à 50 kWh/m²/an. Les bâtiments qui respectent ce seuil sont labellisés « BBC » (bâtiments basse consommation).

Cette norme s'impose dans le neuf tertiaire depuis le 27 octobre 2011, et s'imposera pour toute autre construction neuve à partir du 1er janvier 2013, sauf exceptions.

Le passage de la RT 2005 à la RT 2012 aurait généré une augmentation des coûts de construction de l'ordre de 5 à 15 %.

HQE

La « Haute Qualité Environnementale » (HQE) intègre la notion de développement durable dans le bâti (conception, construction, fonctionnement et déconstruction). C'est une démarche qualitative récente qui s'est développée dans les années 2000 entre divers acteurs du bâtiment, de l'environnement et des maîtres d'ouvrages.

La HQE n'est pas un label mais une démarche globale volontaire qui fait appel à une approche multicritères. Il ne s'agit pas d'une obligation légale, comme l'est la RT 2012.

Les 14 cibles de la charte :

- cibles d'écoconstruction (1 à 3) : relation harmonieuse des bâtiments avec leur environnement immédiat, choix intégré des procédés et produits de construction, chantier à faibles nuisances.

- cibles d'éco-gestion (4 à 7) gestion de l'énergie, gestion de l'eau, gestion des déchets d'activités, entretien et maintenance,
- cibles de confort (8 à 11) : confort hygrothermique, confort acoustique, confort visuel, confort olfactif,
- cibles de santé (12 à 14) : conditions sanitaires, qualité de l'air, qualité de l'eau.

Pour respecter la « Démarche HQE », le bâtiment doit atteindre au minimum :

- 7 cibles au niveau de base,
- 4 cibles au niveau performant,
- 3 cibles au niveau très performant.

De plus en plus de financeurs publics, comme la Région Ile-de-France, imposent aux opérateurs médico-sociaux, en échange de subventions d'investissement, un cahier des charges environnemental strict qui va au-delà des obligations légales. Ces obligations sont réunies dans *le Guide des aides à l'investissement dans le champ médico-social en Ile-de-France*. Elles visent à se rapprocher du label HQE et imposent par exemple aux maîtres d'ouvrage un assistant à maîtrise d'ouvrage (AMO) HQE.

Les exploitants d'établissements de santé commencent à s'engager volontairement dans des démarches de performance énergétique et de développement durable, en espérant intéresser davantage les investisseurs et se démarquer de la concurrence.

A titre d'illustration : **communiqué de presse de 2010 du groupe Orpéa**

« *ORPEA a ouvert un EHPAD qui respecte le référentiel Haute Qualité Environnementale.*

Le Groupe ORPEA a engagé depuis de nombreuses années une démarche d'amélioration continue de la qualité et de la sécurité de la prise en charge des résidents et patients.

Parallèlement, en sa qualité de maître d'ouvrage de ses établissements, ORPEA a également souhaité développer un processus qualité de ses constructions.

A ce titre, ORPEA prend en compte dans ses nouveaux projets de construction la maîtrise des énergies renouvelables et les critères de la démarche HQE afin de limiter les impacts de ses constructions sur l'environnement extérieur, tout en assurant des conditions de vie saines et

confortables à l'intérieur de l'établissement. Pour ce faire, la maîtrise d'ouvrage d'ORPEA a étudié les 14 cibles de la démarche HQE, a défini un niveau de prise en compte pour chacune, puis les a transcrites en actions à décliner sur chaque nouveau chantier. (…)

ORPEA est très attentif à la qualité sanitaire des espaces, de l'air et de l'eau car le groupe accueille dans ses établissements des personnes déjà fragilisées. Les normes en vigueur sont bien évidemment strictement respectées. »

Source : www.capgeris.com *: article du 1er juillet 2010*

LA NORME D'ACCESSIBILITÉ « PMR 2015 »

Afin que toute personne à mobilité réduite puisse accéder aux lieux publics et y évoluer sans difficulté notoire, des règles d'accessibilité des locaux aux personnes handicapées[11] issues de la loi n° 2005-102 du 11 février 2005 et du décret 2006-555 du 17 mai 2006 s'imposent aux établissements recevant du public (ERP) :

- lors de leur construction,
- lors de leur création par changement de destination,
- lors de travaux.

[11] - Loi n° 2005-102 du 11 février 2005 pour l'égalité des droits et des chances, la participation et la citoyenneté des personnes handicapées.

- Décret n° 2006-555 du 17 mai 2006 relatif à l'accessibilité des établissements recevant du public, des installations ouvertes au public et des bâtiments d'habitation et modifiant le code de la construction et de l'habitation.

L'arrêté du 1er août 2006 détaille les exigences d'accessibilité applicables :

- aux cheminements extérieurs,
- au stationnement automobile,
- à l'accès à l'ERP,
- à l'accueil,
- aux circulations intérieures horizontales et verticales (escaliers et ascenseurs),
- aux portes, portiques et sas,
- aux équipements, mobiliers et dispositifs de commande,
- aux sanitaires,
- à l'éclairage.

Le décret 2006-555 a fixé au **1er janvier 2015** l'application de ces obligations pour les établissements recevant du public et pour les installations ouvertes au public existant.

Ces travaux sont à la charge du propriétaire ou du locataire selon le bail. Ils ne sont pas financés par les pouvoirs publics, sauf parfois par la Caisse nationale de solidarité pour l'autonomie (CNSA) pour des EHPAD non commerciaux. Il appartient donc à la très grande majorité des propriétaires ou exploitants de rendre leurs établissements accessibles au public, à leurs frais, avant le 1er janvier 2015.

Le non-respect au 1er janvier 2015 de la réglementation de l'aménagement des locaux pour l'accès aux personnes présentant un handicap prévoit :

- la fermeture de la structure qui ne respecte pas les délais de la mise en conformité,
- le remboursement complet des subventions publiques,
- une amende de 45 k€ pour les entrepreneurs, les architectes ou toute personne ayant la responsabilité des locaux.
- L'interdiction d'exercer peut être envisagée.
- La récidive est sanctionnée de 6 mois d'emprisonnement et de 75 k€ d'amende.

Cette échéance de 2015 peut peser lourd dans la provision des CAPEX à 2 ou 3 ans. Dans le cadre d'un groupe de travail national, la Caisse des Dépôts a estimé à 650.000 le nombre de places d'EHPAD à rénover pour se conformer à la norme d'accessibilité « PMR 2015 », soit 10.000 établissements environ et 7,5 Md€ au total.

Outre la norme d'accessibilité, les EHPAD et les cliniques ne présentent pas tous la même qualité de confort, selon leur ancienneté, leur statut et la politique d'entretien menée par le propriétaire ou l'exploitant. L'état physique de l'immeuble expertisé sera pris en compte lors de sa valorisation.

Les clichés qui suivent illustrent les écarts qu'on peut constater entre établissements.

Avant

Après

Avant

Après

Avant

Après

Avant

Après

Avant

Après

Estimation des investissements nécessaires

Majoritairement, les cliniques privées se sont mises aux normes dans les années 1990-2000, en recourant à l'externalisation des murs ou aux regroupements pour financer les travaux.

Pour les EHPAD, les rapports nationaux convergent sur le fait que près d'un tiers de ces équipements est aujourd'hui inadapté car vétuste :

« *Si l'on fait le cumul des chambres simples inférieures à 16 m², des chambres doubles inférieures à 20 m² et des chambres triples, soit trois configurations que certains estiment aujourd'hui totalement inadaptées à l'hébergement des personnes âgées, on parvient à un total de* ***37%*** *des chambres existantes* »[12].

La Caisse nationale de solidarité pour l'autonomie (CNSA) constate dans un rapport de 2011 :

- 116.900 places d'EHPAD à rénover,
- soit 17% du secteur au niveau national,
- soit 11,7 Md€ de besoin en investissement (100 k€/place)[13].

Dans le même document, la CNSA constate qu'entre 2006 et 2009, le coût des opérations a été multiplié par 3,5 : 4 en restructuration et 2 en construction.

Ce constat est corroboré par une étude de 2005 de la DREES[14], selon laquelle :

- 18 % des résidents ne bénéficient pas d'une chambre individuelle,
- 30 % des chambres sont des chambres individuelles dont la superficie est inférieure ou égale à 16 m²,
- 48 % des chambres ne sont pas équipées d'une douche,
- 17 % des ascenseurs ne sont pas accessibles aux personnes en fauteuil roulant.

---

[12] Le BOULER S. (sous la conduite de), *Prospective des besoins d'hébergement en établissement pour les personnes âgées dépendantes. Premier volet : détermination du nombre de places en 2010, 2015 et 2025*, Commissariat Général du Plan, juillet 2005.

[13] *L'investissement dans les établissements médico-sociaux - L'apport des plans d'aide CNSA - Bilan 2006-2010* - Décembre 2011, CNSA, Rapport.

[14] DREES, *Les établissements d'hébergement pour personnes âgées en 2003 : locaux et équipements*, Études et résultats N° 380, mars 2005.

PRIX DE REVIENT DE CONSTRUCTION

Selon le Crédit foncier (mention dans le rapport Rosso-Debord[15]), « *le coût d'investissement moyen dans les structures d'accueil de personnes âgées a progressé de 76 k€ à 110 k€/lit de 2003 à 2009, cette hausse pouvant s'expliquer par :*

- *l'importance de la pression foncière,*
- *par la hausse des coûts de construction,*
- *par les exigences de la puissance publique en matière de normes ».*

Le Centre d'analyse stratégique (CAS) avançait en 2006, quant à lui, une fourchette allant de 85 k€ à 100 k€/lit[16]. Ces chiffres sont de 78,5 k€ en 2007 et de 94,9 k€ en 2009. Pour 2012, nous retiendrons la somme de **100 k€** comme « coût standard » pour la construction d'un lit d'EHPAD, toutes dépenses confondues.

Pour les cliniques, nous pensons devoir ajouter à ce coût standard 20 à 25 % au titre principalement des équipements techniques.

Depuis une dizaine d'années, presque tous les établissements de santé ont dû faire d'importants travaux pour se moderniser ou se mettre en conformité. Certains exploitants, en particulier ceux du secteur privé lucratif, ont eu recours à l'externalisation de leurs murs pour financer ces travaux et se concentrer sur l'exploitation, dans un marché de plus en plus concurrentiel.

***

[15] ROSSO-DEBORD V., *Rapport d'information déposé par la commission des affaires sociales en conclusion des travaux de la mission sur la prise en charge des personnes âgées dépendantes*, Assemblée Nationale, juin 2010, n° 2647.

[16] Centre d'analyse stratégique, *Personnes âgées dépendantes : bâtir le scénario du libre choix - Second rapport de la mission «Prospective des équipements et services pour les personnes âgées dépendantes »*, La Documentation Française, juin 2006.

II.2. EXTERNALISER OU DISPARAÎTRE

L'EXTERNALISATION DES MURS LUCRATIFS: UN PHÉNOMÈNE RÉCENT ET CROISSANT

Dans un contexte de besoins croissants de travaux de restructuration, de mise en conformité et de regroupements, les politiques immobilières des exploitants commerciaux d'établissements de santé s'orientent depuis les années 2000 vers l'externalisation de leur patrimoine immobilier.

La vente des murs a permis à ces opérateurs commerciaux de consacrer leur capacité d'endettement à l'acquisition de nouveaux établissements, et de construire ou de remettre à niveau les établissements en fonctionnement.

Ces opérations sont généralement construites sur la base d'un bail ferme triple net de 12 ans qui permet à l'exploitant devenu locataire de procéder aux travaux de remise à niveau nécessaires.

Les faits marquants de ce phénomène *(chiffres entre parenthèses : taux de rendement initial, en équivalent triple net)*

2004

- La première externalisation significative est opérée par le Groupe Korian au profit de la **Foncière des Murs**, filiale de Foncière des Régions : 22 EHPAD pour 88 M€. (8,71 %)

2005-2006

- Le secteur de l'hospitalisation privée assiste au rachat d'une centaine de cliniques, notamment de la part de fonds d'investissement anglo-saxon, **Blackstone,** par l'intermédiaire de **Vitalia**, sa filiale dédiée qui a acheté en 18 mois 46 cliniques.
- La **Société de la Tour Eiffel** acquiert 5 cliniques louées à Médica France pour 34 M€ auprès de Ruby Participation SAS. (7 M€)
- **Apax Partners** investit dans Capio, à la tête d'une centaine d'hôpitaux privés en Europe.
- Korian cède à la **Foncière des Murs** 30 EHPAD pour 158 M€. (7,77%)
- Sovafim cède à **Foncières des Murs** une clinique psychiatrique pour 7 M€.
- La foncière cotée **Gecina** crée la toute première foncière dédiée à la santé (sanitaire et médico-social) : **Gecimed**. La même année, Gecimed se porte acquéreur de 28 cliniques de Générale de Santé, pour 536 M€. (6,04%)

2007

- **Gecimed** acquiert 3 EHPAD et 1 RPA à Médica France pour 26 M€.
- **Foncières des Murs** signe 4 cliniques exploitées par Générale de Santé pour 53 M€.
- Le Groupe Harpin cède à **Icade Santé** 3 cliniques pour 75 M€ (7,50%).
- **Gecimed** acquiert une clinique MCO à Médi Partenaires pour 13 M€.

2008

- Medimur, foncière spécialisée dans l'immobilier médical, à la tête de 32 actifs, gérés par Korian et Mediter, est rachetée par la foncière cotée belge **Cofinimmo** pour 229 M€ (6,25%)
- **Gecimed** (MO et investisseur) livre à Médica France un EHPAD de 116 lits.
- **Cofinimmo** rachète à Korian les murs de 19 établissements pour 144 M€ (6,3%).
- **Icade** acquiert 4 établissements de santé du Groupe 3H pour 76 M€ (7,4%).
- **Icade** acquiert 4 cliniques MCO auprès de Générale de Santé pour 202 M€ (6,79%).

2009

- Weinberg Capital Partners crée un OPCI dédié à la santé : Capital Pierre.
- La société de gestion **Arcole AM** obtient un agrément pour un fonds à effet de levier qui répondra au besoin de financement de promoteurs/exploitants qui projettent de construire des cliniques et qui n'ont pas les liquidités nécessaires.
- Le groupe Domus Vi, qui a fusionné fin 2009 avec le Groupe GDP Vendôme, se sépare de ses murs en créant des **foncières ad hoc**.
- **Foncières des Murs** vends 4 EHPAD exploités par Korian à FSR pour 38 M€ (6,90%).
- **Weinberg Capital Partners** finalise l'acquisition de 2 cliniques pour le compte de son **OPCI Capital Pierre Santé Retraite** (> 8%).
- **Gecimed** (MO et investisseur) livre à Générale de Santé une clinique de 85 M €.
- **Icade** achète à Générale de Santé 3 cliniques pour 44 M€ (5,88%).

2010

- **Gecimed** (MO et investisseur) livre à Générale de Santé une clinique de 25 M€.
- Depuis 2010, des groupes comme Le Noble Age ou GDP Vendôme vendent des parts des murs de leurs EHPAD à des personnes physiques via le statut **LMNP** (**location meublée non professionnelle**).

- **LB-P Asset Management** lance l'**OPCI « Génération solidaire »**, un véhicule RFA (à règles de fonctionnement allégées) qui sera investi dans les murs d'EHPAD et de SSR.

2011

- **Vendôme Capital Partners** créé un OPCI RFA dédié à la santé.
- **Viveris Reim** se dit prêt à lancer en 2012 un fonds positionné sur les résidences-séniors ou de santé.
- **Cofinimmo** acquiert 6 établissements de santé loués à Médica France pour 44,5 M€ (6,51%).
- **Icade Santé** met la main sur 11 cliniques de Médi-Partenaires, pour 233 M€ (6,90%).
- **Gecimed** acquiert auprès de Foncière Sagesse Retraite (FSR) 30 EHPAD exploités par le Groupe DVD (26) et par Korian (4) pour 230 M€ (6,36%).

2012

- La société de gestion A Plus Finance compte lancer dans les prochaines semaines un OPCI dédié aux résidences-services non médicalisées : « **A Plus Génération** ».
- **Primonial Reim** lance la première SCPI dédiée à la démographie en France. Cette SCPI investira sur des actifs immobiliers dont le sous-jacent sera lié à la santé et à l'éducation. Il s'agira d'une SCPI de rendement, avec un objectif de 5 à 5,3%.
- **Gecina** signe l'acquisition de 6 EHPAD exploités par Médica France, pour 70,5 M€. (6,20%) Ces actifs étaient détenus par Mapi Invest (fonds WP Carey et CPA 15).
- **BNP Paribas Reim**, via son fonds Health Property Fund 1, signe l'acquisition de 9 EHPAD de la Foncière des Murs, pour 67,8 M€.
- **Cofinimmo** et Orpéa acquièrent les murs d'un EHPAD situé à Paris 19ème pour 20,9 M€ (5,90%).
- La Société de la Tour Eiffel vend les murs de 3 cliniques pour 40 M€ à **BNP Paribas Reim** (Health Property Fund 1).
- **Crédit Agricole**, **BNP Paribas Cardif** et un 3ème investisseur entrent au capital d'**Icade Santé**, à hauteur de 31%, lors d'une augmentation de 250 M€.
- **05.09.2012** : Korian annonce avoir signé un partenariat avec **Viveris Reim** portant sur la cession ferme de 117 M€ d'immobilier sur 2012 et 2013. Un engagement auquel s'ajoutent 22 M€ de cessions en cours sur des ventes à l'unité ou en LMNP et 18 M€ d'accord avec des bailleurs pour le financement d'extensions.

Depuis moins d'une dizaine d'années, ce sont surtout les opérateurs commerciaux qui ont imaginé des politiques immobilières innovantes pour trouver les ressources nécessaires à leur développement et à l'amélioration de leurs prestations.

LE PRIVÉ NON-LUCRATIF ET LE PUBLIC SONT ÉGALEMENT PRÊTS À EXTERNALISER.

Le secteur privé non lucratif (PNL)

Pour des raisons similaires à celles de leurs homologues lucratifs, les exploitants privés non lucratifs se sont également mis à externaliser leurs murs, pour se recentrer sur leurs activités.

Depuis 5 à 6 ans, ils multiplient à leur tour les opérations d'externalisations immobilières parce qu'ils ont besoin de conserver leur capacité d'endettement pour financer leur développement, en créant de nouvelles capacités d'accueil et de soins.

De grands acteurs du secteur comme la Fondation des Caisses d'Epargne pour la Solidarité (FCES), l'Association des Paralysés de France (APF) ou la Croix-Rouge Française font le choix de concentrer leurs moyens humains et financiers sur leur cœur d'activité, qui est d'exploiter leurs établissements au profit des personnes qu'ils accueillent. Dans la presse spécialisée, Jean-François Mattéi, Président de la Croix Rouge Française, annonçait, début septembre 2012, étudier le projet d'externaliser la totalité du patrimoine de l'association.

On constate également depuis une dizaine d'années une tendance lourde au regroupement des structures. Le Ministère des Affaires sociales et de la Santé programme depuis plusieurs années le passage de 30.000 exploitants à 3.000 voire 5.000. Ces regroupements forcés génèreront des opérations immobilières de relocalisation-regroupement.

D'après la Caisse nationale de solidarité pour l'autonomie (CNSA), dans un dossier technique de 2011, les gestionnaires médico-sociaux sont, dans leur grande majorité, propriétaires des murs de leur établissement. En 2009, sur le champ des personnes âgées, seulement 18,5 % des gestionnaires n'étaient pas propriétaires de leur structure. Il s'agit de gestionnaires du secteur privé non lucratif (81 %) et d'établissements publics rattachés à une collectivité locale (21 %).

Les propriétaires des murs du PNL sont pour la plupart des bailleurs sociaux tels les offices publics de l'habitat (OPH).

En cédant les murs, ces opérateurs trouvent une partie des fonds nécessaires à leur développement. La valorisation foncière retirée de ces cessions leur permet de réaliser des projets davantage en phase avec les nouveaux besoins, c'est-à-dire de regrouper et reconstruire d'anciens établissements, trop petits et mal localisés.

L'externalisation au secours du public

Au sortir d'une période intense de reconstruction d'établissements publics, illustrée notamment par des plans nationaux tels « Hôpital 2007 », les établissements de santé et médico-sociaux publics doivent innover dans leur politique immobilière dans une période financièrement moins propice. L'endettement des établissements publics a en effet presque triplé en 10 ans.

D'après l'ANAP (Agence Nationale d'Appui à la Performance), les hôpitaux publics doivent maintenant passer d'une démarche de réalisation d'investissements à celle de gestion d'actifs immobiliers.

Concernant le patrimoine immobilier des hôpitaux publics, c'est l'ANAP qui s'occupe de sa « décroissance » immobilière depuis 2012. La contrainte est particulièrement incitative dans la mesure où le bâti hospitalier coûte très cher à la Sécurité sociale (jusqu'à 1 k€/m²). Dans ces conditions, il est vital d'accélérer la concentration d'un patrimoine représentant 60 millions de m² valorisés à près de 36 Md€. Une contraction de 10% seulement pourrait permettre de dégager près de 3,6 Md€ de ressources exceptionnelles. Or, une telle hypothèse est crédible si l'on considère l'état actuel d'éparpillement des 965 établissements hospitaliers publics ainsi que les parts de leur patrimoine non hospitalier. Une rationalisation plus poussée du patrimoine immobilier des hôpitaux publics devrait cependant permettre de dégager des produits de cession de l'ordre de 1 à 2 Md€ environ sur les 3,6 Md€ théoriques escomptés, car ce patrimoine est pour partie gagé.

Illustration du recours à l'externalisation dans le public à Marseille

Selon un article paru dans *Le Monde*, daté du jeudi 6 septembre 2012, l'Assistance publique-Hôpitaux de Marseille (AP-HM) « *vend pour environ 10 M€ de biens (logements, forêts, terrains, etc.) par an depuis 2008. L'AP-HM, qui gère un patrimoine de 115 M€, utilisera en 2012 10% de ces gains pour construire un bâtiment de 52.000 m² sur le site de l'hôpital de la Timone à Marseille*. »

L'article révèle également que les recettes immobilières ont « *en partie permis de diviser le déficit du groupe hospitalier par quatre de 2008 à 2011*. »

AU ROYAUME-UNI, UNE EXTERNALISATION DES MURS DE SANTÉ QUI TOURNE MAL

Si ces dernières années, en France, les externalisations de murs de santé se sont correctement opérées du point de vue des résidents, il en a été parfois différemment ailleurs.

Au Royaume-Uni, Southern Cross, le plus gros opérateur privé de maisons de retraite, en état de quasi-faillite, annonçait, mi-juillet 2011, la fermeture progressive du groupe et le transfert vers d'autres structures des 750 établissements sous son contrôle. Dans le même communiqué, le groupe annonçait la suspension immédiate de sa cotation à la Bourse de Londres.

Le groupe avait financé sa rapide expansion au début des années 2000 en vendant ses locaux afin de générer des fonds, mais s'est ainsi placé à la merci de ses propriétaires. Avec la crise économique, il s'est retrouvé incapable de faire face à des loyers en hausse continue tandis que ses revenus baissaient du fait de la dégradation des taux d'occupation et de la stagnation des dotations par les pouvoirs publics.

Environ un tiers des propriétaires des murs de Southern Cross sont des opérateurs concurrents de maisons de retraite et ont repris les activités de ces établissements.

Southern Cross avait provoqué une onde de choc nationale en annonçant fin mai qu'il se trouvait dans un état financier critique et suspendait une partie du paiement de ses loyers.

Les difficultés de Southern Cross ont relancé au Royaume-Uni le débat sur les conséquences du désengagement, depuis 20 ans, de l'Etat britannique de secteurs-clés liés à la santé.

***

II.3. UN MARCHÉ D'OPPORTUNITÉ

DES INVESTISSEURS EN DEMANDE CROISSANTE

Depuis 2005-2006, les investisseurs professionnels s'intéressent de manière croissante à l'immobilier de santé.

Cet engouement pour les établissements de santé se porte notamment sur trois niveaux :

- un taux de rendement efficace et confortable,
- un délai de bail profitable,
- l'absence de cycles économiques.

En ce qui concerne le taux de rendement, il est particulièrement avantageux dans le cas des immobiliers de santé. La foncière Gecimed, profite désormais d'un taux positif d'environ 6,2 %. Quant à la foncière Icade Santé, elle affiche annuellement une productivité de 6,7 %.

Au sujet des baux, le contrat d'une part est habituellement efficient sur le long terme. D'autre part, le bail est signé avec des professionnels du milieu, efficaces et rodés, parfois avec des garanties « groupe ». Les 6 EHPAD achetés par Gecimed en 2012 ont, par exemple, pour locataire Médica France pour un bail de 9,5 ans.

Dans le contexte actuel du marché immobilier où il est désormais impératif de trouver des relais de croissance pour maintenir la tête hors de l'eau, le créneau de l'immobilier de santé offre un moyen rassurant, garantissant une stabilité et une rentabilité bénéfique. À la différence de l'immobilier d'entreprise comme la location de bureau ou de point de vente, un investissement en immobilier de santé présente un aspect non cyclique.

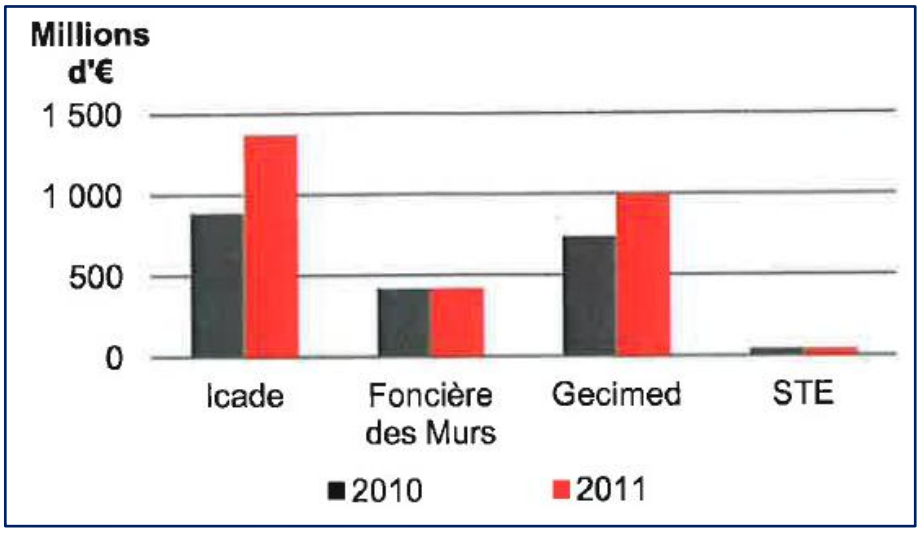
En France, le marché de l'investissement est dominé par 4 grands investisseurs : Icade Santé, Gecimed, Foncière des Murs et Cofinimmo.

Début 2011, ces 4 investisseurs ont en propriété 176 établissements français, pour 2,125 Md€ hors droits de patrimoine.

- **Icade Santé** détient début 2012 un portefeuille de 44 établissements, soit près de 8.000 lits, pour une valeur de 1,375 Md€ hors droits. Le rendement net du portefeuille ressortait au 30 juin 2012 à 6,7%.

- **Gecimed** affichait début 2012 un patrimoine de plus d'1 Md€, composé de 75 établissements, totalisant 8.400 lits.
- **Foncière des Murs** possédait fin 2011, avant la cession de 9 EHPAD à BNP Paribas Reim, un patrimoine de 2,9 Md€ dans les secteurs de l'hôtellerie, de la santé et des commerces. La part de l'immobilier de santé est de 480 M€ environ.
- **Cofinimmo** détenait début 2012 un portefeuille de plus de 3,19 Md€, dont 42 M€ en établissements de santé français. Avec 61 maisons de repos en Belgique et 57 actifs santé en France, Cofinimmo se place au premier rang des investisseurs immobiliers actifs dans la santé en Europe avec un patrimoine santé de plus de 950 M€. En France, son patrimoine est donné principalement en location, à trois exploitants, Korian, Orpéa et Médica. Elle est cotée sur Euronext Brussels (BEL20) et bénéficie du statut fiscal français SIIC.

Valeur de patrimoine en immobilier de santé des 4 principales foncières françaises



Source : Rapports annuels des foncières

Les autres investisseurs des actifs de santé commerciaux sont :

- d'autres foncières cotées et des fonds d'investissement,
- des investisseurs particuliers (LMNP : Scellier Bouvard pour les EHPAD),
- des crédits-bailleurs,
- des exploitants-propriétaires.

Depuis quelques années, on voit émerger un nouveau type d'investisseur, préoccupé par l'intérêt général. Même s'ils n'y sont pas tous tenus, ces investisseurs pourront également participer au développement des besoins en évaluation immobilière, au titre de l'aide au conseil dans le cadre de dues diligence d'acquisition par exemple.

→ **Les bailleurs sociaux**

Les murs des établissements médico-sociaux des exploitants privés non lucratifs sont majoritairement portés par des bailleurs sociaux.

En fin de bail, les exploitants-locataires, associations, fondations ou mutualités, ont la possibilité de racheter les murs loués à un prix inférieur à la valeur de marché.

Le bailleur social acceptera de céder ce patrimoine en deçà des conditions de marché, parce qu'il aura appelé pendant la durée du bail des provisions pour gros entretien (PGE) rarement mobilisées dans leur totalité. Egalement, les entreprises sociales de l'habitat (ESH), ex-organismes HLM, sont statutairement limitées dans la distribution de leurs résultats aux actionnaires et empêchées de céder les immeubles à d'autres preneurs que leurs homologues ou leurs locataires.

L'exploitant-locataire qui a racheté les murs autrefois loués à un bailleur social pourra, dans un second temps, les externaliser en les cédant, cette fois à leur véritable valeur de marché, à une foncière d'intérêt général, à une SCI ou à une SAS dans laquelle l'exploitant aura d'ailleurs parfois pris des parts. La plus-value dégagée par l'opération permettra de financer le développement de l'association.

La cession des murs à une foncière d'intérêt général ou à une SCI ou à une SAS pourrait nécessiter le recours à l'expertise immobilière pour définir la valeur de cession.

→ **Axentia et Sofari, des entreprises sociales de l'habitat (ESH) dédiées à la santé**

Axentia est une filiale des Caisses d'Epargne. Elle s'est vu confier en 2005, la reprise du patrimoine immobilier de la Fondation des Caisses d'Epargne pour la Solidarité, portant sur 15 établissements. Après cette première série d'acquisitions, et dans le cadre de ce partenariat, Axentia a construit de nouvelles opérations.

A fin 2011, Axentia était propriétaire de 34 établissements, totalisant 2.372 lits, ce qui la place au 1er rang des ESH spécialisées sur ce secteur.

Aujourd'hui, Axentia accompagne les principaux acteurs du secteur non lucratif (associations, fondations et établissements publics) dans la construction, le financement et le portage de leurs établissements, sous les formes les plus diverses :

- rachat de patrimoine
- extension et restructuration en milieu occupé
- construction ou réhabilitation lourde.

Aux côtés d'Axentia, et au sein d'un GIE, **Sofari**, développe **dans le domaine sanitaire** les mêmes compétences qu'Axentia **dans le médico-social**.

→ **La Caisse des Dépôts**

Eté 2011, la Caisse des Dépôts officialisait la création de **CDC Générations**, une foncière destinée à porter les investissements en fonds propres dans les murs d'EHPAD.

Cette structure d'investissement dédiée, dont le capital est apporté par la seule Caisse des Dépôts, a déjà regroupé la dizaine de participations détenues antérieurement en direct par l'Etablissement public dans les EHPAD, ce qui représente en 2012 650 lits et places d'hébergement. Cette foncière porte toutes les nouvelles acquisitions du Groupe Caisse des Dépôts.

Critères d'investissement :

- L'Etablissement public investit dans une optique de long terme, en minoritaire (35 % à 40 %) avec un effet de levier attendu compris entre 6 et 10.
- Les établissements doivent être destinés à des résidents de classe moyenne ou modeste et donc proposer des tarifs d'hébergement de l'ordre de 75 € en régions et de 90 € en Ile-de-France.
- Les établissements doivent être implantés en centre-ville et être ouverts sur l'extérieur, pour permettre le maintien du lien social.
- Les établissements doivent satisfaire aux meilleurs standards du développement durable (performance énergétique, qualité de l'air, des matériaux, de l'acoustique…).

Critère économiques :

- Les baux sont triples nets, pour une durée comprise entre 9 et 12 ans.
- Le loyer doit être inférieur ou égal à 25 % du chiffre d'affaires hébergement.
- La rentabilité locative attendue est de l'ordre de 6,5 %.

Ambitions :

- Devenir la plus importante foncière en maisons de retraite d'ici 2025, dixit Augustin de Romanet, Directeur général, dans une interview accordée à BFM le 02.09.2010.
- Viser 10 % du marché cible.
- 8.500 places dès 2015, soit 20 projets par an en moyenne.

→ **Viveris Reim**

Viveris REIM est une société de gestion de portefeuilles en immobilier créée pour répondre aux attentes des institutionnels à la recherche d'une gestion innovante.

A l'issue d'un appel d'offres organisé par la Direction des retraites et de la solidarité de la Caisse des Dépôts, Viveris REIM a été sélectionnée pour la mise en place et la gestion d'un OPCI dédié pour le compte de l'IRCANTEC (Institution de retraite complémentaire des agents non titulaires de l'Etat et des collectivités publiques). Cet OPCI a pris la forme d'une Société à Prépondérance Immobilière à Capital Variable à Règles de Fonctionnement Allégées Sans Effet de Levier (SPPICAV RFA SEL) dont l'encours cible devrait atteindre 300 M€.

La stratégie immobilière prévoit une diversification des actifs répondant à **la politique d'engagement socialement responsable de l'IRCANTEC**.

Depuis sa création, Viveris Reim a officialisé son souhait d'investir dans les murs d'établissements médico-sociaux et sanitaires gérés prioritairement par des exploitants non lucratifs.

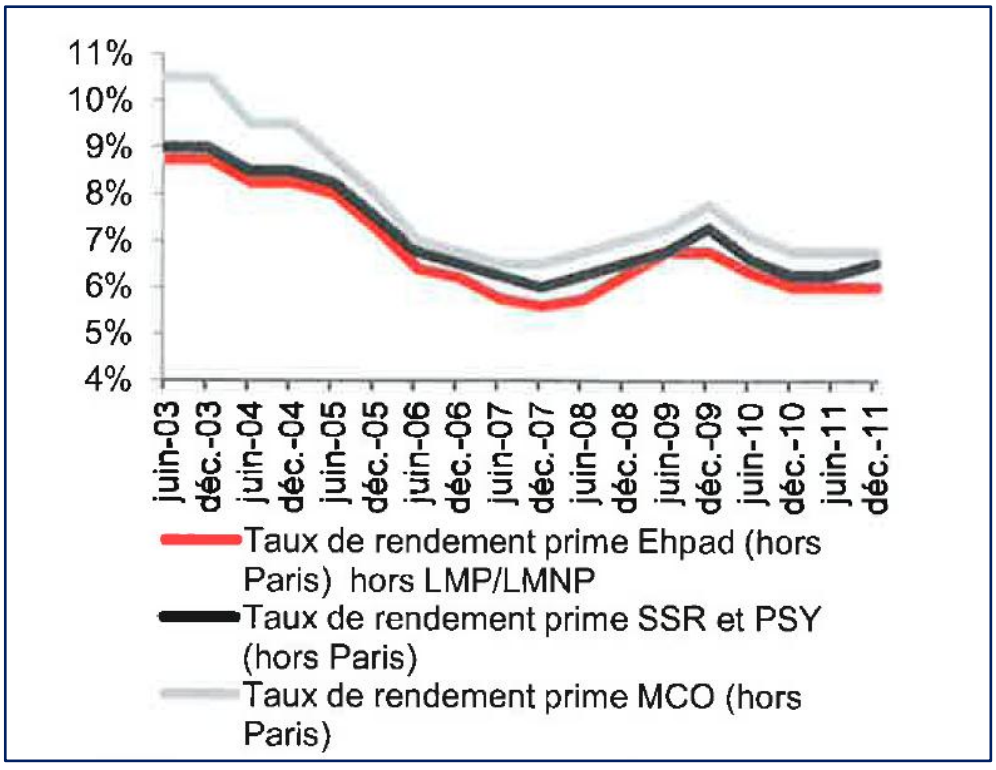
DES TAUX DE RENDEMENT QUI SE CONTRACTENT ET DES VOLUMES CROISSANTS

Le marché de l'immobilier de la santé est considéré comme « mature » depuis fin 2006. Depuis cette époque, les taux de rendement à l'acquisition sont très stables, comparativement à d'autres classes d'actifs.

La contrepartie inévitable de l'engouement des investisseurs, c'est la contraction des taux de rendement observés sur ces actifs de qualité qui génèrent des flux sécurisés sur des durées relativement longues. L'implication de plus en plus forte des investisseurs institutionnels a fait augmenter le prix des cessions des établissements et, par voie de conséquence, baisser les taux de rendement prime.

Ces derniers sont depuis fin 2011 situés dans une fourchette comprise entre 6 % pour les EHPAD et 6,75 % pour les MCO.

Taux de rendement prime des établissements de santé (2003-2011)



Source : DTZ

A la lecture de ces courbes, on constate que l'EHPAD est plus cher que la clinique. C'est principalement dû au fait qu'il est plus facilement convertible, car moins spécifique, qu'une clinique.

2011, une année record

En 2011, 650 M€ ont été engagés en immobilier de santé, contre 130 M€ en 2010. Il s'agit d'un record. La dernière année dynamique connue était 2008 avec un montant investi de près de 600 M€ en murs de santé.

La cession de 4 portefeuilles d'envergure, en 2011, a représenté, à elle seule, près de 620 M€ d'engagements.

L'opération d'investissement la plus marquante de l'année 2011 a été la cession de 11 cliniques par Médi-Partenaires à Icade Santé, portant à 45 le nombre d'établissements de la foncière filiale de la Caisse des Dépôts.

En 2011, de nouveaux investisseurs ont émis le souhait de se lancer dans les actifs de santé. Par exemple, Viveris Reim a annoncé le lancement en 2012 d'un OPCI dédié à la santé.

La demande des investisseurs pour l'immobilier de santé est toujours forte en 2012, notamment pour des établissements de facture récente et sécurisés par l'exploitation de leaders. La faible volatilité des loyers assure en effet un cash-flow récurrent et relativement sécurisé.

A partir de 2008, les acquisitions de murs de santé par des investisseurs institutionnels se sont développées sans commune mesure par rapport aux années précédentes. La plupart de ces acquisitions ont été placées dans des véhicules faisant appel public à l'épargne ou dans des foncières de sociétés cotées. Elles ont fait l'objet de leurs premières évaluations réglementaires dès 2008-2009.

***

III. L'EXPERTISE IMMOBILIÈRE DES ACTIFS DE SANTÉ

III.1. Fondamentaux

III.2. Un marché de niche ?

III.3. Méthodes et usages

III.4. Pour aller plus loin

III.5. Cas pratique

III.1. FONDAMENTAUX

L'EXPERTISE EN ÉVALUATION IMMOBILIÈRE : UNE DISCIPLINE RÉCENTE

En France, l'expertise en évaluation immobilière s'est fortement développée et professionnalisée depuis une vingtaine d'années.

Retour en quelques dates sur la naissance et le développement de cette discipline :

- **Avant 1990** : l'expertise en évaluation immobilière était principalement exercée par des experts inscrits près des Cours d'appel ou de la Cour de Cassation. Elle s'exerçait essentiellement dans le cadre de contentieux judiciaires et administratifs. On l'appelle « expertise judiciaire ».
- **1990** : l'éclatement de la bulle immobilière, à la faveur de la première guerre du Golfe, incite les pouvoirs publics à couvrir le risque de volatilité des actifs immobiliers. Le **décret du 5 novembre 1990**[17] contraint les compagnies d'assurances à faire évaluer tous les 5 ans leurs patrimoines immobiliers et à le faire actualiser annuellement, entre 2 expertises quinquennales.

  La même année, sous l'impulsion de l'IFEI (Institut Français de l'Expertise Immobilière), la **1ère édition de la Charte de l'Expertise en évaluation immobilière** constitue le 1er référentiel français en matière de standards et de normes d'évaluation.

- **1993** : la **loi du 4 janvier 1993** impose aux SCPI (sociétés civiles de placement immobilier) l'obligation de faire expertiser leurs immeubles par un expert indépendant tous les cinq ans, avec une actualisation annuelle.
- **1995** : la Commission des Opérations de Bourses (COB) – devenue Autorité des Marchés Financiers en 2003 - et le Conseil national de la comptabilité (CNC) définissent le cadre et les méthodes d'évaluation dans la **Recommandation n°95-01**[18].
- **1998** : l'IFEI publie la **2nde édition de la Charte de l'expertise en évaluation immobilière**. Signée par la plupart des associations professionnelles d'experts, cette

[17] Décret n°90-981 du 5 novembre 1990 portant modification des dispositions du code des assurances relatives à la réglementation des placements des entreprises d'assurances.

[18] Recommandation n° 95-01 commune à la COB et au CNC relative aux méthodes à mettre en œuvre par les experts chargés d'évaluer les actifs immobiliers des sociétés civiles de placement immobilier.

édition, plus complète, intègre un grand nombre de nouveautés, notamment un guide méthodologique relatif à l'évaluation des actifs immobiliers.

- **2000** : la 3ème grande crise immobilière incite les pouvoirs publics à accroître l'effort de standardisation et de transparence des évaluations. C'est l'objet du **Rapport Barthès de Ruyter de la COB** sur l'expertise immobilière du patrimoine des sociétés qui font appel publiquement à l'épargne (SCPI et foncières cotées)[19].
- **2002** : le **Règlement européen du 19 juillet 2002**[20] impose aux entreprises cotées de présenter leurs comptes selon un nouveau référentiel de normes comptables appelé IFRS (International Financial Reporting Standards) à partir du **1er janvier 2005**. L'objectif de ce changement de normes est de rétablir la clarté des comptes des entreprises, la confiance des investisseurs sur les marchés boursiers, mise à mal ces cinq dernières années par des scandales à répétition et par l'explosion de la dette des entreprises. Les entreprises doivent depuis cette réforme évaluer les patrimoines à leur Juste valeur (Fair value). La Juste valeur, appelée également Valeur de marché ou Valeur vénale, est définie comme « *le montant pour lequel un actif pourrait être échangé entre parties bien informées, consentantes et agissant dans des conditions de concurrence normale* ». Elle s'oppose à la Valeur historique ou Valeur comptable. Le Règlement de 2002 n'impose pas le recours à un expert en évaluation immobilière, mais la plupart des entreprises cotées s'y sont résolu, autre titre des « bonnes pratiques ».
- **2003** : la Fédération des sociétés immobilières et foncières (FSIF) publie le **Code de Déontologie des Sociétés d'Investissements. Immobiliers Cotées (SIIC)**[21]. Ce code requiert de suivre les recommandations du Rapport Barthès de Ruyter et de la Charte de l'Expertise en évaluation immobilière.
- **2006** : publication de la 3ème version de la Charte de l'Expertise en évaluation immobilière.
- **2007** : **TEGoVA** (The European Group of Valuers' Associations) met en place pour ses membres une certification européenne au travers du statut de Recognised European Valuer (REV).

---

[19] *Rapport du groupe de travail sur l'expertise immobilière du patrimoine des sociétés faisant publiquement appel à l'épargne présidé par Georges Barthes de Ruyter*, Bulletin COB, 2000.

[20] Règlement (CE) nº 1606/2002 du Parlement européen et du Conseil du 19 juillet 2002 sur l'application des normes comptables internationales.

[21] FSIF, *Code de Déontologie des Sociétés d'Investissements Immobiliers Cotées (SIIC)*, 2003.

- **2008** : **1ère version française du Red Book** (RICS Valuation - Professional Standards). La 1ère version originale du Red Book a été publiée au Royaume-Uni en 1980.
- Juillet 2011 : l'International Valuation Standards Council (IVSC) publie la 9ème édition des International Valuation Standards (IVS).
- **Avril 2012** : la RICS lance la **8ème édition du Red Book** (RICS Valuation - Professional Standards).
- **Mai 2012** : TEGoVA publie sa **7ème édition du Blue Book** (European Valuation Standards : EVS).
- **Automne 2012** : une **4ème version de la Charte de l'Expertise en évaluation immobilière** devrait être publiée. Cette version sera plus complète et plus explicative que celle de 2006 : une partie a été ajoutée pour prendre en considération les questions de développement durable et la position de l'expert par rapport à celles-ci.

Même si à ce jour, en France, les tentatives pour faire réglementer l'accès à la profession d'expert en évaluation immobilière ont échoué, la normalisation des pratiques et des méthodes, et la mise en place d'une certification professionnelle, ont permis à l'expertise immobilière, depuis 1990, d'évoluer et de se professionnaliser de manière significative.

Au niveau mondial, la sortie récente de nouvelles versions des référentiels historiques illustre le souci d'adaptation à un marché qui a accéléré son évolution. Dans un contexte de crise bancaire et de risque systémique, les obligations de transparence sont croissantes du fait du relèvement des ratios de solvabilité des banques (Bâle III en 2010) et des assurances (Solvabilité II en 2009). Les produits à expertiser sont également de plus en plus complexes (datacenters, cliniques spécialisées, green-value…).

L'expertise de l'immobilier de santé, elle, ne s'est réellement développée et professionnalisée en France que depuis 2007.

2007 : découverte des actifs de santé par les investisseurs

Le développement des méthodes et des pratiques propres à l'évaluation d'immobilier de santé date véritablement de 2007-2008, au moment où émerge le marché de l'investissement en murs de cliniques et d'EHPAD. L'expert interrogé le 30.07.2012 s'exprime ainsi : « *Avant 2006, le marché des actifs de santé n'existait pas vraiment. Il n'était pas structuré. Les cessions d'établissements se faisaient de manière globale : murs avec fonds. (…) La valeur de l'immobilier était ponctuelle et exogène*. »

2007 a été la première année où l'immobilier de santé a véritablement intéressé les investisseurs à la recherche de produits alternatifs, peu volatiles et offrant des loyers sécurisés sur du long terme. A cette période, en raison de taux bancaires exceptionnellement bas, d'une demande croissante, d'une pénurie d'actifs standards et d'un afflux massif des liquidités de pays étrangers, les taux de rendement des produits classiques se sont contractés. Cette baisse a incité les investisseurs à se tourner vers des produits de niches, plus nombreux et plus largement répartis sur le territoire, qui offriraient de meilleurs rendements. Trois catégories principales d'actifs ont alors émergé : les hôtels, les résidences-étudiantes et l'immobilier de santé.

Depuis le début des années 2000, le développement des fonds d'investissement a contribué en France à généraliser chez les exploitants d'établissements privés de santé les opérations de séparations murs et fonds de cliniques et d'EHPAD, puis à en externaliser les murs.

Un peu plus tôt, en 2005, les établissements de MCO ont subi une réforme de la tarification, la T2A (tarification à l'activité) qui les a poussés à standardiser davantage leurs pratiques et à gagner en productivité. Devenues « rentables », les murs des cliniques privées ont intéressé les investisseurs qui voyaient là un actif décorellé du bureau avec un chiffre d'affaires plus sûr, car majoritairement versé et garanti par les pouvoirs publics.

Enfin, à la même époque, des médecins propriétaires des murs et des fonds d'établissements de santé arrivés massivement à l'âge de la retraite, envisageaient de céder leur activité, soit d'un seul tenant, soit en dissociant les murs du fond pour valoriser au mieux leurs affaires. Egalement, on assistait aux premiers arbitrages de taille de la part des exploitants privés, tels Orpéa, Korian…

Les premières expertises de murs de santé

Dans ce contexte, les premières expertises se sont déroulées en 2008, après le rush de 2007 vers ces produits. Principalement, il s'agissait d'évaluations réglementaires de foncières qui avaient acquis de l'immobilier de santé l'année précédente. A la marge, lors des opérations de sale & lease-back qui se développaient à la même période, l'expert était également sollicité pour donner un avis de valeur, au titre de l'aide à l'acquisition ou à la cession.

A l'époque, les méthodes d'expertise étaient calquées sur celles utilisées pour estimer les murs d'hôtellerie. Progressivement, les experts vont rassembler des indicateurs et des références sectorielles et développer une meilleure connaissance des produits de santé et de leur exploitation.

LES MOTIFS DE RECOURS À L'EXPERTISE

Les motifs de recours à un expert immobilier sont divers. Voici les plus courants :

- besoins comptables : reporting financier, comptabilité IFRS, valeurs liquidatives des OPCI, tests de dépréciation d'actifs en normes françaises…
- cession, acquisition, sale & lease-back,
- financement,
- analyse stratégique/asset management,
- besoins fiscaux,
- éviction, expropriation, litige,
- renégociation de loyers,
- assurances…

En ce qui concerne les actifs de santé, le recours à un expert immobilier relève le plus souvent :

- de motifs législatifs et réglementaires : évaluations périodiques d'actifs de foncières cotées (SIIC), d'OPCI, de SCPI, de sociétés d'assurances…
- de l'aide au conseil : transaction, due diligence d'acquisition ou de cession.

Au fur et à mesure des recherches et rencontres préalables à la rédaction de ce travail, nous avons identifié les principales sociétés d'expertise présentes en France qui ont développé une organisation et une méthode propres à l'évaluation des actifs de santé.

Les opérateurs les plus souvent cités pour l'évaluation des actifs de santé sont les suivants :

- BNP Paribas Real Estate Evaluation
- Cabinet Roux
- Catella Valuation FCC
- CBRE Valuation & Advisory
- Crédit Foncier Expertise
- Cushman & Wakefield Expertise
- DTZ Eurexi
- Expertises Galtier
- François Robine et associés
- Icade Expertise
- Jones Lang LaSalle Expertises
- Knight Frank Expertises
- Savills.

Plus de la moitié de ces organismes (7/13) ont été sollicités dans le cadre de ce mémoire.

Le Pôle Santé de Jones Lang LaSalle Expertises

A ce jour et à notre connaissance, seul Jones Lang LaSalle a créé et structuré un véritable pôle d'expertise dédié à la santé.

L'équipe est composée d'un Directeur, d'une Directrice-adjointe et de 4 autres experts. Elle intervient sur l'ensemble du territoire national. En 2011, ce Pôle Santé a expertisé 202 établissements de santé, soit 22.228 lits, estimés au total à 3,42 Md€.

En mars 2012, Jones Lang LaSalle annonçait la création d'une équipe Pan-Euro dédiée à la santé. Composée d'une dizaine d'experts, elle a pour but d'échanger sur les différents marchés

et sur les législations en vigueur afin de mieux accompagner ses clients dans leurs opérations immobilières : refinancement, location, externalisation des opérateurs, investissement des foncières. Ce pôle est également dédié à la valorisation des actifs immobiliers dans les domaines spécifiques des cliniques et des EHPAD.

Il compte 25 collaborateurs et intervient dans plus de 31 pays, dont la France, le Royaume-Uni, l'Allemagne, la Belgique, le Luxembourg et l'Espagne.

***

III.2. UN MARCHÉ DE NICHE ?

LE MARCHÉ DE L'EXPERTISE IMMOBILIÈRE

La crise financière et les lois « Grenelle de l'environnement » de 2007 et 2010 ont généré de nouveaux besoins en expertise immobilière à des fins de sécurisation et de valorisation des actifs des investisseurs :

- Les aléas boursiers récents ont redonné à la pierre ses lettres de noblesse. L'AMF (Autorité des Marchés Financiers) s'est donnée pour mission de protéger l'épargne. C'est pourquoi, elle est aujourd'hui très vigilante sur la qualité des expertises immobilières.
- Le durcissement de la fiscalité avec la disparition du dispositif Scellier fin 2012 et la suppression de l'abattement de 40 % sur les dividendes touchés par les porteurs de parts, vont accroître la demande d'expertise auprès d'investisseurs qui vont souhaiter connaître la valeur de leur patrimoine avant d'arbitrer.
- Les contraintes imposées aux banques dans le cadre de Bâle 3 et aux assureurs dans celui de Solvabilité 2 généreront de nouveaux besoins en expertise immobilière : les banques et assureurs vont devoir ajuster leur haut de bilan à la valeur vénale.
- Les lois sur le Grenelle de l'environnement et l'obligation de rendre les établissements recevant du public (ERP) accessibles aux personnes à mobilité réduite (PMR) pour le 1er janvier 2015 vont générer de nouveaux besoins d'évaluation chez les propriétaires qui souhaiteront connaître la valeur de leur patrimoine, avant de décider de mettre leurs biens en conformité, de les « verdir » ou de les céder.
- En raison de la crise financière, les experts immobiliers seront davantage sollicités par deux nouvelles catégories d'acteurs qui n'ont pas besoin de demander des crédits. Il s'agit, d'une part, des « family offices », ces investisseurs privés fortunés, et d'autre part, les compagnies d'assurance qui, Solvabilité 2 oblige, reviennent dans le secteur.

Par ailleurs, dans le Livre blanc de l'innovation dans l'immobilier sorti en janvier 2012, Guy Marty, Directeur général de l'Institut de l'Épargne Immobilière et Foncière (IEIF) proposait d'actualiser mensuellement les expertises réglementaires, ce qui reviendrait à accroître très significativement les besoins en expertises régulières : « *A l'instar de ce qui se passe au Royaume-Uni dans le secteur tertiaire, le suivi mensuel des valeurs pourra ainsi avoir un*

*véritable sens sans recours à de nouvelles expertises lourdes, en particulier pour les véhicules institutionnels et/ou réglementés. L'**actualisation mensuelle obligatoire** pourrait se concevoir et concerner d'abord les foncières cotées. En ce qui concerne les fonds faisant appel public à l'épargne, le principe de fréquence plus élevée des actualisations mérite d'être étudié et, le cas échéant, mis en œuvre selon des modalités et un calendrier adaptés à leur statut et leur objet. Ce mouvement pourra se généraliser progressivement afin que les acteurs puissent avoir une image fidèle du marché immobilier à intervalles réguliers*. »[22]

Certains experts ne partagent pas ce souhait d'augmenter la fréquence des évaluations, d'abord en raison des coûts des expertises, ensuite au motif que l'expert qui évalue le même actif à intervalles proches hésitera à en modifier la valeur, ce qui pourra générer à terme un écart avec la valeur de marché.

D'une manière générale, nous croyons, comme nos interlocuteurs, que le marché de l'expertise en évaluation immobilière sera un marché à forte croissance et sur une longue période.

LE MARCHÉ DE L'EXPERTISE EN IMMOBILIER DE SANTÉ

Les arguments qui suivent nous amènent à considérer avec prudence la croissance de besoins en expertise des établissements de santé.

Croissance attendue de l'expertise législative et réglementaire

Sous la pression des pouvoirs publics, les exploitants d'établissements de santé vont poursuivre leur mouvement de regroupement et de concentration. Ce mouvement profitera surtout aux grands groupes d'exploitants, soit une quinzaine d'opérateurs à peine. Ils continueront de placer leurs murs dans des véhicules dédiés tels des fonds faisant appel public à l'épargne (OPCI et SCPI) et des foncières cotées (SIIC). Ces grands groupes feront travailler les experts immobiliers. Ce mouvement de concentration et d'externalisation se traduira par une croissance des besoins en expertise dite législative et réglementaire.

[22] MARTY G. (sous la direction de), *Livre blanc de l'innovation dans l'immobilier*, 2012, Finance Innovation.

Développement de l'activité de conseil à de nouveaux acteurs

Les exploitants publics et associatifs n'ont pas l'obligation d'évaluer périodiquement leur patrimoine, mais voudront obtenir des avis de valeur lors d'opérations de rapprochement, de fusion, d'externalisation…, ne serait-ce que pour comparer ou faire corriger les valeurs des Domaines en cas de cession, acquisition, reprise. La création d'une foncière par la Caisse des Dépôts pour porter des EHPAD illustre l'arrivée d'investisseurs d'intérêt général sur le marché de la santé. Le développement de nouvelles modalités de portage pour ces opérateurs amènera de nouveaux besoins en expertise.

Prise d'autonomie des investisseurs et des exploitants

Les utilisateurs d'expertises professionnelles, après avoir été accompagnés quelques années par des experts tiers, ont développé en interne des compétences en matière d'évaluation d'actifs de santé. De leur propre avis, ils sont désormais en capacité de réaliser eux-mêmes l'évaluation de leurs biens et de déterminer eux-mêmes les valeurs de marché des actifs en portefeuille.

Développement des besoins en évaluation pour des nouveaux produits

Pour le moment, seules les cliniques et les EHPAD font l'objet d'expertises réglementaires. Certains équipements pour handicapés et des résidences-séniors par exemple, pourraient aussi être portés par des véhicules soumis à l'obligation d'évaluation périodique.

Maintien du statut de généraliste de l'expert en immobilier de santé

A l'inverse du Royaume-Uni par exemple qui a formé des experts dédiés et spécialisés à l'évaluation des murs de santé, les experts français préfèrent encore un statut de généraliste, afin notamment de conserver une vision globale du marché. Cet argument ne plaide pas pour un développement accru d'organisations dédiées aux actifs de santé.

Toute proportion gardée

D'après l'expert interrogé le 1er août 2012, le marché de l'investissement en immobilier de santé a atteint en 2011, en France, un pic de **650 M€**. Ce montant est à comparer avec celui du marché global de l'investissement en immobilier d'entreprise de 2011 : **15 Md€**. Ainsi, le marché des murs de santé ne représente, dans une année record pour la santé, que **4 % du marché global en immobilier d'entreprise**. L'immobilier de santé n'est pas une classe d'actifs majoritaire, mais alternative. La santé restera une niche sur le marché de l'investissement immobilier.

L’expertise des murs de santé restera donc également une niche, même si les besoins vont croître **en valeur absolue** de manière sensible dans les prochaines années du fait notamment de l’augmentation du nombre d’établissements d’hébergement pour personnes âgées.

***

III.3. MÉTHODES ET USAGES

LA CHARTE DE L'EXPERTISE EN ÉVALUATION IMMOBILIÈRE

En France, la pratique de l'expertise en évaluation immobilière (EEI) n'est réglementée que dans le cadre des expertises judiciaires[23].

Hors des tribunaux, les experts s'appuient sur la *Charte de l'Expertise en évaluation immobilière* publiée dans sa première version en 1990, à l'initiative de l'IFEI (Institut Français de l'Expertise Immobilière) et revue en 1998 et en 2006. Cette charte s'impose aux experts membres des organismes signataires.

La *Charte de l'Expertise en évaluation immobilière* définit l'**expert en évaluation immobilière** comme le « *spécialiste dans l'art d'évaluer les divers droits dont les biens immobiliers sont les supports*. »[24]

Les différentes valeurs

Cette Charte intègre un « Guide méthodologique relatif à l'évaluation des actifs immobiliers », lequel définit notamment la valeur vénale et la valeur locative de marché, les valeurs qui nous intéressent le plus pour notre sujet.

→ **La valeur vénale**

Selon la *Charte de l'Expertise en évaluation immobilière*, la valeur vénale correspond « *au prix auquel un bien ou un droit immobilier pourrait raisonnablement être cédé en cas de vente amiable au moment de l'Expertise, les conditions suivantes étant supposées préalablement réunies :*

- *la libre volonté du vendeur et de l'acquéreur,*
- *la disposition d'un délai raisonnable pour la négociation, compte tenu de la nature du bien et de la situation du marché,*
- *le maintien de la valeur à un niveau sensiblement stable pendant ce délai,*

[23] Article L.145-33 et suivants du *Code du commerce*.

[24] *Charte de l'Expertise en évaluation immobilière*, juin 2006, 3ème édition.

- *que le bien ait été proposé à la vente dans les conditions du marché, sans réserves, avec une publicité adéquate,*
- *l'absence de facteurs de convenance personnelle. »*

La valeur vénale est en principe exprimée « *hors droits de mutation ou hors taxe à la valeur ajoutée pour l'immobilier professionnel et commercial soumis au régime TVA TTC pour l'habitation soumise au régime TVA, et hors frais d'acquisition (publicité, frais d'actes, honoraires)* ». On l'appelle aussi **valeur vénale nette**.

La **valeur vénale brute**, dite « acte en mains », comprend les droits de mutation et frais d'acquisition.

→ **La valeur locative de marché (market rent ou market rental value)**

La valeur locative de marché « *se définit comme la contrepartie financière acceptable sur le marché pour l'usage annuel d'un bien immobilier dans le cadre d'un bail (quelle que soit sa nature) ou d'un autre titre d'occupation. Elle varie en fonction de l'offre et de la demande sur le marché locatif concerné. Comme le loyer, elle est exprimée hors droit de bail, hors taxes (TVA) et hors charges locatives refacturées au preneur. La valeur locative de marché correspond à la totalité du loyer de marché qui pourrait être négocié pour le bien à la date de référence : elle intègre l'incidence des sommes forfaitaires versées au locataire précédent (droit au bail) ou au propriétaire (droit d'entrée, pas de porte).* »

Dans la version de 2006 de la *Charte de l'Expertise en évaluation immobilière* sont définies les 3 méthodes d'évaluation qui nous intéressent présentement :

- *« Les **méthodes par comparaison directe** (ou méthodes par le marché) : celles-ci consistent à comparer le bien faisant l'objet de l'Expertise, à des transactions effectuées sur des biens équivalents en nature et en localisation, à une date la plus proche possible de la date d'Expertise.*
- *Les **méthodes par le revenu** : celles-ci consistent à capitaliser ou actualiser un revenu annuel, qu'il s'agisse d'un loyer constaté ou d'une valeur locative, d'un revenu brut ou d'un revenu net, pour parvenir à une valeur vénale.*

- *Les **méthodes dites « professionnelles »** : celles-ci s'appliquent à des catégories de biens immobiliers spécifiques ou de type monovalent (cliniques, hôpitaux, hôtels, cinémas, théâtres...) lorsque leur affectation est maintenue. Ces méthodes sont en fait des dérivés des méthodes par le revenu ou par comparaison. »*

Non reprise dans la version de 2006 de la *Charte*, la méthode des DCF (discounted cash-flows) est également largement utilisée par les experts. Il s'agit d'une variante de la méthode par le revenu.

Cette méthode permet d'intégrer les flux sur une période d'analyse de 10 ans, en tenant compte :

- des loyers quittancés,
- des loyers attendus,
- d'un taux de vacance, constaté ou envisageable,
- des charges non récupérables,
- des impôts, taxes et assimilés,
- des travaux d'entretien et d'investissement,
- des charges de fonctionnement, récupérables non-récupérées,
- des primes d'assurances,
- des honoraires de commercialisation des locaux vacants,
- des travaux avant relocation…

LA MÉTHODE PROFESSIONNELLE POUR LES ACTIFS MONOVALENTS

Les établissements de santé et médico-sociaux – en particulier les cliniques et les EHPAD – sont des **actifs monovalents** : ils ont été conçus pour un usage spécifique, presque exclusif. Ils sont par nature difficilement reconvertibles.

La location de ces établissements est régie, pour les exploitants commerciaux, par le *Code du commerce* qui impose une durée de location de 9 ans minimum[25].

[25] Code du commerce, art. L 145-1 à L 140-60 et décret 53-960 du 30 septembre 1953.

En droit, la fixation des loyers en renouvellement ou en révision des locaux monovalents a ceci de particulier que le nouveau loyer est, en principe, fixé à la valeur locative. C'est une exception en matière de commerce, prévue dans le *Code du commerce*. Dans les autres cas, le loyer de renouvellement repose sur le dernier loyer indexé. L'article R 145-10 du *Code du commerce* énonce que : « *Le prix du bail des locaux construits en vue d'une seule utilisation peut, par dérogation aux articles L.143-33, R.145-3 et suivants, être déterminé selon les usages observés dans la branche d'activité considérée* ». Il s'agira donc pour les actifs monovalents de se positionner sur l'activité exercée.

La *Charte de l'Expertise en évaluation immobilière* décrit les **méthodes d'évaluation professionnelles** applicables aux actifs monovalents : « *Ces méthodes sont en fait des dérivés des méthodes par comparaison directe ou par le revenu. Elles privilégient généralement toutefois* ***la considération du chiffre d'affaires et de la marge brute réellement effectués ou potentiels*** *de l'activité exercée dans les locaux, et d'****un pourcentage de chiffre d'affaires admissible en loyer***. »

L'application de cette méthode pour les actifs de santé est pour la première fois décrite dans un ouvrage paru en mai 2000.

LA MÉTHODE « POLIGNAC »

La première édition de 2000 de l'ouvrage de Bernard de Polignac, *Expertise immobilière – guide pratique*[26], contenait à notre avis la première description « grand public » des méthodes d'évaluation des cliniques et des résidences pour personnes âgées et fournissait les premiers indicateurs et repères économiques.

Dans l'édition de 2007, les auteurs préconisent pour ces produits spécifiques :

- l'approche par le revenu,
- le recoupement par une estimation métrique.

[26] POLIGNAC Bernard de, MONCEAUX Jean-Pierre, CUSSAC Xavier De, 2010, *Expertise immobilière : Guide pratique*, Eyrolles, Immobilier, 4ème édition.

Ils indiquent des ratios moyens à considérer avec prudence et réserve.

Dans les cliniques (données 2005)

- Le loyer immobilier se situait entre 6 et 10 % du CA (8 % en moyenne), tous produits confondus.
- Le taux de capitalisation était compris entre 6 et 7 %.
- Les prix courants se situaient entre 700 et 1.000 €/m² SHON.

Dans les EHPAD (données 2005)

- La part réservée au loyer immobilier se situait entre 15 et 25 % du CA (20 % en moyenne), tous produits confondus.
- Le taux de capitalisation, à appliquer sur le loyer net se situait autour de 7 à 8 % en banlieue parisienne. Les actifs anciens, obsolètes ou mal situés verront leur taux majorés.
- Le recoupement par l'approche métrique peut se faire en m² ou au lit. Le prix de revient, hors foncier, évoluait autour de 1.300 m² utiles, soit 60 k€/lit en moyenne.

FORMALISATION D'UNE MÉTHODOLOGIE D'ÉVALUATION EN IMMOBILIER DE SANTÉ

Sur la base des entretiens réalisés avec des experts, des exploitants et des investisseurs, nous opérons dans les pages qui suivent la synthèse et l'analyse des usages en vigueur pour évaluer les murs de cliniques et d'EHPAD.

L'objectif et la méthode

On cherche à estimer la valeur vénale et/ou la valeur locative de marché d'une clinique ou d'un EHPAD.

Ces établissements ont été créés pour un usage spécifique, quasi exclusif. Ils entrent dans la catégorie des « locaux monovalents » et doivent être évalués suivant les usages observés dans la branche d'activité. C'est ce qu'on appelle l'**approche par le revenu** (ou « méthode de l'investisseur »).

Complétée par l'**approche par comparaison** (lits et chambres) pour recouper, l'approche par le revenu se fera dans notre cas de 2 manières :

- par capitalisation des revenus,
- par la **méthode des DCF** (discounted cash-flows).

Ces deux approches sont unanimement utilisées par les professionnels rencontrés pour ce mémoire.

Analyse du loyer

La méthode dite « professionnelle » impose pour les actifs monovalents que sont les cliniques et les EHPAD de partir du revenu, c'est-à-dire, dans notre cas, des loyers réels ou théoriques.

Pour connaître le montant du loyer, on étudiera le contrat de bail conclu entre le propriétaire-investisseur et le locataire-exploitant. Dans le cas d'un exploitant-propriétaire, on partira d'un bail et d'un loyer théorique.

Le loyer de place ou théorique peut être forfaitaire, ou forfaitaire avec partie variable ou variable en pourcentage du chiffre d'affaires.

Estimer un loyer par application d'un taux d'effort sur un CA réel, déduit ou admissible

Deux cas de figure :

- L'établissement est loué :
    - en cas de loyer fixe : on considère le montant du loyer net annuel HT inscrit au bail s'il est fixe et son indice de révision.
    - en cas de loyer forfaitaire : on projette le loyer en fonction de l'évolution attendue du chiffre d'affaires. Faute d'informations sur l'exploitation, on se base sur le dernier loyer indexé.
- L'établissement est propriété de l'exploitant : faute de loyer, on imagine un bail théorique. On prend le total du CA, tout produit et toute section budgétaire confondus, et applique au CA un taux d'effort normatif pour simuler un loyer net admissible.

Contrôler le taux d'effort

Pour vérifier que le loyer en place ou reconstitué est réaliste, et pour vérifier que l'exploitant est capable de supporter ce loyer, on vérifie le taux d'effort, c'est-à-dire le rapport loyer/CA ou loyer/EBITDAR[27]. Ce double contrôle est essentiel pour s'assurer de la pérennité du locataire.

Synthèse des taux et ratios normatifs en 2012

	cliniques	EHPAD
CA normatifs	**40 à 200 k€/lit/an**	**25 à 50 k€/lit/an**
EBITDAR/CA	**15 à 30%**	**25 à 40%**
loyer/EBITDAR	**25 à 30%**	**45 à 55%**
loyer/CA	**< 10 à 15% du CA**	**< 20% du CA**

Source : experts interrogés pour ce mémoire

Analyse du bail

Dans le cas d'un établissement loué, avant de capitaliser le loyer, il conviendra d'examiner le bail, à l'aide d'une grille d'analyse, pour vérifier le mode de détention et les clauses qui ont un impact potentiel sur la valorisation de l'immeuble : modalités de sortie en cours du bail, pénalités en cas de non-renouvellement, indice de révision du loyer, aménagements locatifs…

[27] En français : revenus avant intérêts, impôts, dotations aux amortissements et provisions et loyers. L'EBITDAR constitue l'indicateur de rentabilité opérationnelle à court terme d'une entreprise.

Capitaliser le loyer réel ou admissible par application d'un taux de rendement

On capitalise[28] le loyer de place, déduit, estimé ou admissible selon le cas.

Formule : **V = R / r**

- **V** = la valeur recherchée (valeur vénale)
- **R** = le revenu (loyer annuel brut ou net des charges et taxes non récupérables inscrit au bail ou théorique)
- **r** = le taux de rendement

On obtient une valeur « acte en mains » (droits inclus).

Plus le taux sera important, plus la valeur vénale du bien sera faible et inversement.

Le taux de rendement[29] sera fixé après analyse des dernières transactions similaires et correction du taux de marché selon :

- le mode de détention,
- la qualité du bail,
- la signature de l'exploitant,
- les différentes garanties (assise et garantie groupe..),
- l'état du bâtiment,
- la localisation,
- la réputation de l'établissement...

Lorsqu'il s'agit d'évaluer un bien pour le compte d'un investisseur, l'expert n'a pas toujours accès aux informations concernant le locataire. Ce manque d'informations sur l'exploitation de l'établissement évalué est d'ailleurs une limite évidente à l'exercice.

[28] **Capitaliser** un flux, c'est le diviser par un taux de rendement qui serait attendu par un investisseur et déterminé en fonction de l'état des marchés financier et immobilier, la nature de l'actif, sa localisation, son état général et ses conditions d'occupation.

[29] Les **taux de rendement** sont ceux formulés par l'acheteur qui prend en compte les frais d'acquisition (valeur « acte en mains »). Rapport direct entre le revenu et la valeur DI. Ce sont les plus employés aujourd'hui.

Des tests de sensibilité

Sur des actifs très spécifiques et évolutifs comme les cliniques et EHPAD, on effectue des tests de sensibilité : **base/best/worst-scenarios**. On se demandera notamment ce que vaudra l'actif en cas de départ du locataire pendant le bail ou s'il ne peut plus payer son loyer en cours de bail. Pour simuler l'impact de cet évènement sur la valeur du bien, on augmentera le taux de rendement attendu et on constatera la différence de valeur vénale obtenue.

Le tableau ci-dessous illustre la variation de la valeur absolue d'un bien en fonction de la modification du taux de rendement en cours de bail.

Exemple : tests de sensibilité

Revenu net	**10 €m / an**

Base case: Taux de rendement @ 5,00%

Taux	4,50%	4,60%	4,70%	4,80%	4,90%	**5,00%**	5,10%	5,20%	5,30%	5,40%	5,50%
Valeur DI (€m)	222	217	213	208	204	**200**	196	192	189	185	182
Variation (€m)	*22*	*17*	*13*	*8*	*4*	**-**	*(4)*	*(8)*	*(11)*	*(15)*	*(18)*
Variation (%)	*11,11%*	*8,70%*	*6,38%*	*4,17%*	*2,04%*	***0,00%***	*-1,96%*	*-3,85%*	*-5,66%*	*-7,41%*	*-9,09%*

Base case: Taux de rendement @ 8,00%

Taux	7,50%	7,60%	7,70%	7,80%	7,90%	**8,00%**	8,10%	8,20%	8,30%	8,40%	8,50%
Valeur DI (€m)	133	132	130	128	127	**125**	123	122	120	119	118
Variation (€m)	*8*	*7*	*5*	*3*	*2*	**-**	*(2)*	*(3)*	*(5)*	*(6)*	*(7)*
Variation (%)	*6,67%*	*5,26%*	*3,90%*	*2,56%*	*1,27%*	***0,00%***	*-1,23%*	*-2,44%*	*-3,61%*	*-4,76%*	*-5,88%*

Les avantages de la méthode par capitalisation des revenus

- méthode la plus usitée,
- intuitive et facile à mettre en œuvre.

Les limites de la méthode par capitalisation des revenus

On reproche à cette méthode son **côté « statique »** : elle ne prend pas ou peu en compte les différents évènements tels la vacance, le risque d'exploitation, le renouvellement des baux, les aménagements locatifs, l'évolution du taux d'effort…

La méthode DCF (discounted cash-flows)

Pour pallier les limites de la méthode par capitalisation des revenus, on s'attachera, en complément de cette méthode, à projeter dans le futur les revenus actualisés de l'immeuble. C'est ce qu'on appelle la méthode DCF.

Cette méthode est plus complexe à mettre en œuvre, mais plus dynamique et plus fiable en théorie pour des actifs évolutifs (loyers variables, taux de vacance important…). Elle prend notamment en compte les évènements qui interviendront au cours du bail et qui influenceront la valeur du bien, comme les travaux prévisibles. Egalement, elle rend mieux compte de l'évolution de l'exploitation de l'établissement et peut donc être plus fine que la méthode par capitalisation d'un revenu fixe.

Elle est largement utilisée par les experts, parfois même avant la méthode par capitalisation des revenus.

Mise en œuvre

- On estime les revenus nets (cash-flows) que l'immeuble rapportera dans le temps.
- On projette les CF dans le futur, soit en s'appuyant sur le loyer inscrit dans le bail, soit en établissant le scénario le plus probable.

Les établissements de santé faisant souvent l'objet d'un bail commercial de 9 ans minimum, la pratique veut que la durée de projection des CF porte sur 10 ans au minimum, pour couvrir l'échéance de risque de départ du locataire et pour se forcer à s'interroger sur la reversion : sera-t-elle positive ou négative, et dans quelle mesure ? Les revenus évolueront en fonction de l'indice de revalorisation retenu. La période de projection des flux doit couvrir l'échéance du risque de départ du locataire.

- On intégrera en fin de période une **valeur de revente**, appelée aussi **valeur de sortie** ou **valeur terminale**. Cette valeur correspond à une estimation de ce que vaudra l'actif en fin de période et des travaux qu'il nécessitera pour rester aux normes. Cette valeur terminale sera capitalisée sur la durée retenue pour la projection des cash-flows.

  Le résultat annuel des flux positifs et négatifs de chaque année et la valeur de revente en fin de cycle d'investissement seront actualisés à la date de l'expertise à un taux d'actualisation de marché corrigé en fonction des propriétés juridiques, physiques et financières de l'actif.

La somme des flux et de la valeur terminale actualisés constituera la valeur vénale net vendeur.

Les avantages de la méthode DCF

Cette approche prend en compte tous les paramètres envisagés de la vie de l'actif. Elle est adaptée aux actifs complexes et évolutifs, comme les cliniques et les EHPAD.

Dans le cas d'un bail de 12 ans fermes, avec un taux d'effort faible et une bonne signature de l'exploitant, la méthode DCF n'a pas de valeur ajoutée pour l'évaluation et la méthode par capitalisation du loyer sera pertinente.

Les limites de la méthode DCF

L'approche DCF est généralement moins valorisante que celle par capitalisation. On reproche à cette méthode le risque d'erreur lié à la multiplicité des hypothèses et la difficulté d'appréciation du taux d'actualisation des flux.

Certains experts considèrent que l'approche par CF n'a pas d'intérêt dans le cas de baux de 12 ans fermes, les hypothèses de vacation, relocation, travaux… étant nulles ou exceptionnelles. Lorsqu'il reste moins de 10 ans fermes, il est recommandé de prévoir 3 scénarios – renouvellement du bail, relocation, vacant possession value – et de faire une moyenne pondérée des valeurs obtenues selon la probabilité de survenance de chacun des scénarios.

Exemple

Le tableau ci-dessous estime la valeur vénale d'un bien d'après la simulation d'un loyer fixe.

Illustration : flux fixes à 100 €

DCF sur :	10 ans
Loyer net année	100 €
Indexation annuelle	2,00%
Taux de rendt sortie	6,00%
Taux d'actualisation	8,00%
Droits de mutation	6,20%

Année	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Loyers nets	100 €	102 €	104 €	106 €	108 €	110 €	113 €	115 €	117 €	120 €
Prix de revente DI										2 032 €
Prix de revente HD										1 913 €
CF	100 €	102 €	104 €	106 €	108 €	110 €	113 €	115 €	117 €	2 032 €
DCF	93 €	87 €	83 €	78 €	74 €	70 €	66 €	62 €	59 €	941 €
VV DI	**1 611 €**									
VV HD	**1 517 €**									

Recoupement

Certains experts interrogés préconisent de faire une moyenne entre la valeur obtenue par capitalisation et celle obtenue par l'actualisation des CF.

Méthode par comparaison (par lits et places)

A titre de recoupement uniquement, on comparera les valeurs vénales obtenues avec la méthode par capitalisation et la méthode DCF avec des ratios calculés sur la base de transactions effectives récentes et pour des biens comparables.

En l'absence d'informations de marché exploitables, on pourra recouper les valeurs obtenues avec les deux méthodes d'évaluation par le revenu avec des ratios normatifs suivant :

- **5 k€ à 20 k€/lit/an**, selon les spécialisations médicales,
- **80 € à 300 €/m²** pondérés/an selon la localisation de l'établissement. Les surfaces sont pondérées en fonction de leur intérêt dans l'exploitation de l'établissement et de leur situation dans le bâtiment.

Ces ratios portent sur des valeurs locatives de 2012 et sont à manier avec prudence.

***

III.4. POUR ALLER PLUS LOIN

QUEL CA RETENIR POUR UNE CLINIQUE MCO SOUS T2A ?

Avant la mise en place de la T2A, en 2005, les loyers applicables aux cliniques étaient estimés par application d'un taux de prélèvement locatif sur la recette théorique d'hébergement déterminée au regard d'un prix de journée, d'un taux d'occupation et de la localisation de l'établissement.

Cette méthode était ensuite recoupée par la méthode dite « au lit » et par la méthode à la superficie ou à la surface pondérée.

La réforme de la T2A a supprimé la référence au prix de journée. Une nouvelle méthode d'évaluation a dû être inventée après 2005.

Depuis l'entrée en vigueur de la T2A, les cliniques sont financées suivant les pathologies traitées et non plus en fonction des durées de séjours et des actes médicaux. Chaque pathologie a un tarif prédéterminé qui correspond à un forfait tout compris intégrant les prestations d'accueil et d'hébergement, d'environnement techniques, de produits sanguins et de consommations intermédiaires (prothèses et médicaments).

Cette révolution devait permettre une dynamisation des établissements sanitaires et une incitation à la productivité, voire à la rentabilité. En effet, avec cette nouvelle modalité de financement, une clinique n'a plus d'intérêt à prolonger les séjours des patients puisque le séjour est un coût et que l'augmentation des coûts ne génère plus de recettes supplémentaires au-delà d'une certaine durée variable selon la pathologie traitée. Dans certaines limites fixées par la Caisse d'assurance maladie, mieux vaut faire « tourner » les patients le plus vite possible, en écourtant les durées de séjours, dans une certaine limite prescrite par la Caisse d'assurance maladie, sous peine de voir se réduire les recettes.

Cette modalité de financement concerne les cliniques de MCO. Les SSR et les cliniques PSY devraient passer sous T2A en 2013.

A côté du financement des soins, l'établissement peut servir et facturer des prestations annexes : supplément de chambres individuelles, hébergement des accompagnants, location de télévision, prestations de chirurgie esthétique… Ces prestations annexes peuvent représenter entre 10 et 20% du CA total.

Pour estimer au mieux la valeur locative de marché de l'établissement, l'expert devra logiquement **déterminer la quote-part du CA qui est lié à l'actif immobilier, c'est-à-dire les prestations utilisatrices de mètres carrés**. C'est ce qu'on appelle le **CATI** : le chiffre d'affaires théoriques lié à l'actif immobilier.

Le remboursement des médicaments, la radiologie, les locations de télévision et de téléphone ne doivent pas être pris en compte pour le calcul de la valeur locative. De même pour la notoriété de l'établissement et de son équipe médicale : elle ne doit pas intervenir dans la valorisation de l'établissement : ces critères ne sont pas de nature immobilière et ne concernent que la valeur du fonds de commerce.

Par contre, les spécialités exercées dans l'établissement doivent être valorisées pour l'expertise de la valeur vénale, puisqu'elles déterminent la taille des locaux et le degré de technicité des équipements. Ainsi, la capacité à payer le loyer sera nettement plus faible pour une maternité que pour une clinique de MCO qui pratiquera la chirurgie cardiaque.

Déterminer l'assiette de référence pour le calcul de la valeur locative d'une clinique n'est vraiment pas évident. Devant une telle complexité, on peut comprendre que les experts de la place soient incités à appliquer les méthodes les plus simples possible, afin de réduire le risque d'erreur et de faciliter les comparaisons entre experts et entre actifs similaires. Ces arguments sont compréhensibles, mais **ils font courir le risque de passer à côté de facteurs spécifiques et déterminants des établissements évalués, telles les spécialités et la qualité des équipements techniques**.

QUEL CA RETENIR POUR UN EHPAD ?

Les EHPAD relèvent du secteur médico-social. Au contraire des établissements sanitaires, l'hébergement y tient une place prépondérante sur la durée (18 mois de durée moyenne de séjour), comme dans les résidences-séniors ou les logements étudiants. L'EHPAD est légalement considéré comme du « locatif meublé » et comme « résidence principale ». Le prix de l'hébergement (ou « prix de journée ») peut représenter jusque 70% des recettes d'un EHPAD.

A strictement parler, en clinique comme en EHPAD, pour l'évaluation de la valeur locative, il ne faudrait prendre en compte que les revenus qui supporteront l'immobilier, c'est-à-dire les produits d'hébergement.

Or, la pratique de place est de retenir la totalité du CA, toute section budgétaire et tout produit confondu. Nous pensons que c'est une erreur de retenir le total des produits de l'EHPAD. Ils proviennent de sources différentes - le résident pour le tarif d'hébergement, le Conseil général pour le tarif dépendance et la Caisse d'assurance maladie pour le tarif soins -, évoluent différemment et ne sont pas tous consommateurs de mètres carrés.

Tarif soins

Les tarifs soins, versés par la Caisse d'assurance maladie : ils n'évoluent qu'au bon vouloir du représentant de l'ARS, en fonction des enveloppes ministérielles ou en réaction à un évènement exogène, comme la canicule de 2003 (+4%). Dans ces conditions, il apparaît hasardeux de prévoir l'évolution de cette partie du CA pour calculer la valeur locative de l'établissement. En outre, l'enveloppe soins ne finance aucunement l'immobilier.

Tarif dépendance

Le tarif dépendance est versé par le Conseil général. Il varie en fonction du niveau moyen de dépendance des personnes hébergées dans l'EHPAD. C'est ce qu'on appelle le GMP (GIR moyen pondéré). Il est calculé en opérant une moyenne des GIR (Groupe Iso Ressources) des résidents. La personne classée en GIR 1 est grabataire. En GIR 4, elle a besoin d'une aide à la vie quotidienne simple pour les actes de la vie courante. Plus les résidents sont dépendants, plus le GMP est élevé. Il peut attendre les 800 points dans des unités de soins de longue durée hospitalière (USLD). Un EHPAD qui veillera à n'admettre que des personnes âgées encore autonomes aura un GMP de 500 points. Les dotations financières versées par le Conseil général pour couvrir les charges de personnels, de fournitures et d'équipements liées à l'accompagnement dans les gestes de la vie quotidienne des résidents seront fonction du niveau du GMP.

Au moment d'évaluer un EHPAD, comment savoir si le GMP de l'établissement va augmenter ou baisser dans les années suivantes ? En fonction du projet d'établissement, il peut varier de manière significative, à la baisse comme à la hausse. Dans ces conditions, il est hasardeux de s'appuyer sur cette ressource pour calculer la valeur locative de l'établissement.

Tarif hébergement

Par contre, le tarif hébergement est encadré annuellement par l'Etat pour les résidents en place, mais il est libre pour les nouveaux résidents. Il est donc simulable facilement et évoluera plus rapidement que les deux autres sources de financement. Egalement, ce tarif hébergement est le seul à couvrir les charges immobilières de l'établissement, comme son titre le laisse entendre.

Pour toutes ces raisons et contre les pratiques actuellement en vigueur, nous préconisons de ne considérer que le tarif hébergement pour estimer la valeur locative d'un EHPAD. Le taux d'effort loyer/CA hébergement ne devra pas dépasser les 20-25 %.

Sur ce sujet, certains experts interrogés convenaient que la limite des méthodes en vigueur pour l'expertise d'un EHPAD venait de la difficulté d'accéder au CA de l'exploitant. N'ayant parfois que le bail, les experts ne peuvent s'appuyer que sur le loyer en place. Aussi approximative soit-elle la valorisation sur la base d'un CA non approprié a le mérite d'être simple et de permettre les comparaisons entre actifs similaires.

A l'attention des propriétaires, nous conseillons de faire figurer dans le bail l'obligation faite au locataire de produire au propriétaire ses comptes détaillés, afin de fiabiliser la valorisation de l'établissement, et de vérifier régulièrement le taux d'effort locatif et la pérennité financière du locataire.

COMMENT DÉTERMINER LE TAUX DE RENDEMENT ?

L'expert interrogé le 30.07.2012 explique partir d'un taux pivot ajusté en fonction de différents critères : « *Nos premières expertises en santé reposaient sur un système de notation d'une dizaine de critères : taille, localisation… Ces critères permettaient de noter les actifs par rapport à un taux pivot*. (…) *La valeur d'entrée est celle du taux prime. Ensuite, on dégrade selon l'état, la localisation et la possibilité de reconvertir*. »

L'expert rencontré le 01.08.2012 n'est pas du même avis : « *On ne prend pas non plus un taux pivot ou un taux prime qui serait ensuite dégradé. Ca n'a aucun sens de pratiquer des taux pivots, pour ajouter ensuite des bps* (ndr : bps = basis point = point de base). *Dans un portefeuille, le danger d'appliquer un taux pivot est de s'éloigner de la valeur vénale des actifs les plus spécifiques. Certains actifs sont à 9 %. Notre service travaille actif par actif, et non par application d'un taux pivot commun à l'ensemble des actifs du portefeuille*. »

A la lumière des pratiques des experts interrogés, nous proposons de ne pas retenir le taux prime, mais plutôt de partir du taux sans risque (OAT 10 ans) et d'y ajouter les primes suivantes :

- **prime d'illiquidité immobilière** : selon la possibilité de convertir l'établissement, la spécificité des locaux et des équipements, la notoriété, la situation géographique …
- **prime de vétusté** : selon l'état physique général, les travaux nécessaires pour mise aux normes, l'adéquation aux standards de consommation…
- **prime de locataire** : selon sa capacité financière, son engagement et sa capacité à poursuivre ou reconduire le bail, la reconduction des autorisations de fonctionnement et le résultat des évaluations externes…

QUEL INDICE CHOISIR POUR RÉVISER LES LOYERS ?

De manière générale, il est préférable de **lier l'évolution des loyers à l'activité du locataire**.

La pratique historique en matière de révision des loyers des établissements de santé consiste à se référer à l'**indice du coût de la construction** (ICC) puisqu'il est directement lié au coût de l'investissement immobilier et des travaux. Cette pratique fait oublier que les 2/3 des revenus d'un EHPAD et davantage dans une clinique, ne sont pas liés à l'hébergement. Les tarifs soins et dépendance des établissements de santé sont réglementés et déconnectés du marché de la construction.

Il pourrait être tentant de vouloir indexer le loyer sur le taux d'évolution des tarifs accordés par l'Etat et le Conseil général le cas échéant, mais cette pratique n'est pas réaliste en raison du caractère individuel de ces tarifs qui sont propres à la localisation, à l'activité, à l'historique de l'activité, au statut juridique…

L'**indice de référence des loyers** (IRL) serait à notre avis le choix le plus pertinent dans la mesure où son évolution est calquée sur celle de l'évolution des prix à la consommation. Or, de nombreuses charges fixes des établissements sont liées directement (énergie, restauration…) ou indirectement (salaires) à l'évolution des prix à la consommation.

Les exploitants et investisseurs interrogés conseillent également de caper l'indice retenu à la hausse et à la baisse, pour ne pas dissuader les parties de s'engager sur de longues périodes,

l'investisseur n'ayant aucun intérêt à voir augmenter son loyer au point de mettre en défaut son locataire-exploitant.

VALORISER LA « GREEN VALUE » ?

Les investisseurs et exploitants interrogés pour ce travail regrettent que les qualités énergétiques et de développement durable des EHPAD et cliniques ne soient pas encore valorisables.

Des méthodes de valorisation de la « green value » sont actuellement en cours de formalisation pour le tertiaire. Après adaptation, elles pourront être appliquées aux établissements de santé, si le marché l'exige.

***

III.5. CAS PRATIQUE

Les tableaux qui suivent illustrent, étape par étape, le calcul de la valeur vénale d'un EHPAD, à partir de son CA et de son loyer, selon la méthode de la capitalisation du loyer et selon la projection des cash-flows futurs actualisés.

Renseignements généraux

statut juridique : associatif, non soumis à la TVA	
surface (m² SHON)	*4 131*
lits autorisés	*84,00*
taux d'occupation	*98,00%*
soit, nbre de journées facturées / an	30 047

Historique des charges, du CA et de l'EBITDAR

CA	CA HT	CA / lit	total charges d'exploitation	EBITDAR	EBITDAR / CA
CA HT net 2008	***3 150 000 €***	37 500 €	***2 337 292 €***	812 708 €	**25,80%**
CA HT net 2009	***3 181 500 €***	37 875 €	***2 384 038 €***	797 462 €	**25,07%**
CA HT net 2010	***3 340 575 €***	39 769 €	***2 479 399 €***	861 176 €	**25,78%**
CA HT net 2011	***3 266 376 €***	38 885 €	***2 578 575 €***	687 800 €	**21,06%**
moyenne	3 234 613 €	38 507 €	3 259 768 €	823 782 €	**25,55%**

Commentaires : Le rapport EBITDAR/CA mesure la profitabilité de l'exploitation. On considère qu'il ne doit pas descendre en deçà de 25%. Dans notre cas, l'établissement est dans la fourchette basse en terme de performance économique.

Historique du loyer et du taux d'effort

Loyers et taux d'effort		taux d'effort
loyer net 2008 (au 31 déc. 08)	***455 473 €***	14,46%
loyer net 2009 (au 31 déc. 09)	***482 801 €***	15,18%
loyer net 2010 (au 31 déc. 10)	***511 769 €***	15,32%
loyer net 2011 (au 31 déc. 11)	***542 476 €***	16,61%
moyenne	498 130 €	**15,40%**

Commentaires : La pratique actuelle commande de s'inquiéter lorsque le taux d'effort est supérieur à 18-20%. Dans notre cas, le taux d'effort est rassurant.

Reconstitution du CA (EHPAD)

Reconstitution du CA 2011	par jour	par an	
tarif "hébergement" moyen	*75,29 €*	2 262 236 €	
tarif GIR 1/2	*15,72 €*	472 336 €	33%
tarif GIR 3/4	*9,98 €*	299 867 €	33%
tarif GIR 5/6	*4,23 €*	127 098 €	34%
tarif "soins"	*21,00 €*	630 983 €	
prestations annexes (linge, téléphone…)	*2,50 €*	75 117 €	
soit, CA total HT	108,71 €	**3 266 376 €**	

Commentaires : Le prix de journée hébergement correspond à la moyenne supérieure d'un établissement de province. Par simplification, nous avons tablé sur une répartition égale entre les différentes catégories de GIR.

Calcul de la valeur vénale par capitalisation du dernier loyer

VV par capitalisation du CA 2011	
CA 2011 x taux d'effort moyen 2008-2011	503 021 €
taux de rendement	*5,20%*
soit, valeur vénale DI	9 673 488 €
soit, valeur vénale HD	**9 108 745 €**
soit, VV HD / lit	108 437 €
soit, VV HD / m²	2 205

Commentaires : Le taux de rendement se situe dans la limite inférieure du marché actuel des EHPAD. Par souci de simplification fiscale, nous avons retenu ici l'hypothèse d'un EHPAD associatif. Ce statut juridique explique également ce faible niveau de rendement locatif.

Calcul de la valeur vénale par projection et actualisation des cash-flows futurs

SYNTHESE DES CF	1	2	3	4	5
	01/01/2011 31/12/2011	01/01/2012 31/12/2012	01/01/2013 31/12/2013	01/01/2014 31/12/2014	01/01/2015 31/12/2015
Loyers nets	542 476 €	553 325 €	564 392 €	575 679 €	587 193 €
Total des Revenus	542 476 €	553 325 €	564 392 €	575 679 €	587 193 €
Frais et Charges non récupérables	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €
Gros travaux					
Total des Charges	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €
Valeur de revente basée sur les flux de la 11ème année					
Flux financiers nets	**542 476 €**	**553 325 €**	**564 392 €**	**575 679 €**	**587 193 €**

SYNTHESE DES CF	6	7	8	9	10	11
	01/01/2016 31/12/2016	01/01/2017 31/12/2017	01/01/2018 31/12/2018	01/01/2019 31/12/2019	01/01/2020 31/12/2020	01/01/2021 31/12/2021
Loyers nets	598 937 €	610 916 €	623 134 €	635 597 €	648 309 €	661 275 €
Total des Revenus	598 937 €	610 916 €	623 134 €	635 597 €	648 309 €	661 275 €
Frais et Charges non récupérables	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €
Gros travaux						
Total des Charges	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €	0 €
Valeur de revente basée sur les flux de la 11ème année						**9 506 401 €**
Flux financiers nets	**598 937 €**	**610 916 €**	**623 134 €**	**635 597 €**	**648 309 €**	**10 167 676 €**

Commentaires : La valeur de revente inscrite en 10ème année correspond à ce que vaudra l'actif sur le marché dans 10 ans.

Décomposition taux d'actualisation des CF	
OAT (10 ans)	***3,50%***
prime d'illiquidité immobilier	***0,55%***
vétusté	***2,00%***
locataire	***0,00%***
Taux d'actualisation des CF	**6,05%**

Décomposition taux d'actualisation valeur revente	
OAT (10 ans)	3,50%
prime d'illiquidité immobilier	0,55%
vétusté	***2,25%***
locataire	***0,25%***
Taux d'actualisation valeur revente	**6,55%**

Taux rendement net initial	**5,20%**
Indice de révision des loyers	2,00%
Taux actualisation des flux fermes	6,05%
Taux actualisation valeur de sortie	6,55%
Taux rendement théorique revente	6,55%
Droits lors de la revente	***6,20%***
Droits à la date d'expertise	***6,20%***

VAN des CF futurs	9 648 504 €
Droits	563 284 €
VV HD	**9 085 220 €**

Commentaire :

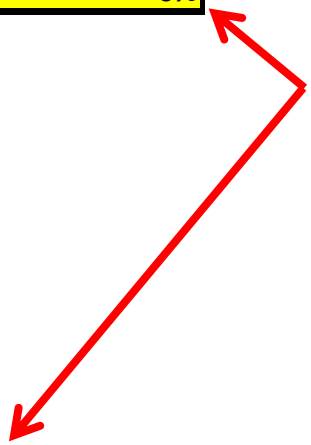
Ce cas pratique tablait sur une répartition équilibrée entre les GIR 1/2, 3/4 et 5/6. Ci-dessous, nous avons simulé la valorisation du même immeuble en modifiant la répartition des GIR. **Ce même établissement qui verrait sa population devenir, à l'extrême, très dépendante ou très autonome, verrait sa valeur vénale varier de plus de 650 k€, soit un écart de 8%**.

Décomposition CA 2011	par jour	par an	
tarif "hébergement" moyen	***75,29 €***	2 262 236 €	
tarif GIR 1/2	***15,72 €***	472 336 €	**0%**
tarif GIR 3/4	***9,98 €***	299 867 €	**0%**
tarif GIR 5/6	***4,23 €***	127 098 €	**100%**
tarif "soins"	***21,00 €***	630 983 €	
prestations annexes (linge, téléphone…)	***2,50 €***	75 117 €	
soit, CA total HT	103,02 €	**3 095 433 €**	

VV par capitalisation du CA 2011	
CA 2011 x taux d'effort moyen de 2008 à 2011	442 835 €
taux de rendement	***5,20%***
soit, valeur vénale DI	8 516 059 €
soit, valeur vénale HD	**8 018 888 €**
soit, VV HD / lit	95 463 €
soit, VV HD / m²	1 941

Décomposition CA 2011	par jour	par an	
tarif "hébergement" moyen	*75,29 €*	2 262 236 €	
tarif GIR 1/2	*15,72 €*	472 336 €	**100%**
tarif GIR 3/4	*9,98 €*	299 867 €	**0%**
tarif GIR 5/6	*4,23 €*	127 098 €	**0%**
tarif "soins"	*21,00 €*	630 983 €	
prestations annexes (linge, téléphone…)	*2,50 €*	75 117 €	
soit, CA total HT	114,51 €	**3 440 671 €**	

VV par capitalisation du CA 2011	
CA 2011 x taux d'effort moyen de 2008 à 2011	478 891 €
taux de rendement	*5,20%*
soit, valeur vénale DI	9 209 435 €
soit, valeur vénale HD	**8 671 785 €**
soit, VV HD / lit	103 236 €
soit, VV HD / m²	2 099



Commentaire :

Cet exemple illustre la nécessité de définir précisément l'assiette de calcul des revenus sur lequel est estimé le loyer admissible.

***

CONCLUSION

Au moment de mettre le point final à ce travail, nous apprenons de source officieuse que la société de gestion de portefeuilles en immobilier, Viveris Reim, a remporté un appel d'offres pour l'acquisition des murs de 8 établissements de santé du Groupe Korian, leader européen de l'exploitation d'établissements de soin et d'hébergement pour personnes âgées. L'investissement porte sur une centaine de millions d'euros et présente un taux de rendement initial d'un peu plus de 6%. Cette actualité illustre l'intérêt croissant des investisseurs pour l'immobilier de santé.

Le marché de l'exploitation des établissements de santé est porté par la croissance et le vieillissement démographiques. Les opérateurs se professionnalisent et se regroupent depuis une dizaine d'années. Pour financer leur croissance, ils cèdent leurs murs à des investisseurs attirés par la dimension non cyclique de l'activité, des loyers sécurisés et des baux de longue durée.

L'externalisation des murs de santé a généré des besoins croissants en évaluation immobilière, ces actifs étant placés dans des véhicules faisant appel public à l'épargne et dans des foncières cotées.

Les experts en immobilier de santé appliquent aux murs des établissements de santé les méthodes d'évaluation propres aux actifs monovalents (capitalisation, actualisation des cash-flows et comparaison). Si les méthodes ne semblent pas devoir être remises en cause, les ratios et critères d'analyse doivent être mieux définis, précisés et régulièrement actualisés.

Lors des entretiens, nous avons découvert que pour le calcul du loyer admissible, il fallait retenir entre 40 et 300 k€/lit/an. Pour ce qui est du rapport entre loyer et CA, le ratio s'étale entre 15 et 30%. Ces fourchettes sont trop larges : retenir 30 % plutôt que 15% du CA pour calculer le loyer revient à doubler la valeur des murs, *toutes choses égales par ailleurs*.

De même pour la nature du CA à prendre en compte : certains experts retiennent l'ensemble des produits. D'autres n'intègrent que les recettes liées à l'immobilier et recourent au CATI (chiffre d'affaires théoriques lié à l'actif immobilier). L'approche des revenus d'une clinique sous T2A (tarification à l'activité) est encore plus sujet à débat.

L'une des difficultés de ce mémoire résidait dans l'accès aux informations : le marché de l'investissement en murs de santé est un marché récent. Il est concentré sur une quinzaine d'opérateurs et autant d'investisseurs. Les informations sur les taux de transaction sont encore

tenues secrètes. L'accès aux ratios et critères d'évaluation n'est pas encore démocratisé. Cet environnement est aussi celui des experts en situation d'estimer la valeur vénale ou locative de ces établissements, lors d'évaluation ou de conseil.

Le recours à des ratios imprécis, l'absence d'informations et de données statistiques fiables s'accompagnent de l'opacité du calcul du taux de rendement : les risques liés à l'exploitation ne sont pas toujours pris en compte. Les caractéristiques physiques des établissements sont rarement étudiées du point de vue de la réglementation propre au secteur. Ces lacunes s'expliquent par la difficulté pour les experts d'accéder aux informations, les exploitants n'ayant pas tous une pratique courante des ratios immobiliers et de la projection de leur chiffre d'affaires, ou bien ne communiquent pas ces informations.

Sur le sujet des revenus à prendre en compte, un investisseur reconnaissait ne pas vouloir entrer dans le détail, puisqu'il se place dans une logique de long terme. Cette position n'est pas tenable au moment de l'acquisition.

L'expert interviewé le 30 juillet 2012 résumait ainsi la situation : « *Je ne sais pas à combien je vais arriver, mais je sais à combien je devrais arriver a priori. Après, j'ai des tas de variables d'ajustements. C'est pour cela qu'il ne faut pas faire que du cash-flow. On peut faire dire ce qu'on veut aux cash-flows.* »

L'expertise professionnelle des murs d'établissements de santé ne semble pas pouvoir se contenter durablement d'appliquer des fourchettes aussi larges, de ne pas décider des assiettes de revenus à prendre en compte et de ne pas se préoccuper davantage de l'exploitation de ces établissements, *a fortiori* pour des actifs aussi exclusifs et évolutifs.

Compte tenu des enjeux économiques et sociétaux du marché des établissements de santé, la constitution d'un groupe de travail pour harmoniser les méthodes d'évaluation, les approches de l'exploitation, les critères et les ratios s'impose. La RICS France (Royal Institution of Chartered Surveyors) pourrait héberger ces travaux.

Ainsi, l'expertise en immobilier de santé gagnerait en légitimité et contribuerait à la structuration et à l'avènement d'un véritable marché de l'investissement en murs de santé. A cette condition, davantage d'investisseurs d'intérêt général seraient tentés de se positionner sur ce marché et offriraient aux exploitants publics et privés non lucratifs les moyens de se poser en alternative aux opérateurs commerciaux.

***

SOURCES ET RÉFÉRENCES BIBLIOGRAPHIQUES

ANTOINE B., 2004, *Évaluation des biens*, Editions du Moniteur, 11ème édition, 569 p.

BOULEZ J., 1996, *L'expertise immobilière*, Editions Dalloz, 3ème édition, 100 p.

BROWN G.R., **MATYSIAK G.A.**, 1999, *Real Estate Investment; A Capital Market Approach*, Financial Times Prentice Hall, 736 p.

Centre d'Analyse Stratégique, *Personnes âgées dépendantes : bâtir le scénario du libre choix - Second rapport de la mission «Prospective des équipements et services pour les personnes âgées dépendantes »*, La Documentation française, juin 2006, 502 p.

CNSA, *L'investissement dans les établissements médico-sociaux. L'apport des plans d'aide CNSA Bilan 2006-2010*, décembre 2011, 94 p.

COB, *Commission des Opérations de Bourse (COB), Février 2000, Rapport du groupe de travail sur l'expertise immobilière du patrimoine des sociétés faisant appel publiquement à l'épargne.*

DEHAN P., *L'habitat des personnes âgées : du logement adapté aux EHPAD, USLD et unités Alzheimer*, Editions le Moniteur, 2007, 343 p.

D.G.I., *Guide de l'Évaluation des Biens*, 1989, Imprimerie Nationale, 224 p.

DHOS, *Guide d'accès à la réglementation et aux recommandations relatives à la construction et au fonctionnement technique des établissements de santé*, 1999, 48 p.

DREES, *Les établissements d'hébergement pour personnes âgées en 2003 : locaux et équipements*, Études et résultats N° 380, mars 2005, 8 p.

DREES, *L'impact du vieillissement sur les structures de soins à l'horizon 2010, 2020, 2030*, Etudes et résultats, septembre 2008, n°654, 8 p.

DREES, *L'offre en établissements d'hébergement pour personnes âgées en 2007*, Études et Résultats, n°689, mai 2009, 8 p.

DREES, *Le panorama des établissements de santé édition 2011*, 2011, Collection Etudes et Statistiques, 147 p.

DREES, *L'hébergement offert en établissements pour personnes âgées*, Dossiers Solidarité et Santé, juillet 2012, n°29, 21 p.

DUTHIL G., « L'arrivée du privé dans la prise en charge », *Gérontologie et Société*, 2007/4, n°123, p.185-200.

Ernst & Young, *Etude sur le marché de l'offre de soins, d'hébergement et de services destinés aux personnes âgées dépendantes*, 2008, 53 p.

FAVERGER P., **THALMANN P.**, 2009, *Les secrets de l'expertise immobilière. Prix et valeurs*, Presses Polytechniques et Universitaires Romandes, 3ème édition, 196 p.

FERBOS J., **BERNARD A.**, 2000, *Evaluation des biens*, Edition du Moniteur, 10ème édition, 578 p.

FRANCIS LEFEBVRE, *Evaluation - terrains, immeubles bâtis, fonds de commerce, titres non cotés en bourse, droits d'auteur et droits voisins*, 2009, Editions Francis Lefebvre, 6ème édition, 344 p.

I.F.E.I., *Charte de l'Expertise en évaluation immobilière*, juin 2006, 3ème édition, 59 p.

INSEE, *Bilan démographique 2011*, INSEE Première, 2012, n°1385, 4 p.

KPMG, *Observatoire des EHPAD 2012*, 2012, 19 p.

JUNGELS A., **DUBOIS C.**, « Les maisons de retraite médicalisées, une affaire de spécialistes. », *IEIF Réflexions immobilières*, 2010/3, n°53, p. 56-59.

LEGER F., **VALENCIA A.**, « Les mutations économiques de l'immobilier de santé en France. », *IEIF Réflexions immobilières*, 2011/1, n°55, p. 44-47.

LE BOULER S. (sous la conduite de), *Prospective des besoins d'hébergement en établissement pour les personnes âgées dépendantes. Premier volet : détermination du nombre de places en 2010, 2015 et 2025*, Commissariat Général du Plan, juillet 2005, 100 p.

MARTY G. (sous la direction de), *Livre blanc de l'innovation dans l'immobilier*, 2012, Finance Innovation, 188 p.

POLIGNAC B. de, **MONCEAUX J.-P.**, **CUSSAC X. De.**, 2010, *Expertise immobilière : Guide pratique*, Eyrolles, Immobilier, 4ème édition, 300 p.

TEGoVA, *Blue Book : European Valuation Standards*, 2012, 7ème édition, 240 p.

RICS, *Normes d'évaluation de la RICS* (*Red Book*), 2010, 6ème édition, 144 p.

ROSSO-DEBORD V., *Rapport d'information déposé par la commission des affaires sociales en conclusion des travaux de la mission sur la prise en charge des personnes âgées dépendantes,* Assemblée Nationale, juin 2010, n° 2647, 128 p.

XERFI, *Accueil de personnes âgées*, 2011, 95 p.

XERFI, *Cliniques de court séjour (MCO)*, 2011, 83 p.

XERFI, *L'immobilier de santé à l'horizon 2015*, 2010, 200 p.

Egalement, de nombreux articles, études, publications et éditos parus sur les sites internet suivant :

- www.agefi.fr
- www.businessimmo.com
- www.dtz-immo.fr
- www.joneslanglasalle.fr
- www.lettrem2.com
- www.webimm.com

Ainsi que les périodiques :

- *Les Echos*
- *Le Nouvel Economiste*
- *Réflexions Immobilières*, IEIF.

***

ANNEXES

RETRANSCRIPTION DES ENTRETIENS

A.1. Entretien avec un expert du 30 juillet 2012

A.2. Entretien avec un expert du 1er août 2012

A.3. Entretien avec un expert du 28 août 2012

A.4. Entretien avec un investisseur du 31 juillet 2012

A.5. Entretien avec un investisseur du 02 août 2012

A.6. Entretien avec un exploitant du 21 août 2012

A.1. ENTRETIEN AVEC UN EXPERT DU 30 JUILLET 2012

« Historique

Avant 2006, le marché des actifs de santé n'existait pas vraiment. Il n'était pas structuré. Les cessions d'établissements se faisaient de manière globale : murs avec fonds. La valeur d'établissement comprenait les murs et le fonds. La valeur de l'immobilier était ponctuelle et exogène. Elle venait « polluer » la valeur de l'exploitation.

Début 2006, nous avons été sollicités pour conseiller un investisseur dans l'une des premières cessions d'un portefeuille d'actifs de santé. Nous faisions du conseil à l'acquisition pour cet investisseur. A sa demande, nous avons valorisé le portefeuille proposé à la vente. A l'époque, peu d'experts étaient expérimentés pour cette classe d'actifs. Nous avons dû inventer un nouveau marché.

Notre client a remporté l'appel d'offres et signé avec un taux de capitalisation de 6,04 %. Les deux autres concurrents étaient à 6,06 % et 6,07 %. Nous étions tous dans un mouchoir de poche : moins de 10 points d'écart entre le mieux-disant et le moins-disant. Les écarts entre les différentes évaluations étaient extrêmement faibles, alors que le marché était à l'époque peu structuré.

Nos premières expertises en santé reposaient sur un système de notation d'une dizaine de critères : taille, localisation… Ces critères permettaient de noter les actifs par rapport à un taux pivot. Notre taux pivot de l'époque était de 6,20 %. Pour les actifs expertisés lors de cette première grosse cession, nous nous baladions entre 5,90 % et 6,50 %.

Pour se positionner par rapport au taux pivot, il faut surtout se demander si le locataire restera ou non dans les lieux. Exemple : il loue 30.000 m², a réalisé des investissements importants, le taux d'effort est raisonnable : il restera sans nul doute. Cet actif-là, l'investisseur pourra donc le payer avec une surcote : plus près des 6 % que des 6,25 %.

On a ensuite accompagné cet investisseur sur d'autres appels d'offres qui pouvaient porter jusqu'à une trentaine d'établissements. Nous sommes ensuite devenus les experts de grands groupes d'exploitants pour évaluer les actifs dont ils étaient encore propriétaires.

On s'est vite rendu compte que l'immobilier de santé ne devait pas être considéré comme de l'immobilier d'habitation, même si les gens y habitent, mais plutôt comme de l'immobilier d'entreprise (bail commercial…).

On a découvert que les actifs de santé étaient vraiment de l'immobilier d'entreprise. Cet immobilier est totalement assimilable, du point de vue de l'expertise, à de l'immobilier d'hôtellerie, aux cinémas…, c'est-à-dire à cette catégorie d'actifs où l'immobilier est essentiel à l'exploitation. Les spécificités de bâtiment, les autorisations administratives, la localisation, le mobilier et les équipements techniques spécifiques… font que le gestionnaire ne peut changer de lieu d'exploitation du jour au lendemain, à la différence de l'immobilier tertiaire. L'exploitant de santé doit amortir ses investissements techniques, obtenir l'autorisation de transfert, déménager ses patients/résidents…

L'expertise en santé est un métier très corporate dans l'analyse : l'actif ne vaut que par son occupation. Si on enlève l'occupation, en vacant possession value, l'actif vaut nettement moins. La santé, c'est de l'immobilier corporate.

En expertise d'actifs de santé : on ne dispose que de très peu d'informations sur les transactions. C'est un marché avec peu de players et peu d'informations :

- Gecimed : 1,2 Md€, cliniques et EHPAD, 60 lignes.
- Icade Santé : 1,5 Md€, 100 % cliniques, 44 lignes.
- Cofinimmo : foncière belge, a investi en EHPAD et cliniques PSY, ne voulait pas de plateaux techniques.
- Foncière des Murs : a été un acteur important, n'achetait que des lease-backs, a des liens forts avec Korian.
- Uffi : a monté un OPCI qui n'a encore rien acheté.
- BNP Reim : a monté un véhicule santé, a récemment acquis 7 ou 8 EHPAD à la Foncière des Murs très récemment, les ont payés trop cher. Le surcoût est un ticket d'entrée sur le marché.
- Viveris Reim : n'a encore rien acheté.
- Weinberg : a acheté 2 établissements atypiques, davantage dans une logique immobilière que de santé.

Peu d'acteurs et des informations sur les taux qui restent secrets.

Méthodologie

Avant d'estimer un taux de capitalisation, il faut regarder le taux d'effort, c'est-à-dire le niveau de loyer par rapport aux indicateurs économiques de l'établissement.

Débat : faut-il intégrer ou non le foncier dans le calcul du taux d'effort ? Dans la plupart des baux, l'exploitant doit payer le foncier, qu'il soit locataire ou propriétaire. Donc, d'après moi, c'est une charge normale d'exploitation qu'il faut intégrer.

La hiérarchie entre les produits, c'est du plus technique au moins technique. Pour la MCO : entre 6 % et 9 % de taux d'effort sur le CA (toujours HT sur HT). Lorsque le taux d'effort est proche des 10 %, on doit s'inquiéter pour la pérennité du locataire.

A chaque fois, double contrôle : il faut limiter le taux d'effort loyer/EBITDAR à 50 %.

Du fait de la rareté des produits, des portefeuilles et des acteurs, il est difficile de donner une valeur très précise des actifs de santé.

Sur ces 12 derniers mois, on ne compte que 5 opérations de cessions, et dans des domaines et des gabarits différents. Il est donc difficile de tirer des conclusions.

Les taux d'effort courants :

- MCO : entre 6 % et 9 % de taux d'effort sur le CA (HT/HT).
- SSR : entre 10 % et 12 %.

- PSY : entre 11 % et 14 %. Taux d'occupation entre 110 % et 120 % : les patients payent une semaine, mais partent avant la fin du séjour.
- EHPAD : entre 15 % et 18 %. On peut aller jusqu'à 20 %.
- Résidences-services séniors : on peut dépasser les 20 %. Ce n'est pas vraiment de la santé : ce n'est pas une activité réglementée.

Pour mesurer le taux d'effort sur CA : on prend la totalité des produits, le CA global. Les soins et la dépendance participent aussi au financement de l'immobilier, avec les produits d'hébergement. (Ndr : C'est faux : seuls les produits d'hébergement financent l'immobilier.)

On opère un double contrôle : après avoir vérifié le taux d'effort loyer/CA ou on vérifie le rapport loyer/EBITDAR, qui ne doit pas dépasser les 50 %.

Un sujet important, c'est le problème de l'indexation : les 2/3 au moins des revenus ne sont pas liés à l'indexation de l'ICC, mais sont réglementés et déconnectés de tout marché. Il faudrait indexer le loyer sur l'indice de valorisation de l'indice départemental de la dotation soins, des

prix de journée hébergement ou des tarifs dépendance. Il faut veiller à lier les loyers à l'activité de l'établissement.

On peut aussi caper les indices pour ne pas dépasser les 2 % de variation : faire un floor et un cap : pour éviter des années à 0 % de valorisation des loyers lorsque l'indice plonge et pour ne pas mettre le locataire en difficulté lorsque l'indice s'envole. La relation locataire/propriétaire doit relever du partenariat et être « gagnant/gagnant ».

Médica n'a pas de baux internes. Ils sont propriétaires murs et fonds de certains actifs, donc propriétaires-occupants. Pour valoriser ces actifs, il faut partir d'un bail théorique et simuler un loyer. Combien vaudrait l'actif si je le mettais à bail pendant 12 ans fermes ? Quel en serait le loyer ?

Pour simuler le loyer, on prend la moyenne des CA ou de l'EBITDAR des trois dernières années.

Ensuite, si l'EHPAD est mal situé, on prendra un taux d'effort de 15 % sur la moyenne des 3 derniers CA. S'il est bien localisé, on prend 18 % sur la moyenne des 3 derniers CA.

Ensuite, je regarde le rapport loyer/EBITDAR. Il ne doit pas dépasser les 50 %, voire 55 % pour les actifs les mieux placés.

On valorisera alors ce loyer, comme si on valorisait une externalisation avec un bail de 12 ans ferme, mais c'est nous-mêmes qui déterminons le loyer, qui est une valeur théorique.

Ensuite, on applique au loyer en place ou au loyer théorique un taux de capitalisation variable selon la localisation.

Taux pivot = taux prime. Les taux primes sont stables depuis 2-3 ans. Pas beaucoup d'opérations. Les meilleurs MCO, avec un bail de 12 ans fermes, tournent au départ autour de 6,5 %. On dégrade ensuite ce taux si l'actif est moins bien placé ou plus tout à fait neuf. Taux prime sanitaire = 6,5 %, pour des produits neufs, livrés il y a un an avec un bail de 12 ans fermes et géré par un exploitant reconnu. Pour un EHPAD mal situé ou géré par un exploitant isolé, je mettrais 100 à 150 points de base en plus. Surcote si pérennité et sécurité de l'exploitation avec un gestionnaire reconnu et national qui a une assise groupe.

Taux Prime EHPAD = 6,20 % (-30 points de base par rapport à la MCO) : valorisation plus forte car reconversion possible en habitation.

BNP Reim a acheté ses EHPAD autour de 6 %. L'écart des 20 bps représente le ticket d'entrée sur le marché. Gecina a acheté les EHPAD de la foncière Sagesse Retraite à 6,35 %. Les meilleurs étaient autour de 6,20 %. Les moins bons étaient entre 6,75 % et 7 %.

Peu de travail pour transformer un EHPAD en logements, en résidence-services séniors ou étudiants, à condition qu'il soit bien placé.

Dans la pampa, les murs d'un EHPAD ne valent pas grand-chose : difficultés de reconversion. Il faut alors se donner davantage de sécurité et augmenter le taux de capitalisation.

La valeur d'entrée à la base est celle du taux prime. Ensuite, on dégrade selon l'état, la localisation et la possibilité de reconvertir.

Lorsqu'on fait du conseil à l'acquisition : on travaille avec 6 à 10 critères de notation. On part d'un taux pivot, puis on dégrade ou on améliore ce taux selon ces critères :

- taille,
- localisation,
- avis des conseils spécialisés en technique, juridique, fiscal, environnement et exploitation (Par exemple, Ariane Santé pour l'exploitation : sur la qualité des services, le GMP, les autorisations, certifications, évaluations, échéances administratives...).

L'EHPAD est-il en risque pour son exploitation ?

Pour les due-diligences immobilières, les acquéreurs sollicitent des conseils tiers, en complément des experts immobiliers : avocats (baux, fiscalistes, contrats, notaires), environnementaux, travaux, exploitation…. Les experts immobiliers récupèrent les notes de tout le monde. La réunion de pricing est animée par l'expert immobilier, avec l'équipe de l'acquéreur.

On a une grille de lecture. Ensuite, on fait sur Excel un travail artisanal de mise en cohérence et d'ajustement entre les actifs pour arriver à un truc qui a une certaine cohérence à la fin.

A 10, 15, 20 bps près…, soit à 5 % de la valeur, il est difficile de se décider entre 95, 100 et 105 M€. Un bien à 6 % peut être à 5,7 % ou à 6,30 % : 30 bps d'écart. Ces écarts font évoluer la valeur de l'actif de manière sensible : écart de 10 M€ dans notre exemple.

L'approche par les CF ne sert à rien quand on est sur 12 ans fermes.

On ne change pas notre outil d'analyse en fonction de ce qu'on analyse.

A moins de 10 ans fermes restants, on fait 2 ou 3 projections de CF :

Scénario de renouvellement du bail : on le surpondère jusqu'à 90 %, en fonction de l'autorisation, des investissements…

Scénario de départ du locataire :

- 50 % pour le scénario de relocation potentielle sur la même activité ou sur une activité similaire (clinique de la main → clinique ophtalmologique).
- 50 % pour le crash-case : vacant possession value : transformable en habitation. On fait un bilan promoteur. On perd 20 % à 25 % de surfaces, prend un coût au m² pour transformer en habitation, déduit les frais d'honoraires d'architecte, la marge promoteur, la marge opérateur… = prix de sortie à mettre dans la 8 ou 9ème année du CF. La valeur de sortie, c'est la valeur du foncier et du bâti non occupé.

On a inventé cette approche avec les 3 scénarios : renouvellement, départ avec relocation et départ sans relocation.

On a 3 valeurs à prendre en moyenne, en pondérant selon le taux de survenance de chaque scénario. La moyenne de la valeur de sortie en cas de départ, c'est la moyenne entre la relocation et le départ, après application des pondérations.

Ensuite, on fait l'approche par capitalisation, en nous référant à un taux de capitalisation de marché : aujourd'hui, un bâtiment comme celui-là, avec ce bail vaut 6,35 % par exemple.

Ensuite, on fait une moyenne à 50 % - 50 % entre :

- l'approche par les DCF avec les différents scénarios (souvent moins valorisante que l'approche par capitalisation),
- et l'approche par capitalisation.

Je dois vérifier la cohérence entre les différents taux : je sais que je dois me balader entre 6,20 % et 7 % pour ce type d'établissement.

Je ne sais pas à combien je vais arriver, mais je sais à combien je devrais arriver *a priori*. Après, j'ai des tas de variables d'ajustements. C'est pour cela qu'il ne faut pas faire que du CF. On peut faire dire ce qu'on veut aux CF.

Prospective

L'expertise de l'immobilier de santé constitue près de 20 % de la totalité de nos expertises : 160 lignes par an environ. L'expertise santé est une activité récente, mais elle est récurrente.

On touche très peu le marché du LMNP. Or, beaucoup d'EHPAD ont été vendus à la découpe, par les opérateurs eux-mêmes. Vendre à un seul investisseur institutionnel ou à 50 particuliers ? Gérer 50 copropriétaires est complexe, mais leur nombre leur empêche de se mobiliser pour contester les décisions prises par l'exploitant.

On donne 10 % environ à la boîte de découpe pour les frais de commercialisation. Le taux de sortie en LMNP se situe un peu en dessous de 5 %. Si je vends en bloc, j'obtiens du 6,25 %. A la découpe, il faut réussir à tout vendre et financer la commission de vente. La vente à la découpe peut prendre beaucoup de temps, surtout pour les dernières unités.

Deux types d'exploitants d'EHPAD : ceux qui rachètent et revendent en LMNP, à la découpe en prenant leur temps. Les autres achètent et arbitrent, vendent en bloc rapidement, sans prendre le temps de découper. Les exploitants qui arbitrent rapidement, sans faire de LMNP, ont besoin d'argent rapidement, pour financer leur développement ou de nouvelles acquisitions. Médica fait les deux : vente en bloc et LMNP.

Une opération de santé est un partenariat : la clause du bail qu'on ne retrouve pas dans les autres baux, sauf parfois dans l'hôtellerie, concerne les travaux : un accord est pris avec un taux de rémunération supérieur. Les travaux seront financés par le propriétaire, en échange d'un surloyer. L'acquéreur a une meilleure rémunération. Attention au taux d'effort : les travaux d'extension augmentent le CA, mais les travaux d'amélioration et d'embellissement ne génèrent pas de CA supplémentaire. Le surloyer peut me faire dépasser le taux d'effort critique sur EBITDAR ou sur CA. Il y aurait un risque pour la pérennité de l'exploitation.

Beaucoup d'opérations en sale and lease back. L'exploitant tient les deux cordes : je veux tirer le plus d'argent de la vente ou bien plutôt sécuriser mon exploitation en signant des baux longs avec des loyers raisonnables ?

Le loyer de renouvellement peut déjà être prévu dans le bail avec un tunnel : entre 90 % et 110 % du loyer de la 12ème année. On ne montera pas jusqu'au ciel, mais on sécurise et intègre l'intérêt des 2 parties. Ce sont des partenariats de long terme.

On peut privilégier la sécurité locative avec des taux d'effort de 4 % à 7 %. A partir de là, quoiqu'il arrive, l'activité ne sera pas menacée à cause des loyers.

Evolution du marché

A Gecimed, ils sont 5 pour gérer 1,2 Md€ de patrimoine, avec 5 ou 6 locataires et autant de types de baux différents. On peut avoir davantage de travail dans un seul immeuble d'habitation, qui ne vaut pas 1 Md€ !

Pourquoi les compagnies d'assurances n'investissent-elles pas en santé ? Les 6,5 % du marché actuel, c'est pourtant pratiquement du net.

L'EHPAD est-il trop petit ou trop volatil pour les investisseurs ? Plus petit, il pourrait nécessiter davantage de monde pour s'en occuper.

2011-2012 : Gecimed sort de la logistique mais annonce que la santé constitue un axe fort de développement. Icade a fait entrer de nouveaux partenaires au sein de sa foncière santé. Les mouvements sont souvent inverses entre ces 2 opérateurs.

Les exploitants non lucratifs ne recourent aujourd'hui ni à l'externalisation, ni à l'expertise immobilière. Pourtant, avec des exploitants sérieux, des investisseurs seraient prêts à investir dans ces EHPAD, et pourraient même prendre en charge les travaux.

Il conviendra de laisser le plus de CA disponible à l'exploitant non lucratif. Il externalisera dans un objectif de sécuriser et de pérenniser son exploitation, avec des taux d'effort assez bas. L'exploitant ne voudra pas tirer d'argent de son immobilier, mais préférera négocier un loyer modéré, donc avec un taux d'effort bas. D'où un potentiel d'augmentation du loyer pour financer les travaux via le propriétaire, sans recourir à l'emprunt bancaire, mais en augmentant le loyer.

L'absence du secteur non lucratif sur le marché de l'investissement est paradoxale : les besoins de travaux sont énormes et l'externalisation des murs permettrait de financer les remises aux normes.

BNP Reim serait demandeur d'EHPAD non lucratifs. De plus en plus d'OPCI se posent la question. Imaginant à tort que le secteur des EHPAD est saturé, ces investisseurs se tournent désormais vers les résidences-services séniors. Pour moi, le marché des résidences-services séniors est un non-marché : les personnes âgées préfèrent aujourd'hui rester à leur domicile avec des services, sauf peut-être les gens qui ont peur d'être seuls.

Inquiétude pour les EHPAD : la retraite moyenne actuelle ne suffit plus à payer l'hébergement en EHPAD. Les finances publiques étant contraintes, la participation des résidents pourrait croître dangereusement et menacer l'équilibre financier de l'exploitation. Pour autant, des EHPAD 5 étoiles trouvent encore preneurs à 6 k€/mois. Mais pour encore combien de temps ?

Quid de l'offre d'EHPAD low-cost ou du retour des chambres doubles pour réduire les coûts ? »

***

A.2. ENTRETIEN AVEC UN EXPERT DU 1ER AOÛT 2012

« Les établissements de santé

Les produits

Il faut distinguer le marché de la santé, au sens strict du terme, de celui de l'hébergement des personnes âgées. Les produits sont différents. Les intervenants, exploitants et investisseurs, sont parfois sur les deux types d'actifs à la fois.

La segmentation entre les deux catégories d'actifs résulte de la réglementation : les contraintes, les financements et les besoins des utilisateurs diffèrent selon le secteur d'activités.

Les différents produits du marché de la santé :

- L'hôpital public : c'est un sujet qu'on connaît peu. Le marché de l'investissement des murs d'hôpitaux publics est aujourd'hui inexistant. Pourtant, ces établissements ont besoin d'être reconstruits, modernisés. Parfois, on assiste à des fusions avec des hôpitaux privés ou des cliniques. Aujourd'hui, le financement des hôpitaux publics devient compliqué. On peut imaginer pour l'avenir le développement d'opérations en PPP. Le secteur public n'est pas prêt à l'externalisation totale des murs mais accepterait les montages en PPP ou en BEA.
- Dans le privé, plusieurs produits : les cliniques MCO : plusieurs tailles et plusieurs produits. Les plus anciennes n'ont plus la taille critique et sont techniquement obsolètes. Elles sont encore nombreuses. Elles sont aujourd'hui aux mains de médecins qui arrivent à l'âge de la retraite. Le produit futur pour les cliniques, c'est l'établissement neuf qui regroupe plusieurs établissements anciens. On peut aussi imaginer des regroupements de lits publics/privés. Il faut atteindre des tailles critiques, car les cliniques réclament des équipements techniques de plus en plus spécialisés. Double mouvement de concentration et modernisation du secteur.
- La clinique spécialisée : PSY ou soins de suite. Ce sont des établissements plus petits, dont l'exploitation se rapproche de l'EHPAD, puisque la dimension hébergement y est importante. La tarification n'est aujourd'hui pas réglementée comme en MCO qui est sous T2A.
- EHPAD : produit historique qui se normalise pour la taille et les prestations. Ce produit a beaucoup évolué sur ces 10 dernières années, du fait notamment de l'effet canicule 2003. Ce produit se stabilise.

Les hôpitaux, cliniques et les EHPAD sont d'abord des produits physiques.

Dans le social, l'immobilier est très divers. Les résidences non médicalisées pour séniors : ce n'est pas tout à fait de la santé, ni du médico-social. Les Jardins d'Arcadie, par exemple, ont conçu un nouveau produit qui a l'air de très bien marcher. La question se pose d'intégrer les résidences-services séniors aux actifs de santé.

Les acteurs

Dans le public : les hôpitaux publics

Dans le privé commercial : on vit une période de concentration entre acteurs, avec les grands groupes qui se sont créés il y 10-20 ans et qui vont continuer à grandir. Ces dernières années, le nombre de créations de lits a surtout profité au privé commercial. Les grands groupes sont de plus en plus grands, parce qu'il faut aujourd'hui dégager des économies d'échelle. Les exploitants commerciaux sont aujourd'hui fortement professionnalisés. Les établissements historiques, anciens, ont été développés par des médecins, qui en complément de leurs activités médicales ont créé ces établissements d'hébergement. Aujourd'hui, ces établissements sont anciens et doivent être repositionnés. Dans le privé commercial : on assiste à un double mouvement : concentration et professionnalisation.

Le marché de l'investissement en actifs de santé

Depuis une petite dizaine d'années, on assiste à une dissociation entre exploitation et détention du patrimoine pour ces établissements. Les grosses opérations d'externalisation ont commencé en 2007, avec d'abord des EHPAD.

2 cas de figure :

Les cliniques avaient un important besoin de travaux et d'amélioration technique. La possibilité de financement se faisait par l'opération d'externalisation. L'exploitant touchait un chèque, puis devenait locataire, après avoir touché le produit de la vente. Avec les fonds récupérés, il pouvait engager les travaux ou bien les faire financer par les investisseurs.

EHPAD : même situation, avec en plus, pour les groupes, la volonté de poursuivre le mouvement de concentration et croître. Orpéa, Korian… ont racheté massivement des petits exploitants.

Dès 2007, des portefeuilles d'actifs ont été mis sur le marché. Il s'agissait dès le début de partenariat exploitants/investisseurs à long terme. Les externalisations se sont faites avec des baux sécurisés, pour des durées longues, avec possibilité de renouvellement et de maintien de l'exploitant dans les lieux.

Depuis 2007, multiplication de ces opérations avec différents investisseurs, dont Icade et Gecimed, Foncière des Murs, STE, Cofinimmo (Belgique : EHPAD et cliniques de soins de suite).

Le sale and lease back est une opération financière par laquelle un exploitant propriétaire de ses murs et de son fonds va vendre les murs tout en restant exploitant, non plus comme propriétaire, mais comme locataire. C'est ce qu'on appelle l'externalisation immobilière.

Autre possibilité : créer une filiale pour sortir les murs, mais c'est une fausse externalisation qui vise à dissocier le risque ou à davantage valoriser les murs.

Dans les grands groupes, comme Orpéa et Korian, le business principal, c'est l'exploitation de santé. D'un point de vue stratégique, leur développement est davantage orienté vers l'exploitation plutôt que dans la détention de patrimoine immobilier.

Pour les investisseurs, le business, c'est plutôt la détention de patrimoine, l'investissement, et non l'exploitation.

Dolcéa fait exception : double business : exploitation et immobilier. Idem pour Pierre et Vacances qui développe 2 activités : promoteur propriétaire et exploitant de résidences. Ils peuvent mener de front ces deux activités. Idem pour Marriott aux EU et pour le groupe Accor qui a depuis 5 ans choisi de se concentrer sur l'exploitation. Pour mener à bien cette exploitation, ils ont besoin de fonds. Pour obtenir ces fonds, ils vont arbitrer leur patrimoine immobilier et le vendre à des investisseurs.

Les raisons du développement des externalisations des murs de santé en 2007 sont diverses :

- La raison historique est comptable et financière : il était à l'époque à la mode d'alléger les hauts de bilan pour déconsolider.
- Phénomène de mode.
- Rationalisation : dans les taux et les coûts, des périodes sont propices à l'immobilier. D'autres fois, il vaut mieux être locataires.
- Impact des taxes, normes comptables.

Les cessions de patrimoine se font aussi parfois à la demande des actionnaires. Le patrimoine de grands groupes de centres commerciaux par exemple n'est parfois pas totalement valorisé. Des plus-values inattendues pourraient être constatées à la cession de ces murs à leur valeur de marché. Exemples : Carrefour et Casino qui ont externalisé leur patrimoine.

C'est aussi une question de cycles immobiliers : à d'autres époques, sur d'autres montants et d'autres durées, le crédit-bail peut s'avérer être plus intéressant, être le produit qui fonctionne le mieux.

L'expertise en immobilier de la santé

Les motifs de recours

- Juste pour connaître la valeur. Celui qui pose la question n'a pas la réponse. Un ancien médecin propriétaire de sa clinique arrive à l'âge de prendre sa retraite. Il va vouloir céder ses murs ou son fonds et ses murs. Il veut juste en connaitre la valeur.
- Pour fixer la valeur locative pour régler un conflit locataire/propriétaire : au terme du bail, le propriétaire propose le renouvellement, à telles conditions et le locataire accepte le renouvellement, mais pas à ces conditions-là.
- Pour le financement ou refinancement. Pour informer le banquier avant qu'il ne s'engage ou pour le rassurer sur un sous-jacent.

Majorité des demandes d'expertise : besoins comptables et financiers pour l'exploitant, ou pour l'investisseur. L'exploitant, dans sa vie comptable, à chaque clôture, lorsqu'il est coté ou pas, peut se poser la question.

Problématique de normes comptables : soit les entreprises sont au coût (valeur de coût, historique : le terrain ne s'amortit pas et le bâti s'amortit par composants), soit à la juste valeur (fair value) qui est une valeur plus économique. L'expert peut être consulté pour la valorisation comptable.

Dernier cas : la transaction : avant prise à bail, vente ou acquisition. Une des parties demande à l'expert de valoriser le patrimoine à la valeur vénale et/ou à la valeur locative de marché. C'est du conseil. C'est moins normé, mais ça répond aux mêmes conditions d'exercice de l'expertise : la Charte de l'EEI s'applique dans tous les cas. Elle définit plusieurs valeurs : valeur vénale, fair value (ne prend pas le spéculatif : modification de PLU…, valeur la plus objective.., IS40), valeur vénale (prix obtenu sur vente).

Dans notre service, à 80 %, les motifs de recours relèvent de la valorisation pour les comptes. Les clients ont besoin annuellement, au semestre, au trimestre, de l'actualisation de leurs valeurs. On va être en dynamique : on va regarder les mêmes actifs de manière répétée.

Activité santé = moins de 10 % en volume dans notre service. Le bureau est la classe d'actifs la plus expertisée, viennent ensuite le commerce, la logistique, puis l'immobilier d'exploitation.

Le marché de l'investissement santé en 2011 : 650 M€, sur un marché global de l'investissement de 15 Md€, soit 4 %. L'immobilier de santé n'est pas une classe d'actifs majoritaire, mais alternative. Peu d'experts en santé, mais tout expert est capable d'en faire.

Les investisseurs intéressés par la santé sont des spécialistes. A Icade, la santé représente 1,5 Md€, sans doute à peine 10 % de l'ensemble du patrimoine de la foncière.

La santé reste un secteur de niche. Il faut relativiser. La santé est une niche récente. Il y a 15 ans, aucun investisseur ne s'intéressait à la santé. Certains en avaient par hasard, mais ce n'était pas stratégique.

Depuis 2007, les investisseurs se sont aperçus que les actifs de santé étaient sécurisés. Le CF y est sécurisé. Dans un EHPAD, au terme du bail, le locataire ne va pas donner congé pour s'installer ailleurs. Il devrait déménager les résidents âgés et demander l'accord des autorités. Si le produit convient à l'activité, la pérennité du locataire est très forte. Il est important de vérifier que le locataire peut continuer à payer son loyer.

Les assureurs n'ont pas vraiment été sur ces actifs. Historiquement, ils étaient sur des patrimoines de centre-ville, dans les centres d'affaires ou dans les beaux quartiers : logements et bureaux très bien situés, sur des produits qu'ils connaissaient.

EHPAD, il y en a dans toute la France. Certains EHPAD fonctionnent très bien dans des villes de province, parfois mieux qu'à Paris.

Les investisseurs qui viennent dessus aujourd'hui sont des gens qui achètent un produit, une signature, celle d'un exploitant. Que l'actif soit en Normandie, en Provence ou dans les Landes, ça n'a que peu d'influence sur sa valeur. Pour autant, il ne faut pas sous-estimer l'importance de l'emplacement, pour les cas de reconversion.

Le besoin est lié à la population et au marché de la concurrence. Plus la population est âgée, plus le besoin en établissements de santé et d'EHPAD est important.

Méthodologie

On va se situer à la valeur vénale. Combien j'obtiendrais de l'immeuble si je le vendais, hors fonds ?

On parle d'un produit immobilier qui est monovalent : il a été construit pour un usage particulier, spécifique, presque exclusif.

D'un point de vue juridique, l'incidence est forte : à la fin du bail, pour les produits monovalents, le loyer de renouvellement est en principe fixé à la valeur locative. C'est une exception en matière de commerce, prévue dans le Code des baux commerciaux. Habituellement, le loyer de renouvellement, c'est le dernier loyer indexé.

Produit monovalent d'un point de vue physique + incidence juridique.

Ce produit va être considéré comme un produit d'investisseurs. Comme tout produit d'investissement, c'est un produit qui va générer un revenu et qui va être acheté sur ce postulat. Parce qu'il est susceptible de générer un revenu, l'actif va avoir une certaine valeur et va intéresser un investisseur. Le prix de cet actif va être fonction du revenu qu'il va pouvoir générer.

En terme de méthodologie, on va de suite s'orienter vers les approches par le revenu qui sont au nombre de deux : capitalisation du revenu et méthode des DCF.

Autre approche : par comparaison : avec un EHPAD similaire, dans une ville et une taille comparables, mais c'est moins précis, moins factuel et moins financier que les approches par le revenu.

Egalement, approche par prix de revient, plutôt pour l'exploitant que pour l'investisseur : un EHPAD neuf, ça me coûte tant au lit et au m² + décote en fonction de son ancienneté et de son état technique, par rapport à un produit neuf.

Habituellement, on va être plutôt pour une approche par le revenu, l'approche dite « de l'investisseur ».

Un exploitant tel qu'Orpéa ou Korian connaît très bien ses prix de revient et la valeur de marché de son patrimoine.

Il est important de connaître les coûts techniques de remise aux normes pour estimer les CAPEX.

La valeur vénale, c'est la valeur de marché. On peut la recouper avec le prix de revient. Un établissement ancien peut valoir davantage qu'un établissement neuf s'il génère davantage de revenus. Inversement, un EHPAD neuf et luxueux qui ne se remplit pas du fait d'une mauvaise localisation ne vaudra pas grand-chose. Les actifs de santé sont des produits d'investissements, donc on va privilégier la méthode par le revenu, pour déterminer la valeur vénale.

On commence par la capitalisation : appliquer un taux sur un revenu effectif ou potentiel. Soit, on a un exploitant et un bail. Soit, on est avant le démarrage du bail et on va déterminer la valeur de l'actif pour calculer son loyer. Soit, le bail est déjà signé et le loyer existe.

Première démarche : analyser le bail, les différentes clauses. Ensuite, on va peser le loyer : est-il élevé ou non ? Si le loyer est trop élevé, la pérennité du locataire peut être menacée. Inversement, un loyer trop élevé offre à l'investisseur l'opportunité de capter un gisement de valeur à la revente.

Il faut analyser le niveau du loyer. On est dans l'immobilier d'exploitation, donc on va apprécier le loyer non pas au m², mais dans la capacité qu'à l'exploitant à payer ce loyer.

De manière normative, on va reconstituer un CA. Si on a des données d'exploitation : on les analyse, pour savoir si elles sont normatives.

A partir de ce CA, on va déterminer un EBITDAR : résultat avant impôts, taxes, amortissements et loyers. Ce résultat va servir à rémunérer le fonds de commerce et immobilier (R = rent). Ce qu'il reste de l'EBITDAR sert à rémunérer le fonds et l'immobilier.

Il faut d'abord rémunérer l'immobilier avant le fonds. Avant de dégager un bénéfice de l'exploitation, il faut d'abord payer son loyer. Une fois qu'on a payé l'immobilier, on pourra voir ce qu'il reste.

On va confronter le loyer normatif qui sera un pourcentage de l'EBITDAR et le loyer du bail.

Du CA, on détermine un EBITDAR, puis on va appliquer un taux d'effort sur l'EBITDAR pour déterminer un loyer normatif.

Le taux d'effort est fixé par des usages qui ne sont pas écrits. C'est du cas par cas. En général, il est de 50 % pour ces actifs. Sur d'autres actifs, on pourra aller au-delà, mais il faut alors peser la profitabilité qui se mesure par le rapport EBITDAR/CA. Un établissement qui tourne bien présente un EBITDAR/CA de l'ordre de 30 %.

Rappel méthodologique :

On a un établissement.

On va reconstituer le CA potentiel.

A partir de là, on va déterminer un EBITDAR potentiel et normatif.

Puis, on va déterminer un loyer admissible : c'est un pourcentage de l'EBITDAR.

Ce loyer admissible sera retenu comme base de capitalisation pour un établissement qui n'est pas en fonctionnement. Soit, l'établissement fonctionne déjà et on aura tous ces éléments. On va comparer : le CA de cet établissement est-il normatif ? Est-ce qu'il surperforme ou sous-performe ? Est-ce que son EBITDAR est normatif ? Le loyer en place est-il normatif ? On va retenir soit le loyer en place comme base de capitalisation, soit le loyer normatif, selon l'écart entre les deux. Surtout ne pas capitaliser un loyer en place supérieur au loyer normatif. Si le loyer normatif et si le loyer en place sont proches, on capitalisera le loyer en place, de base. S'il y a un écart supérieur ou égal à 20 %, on capitalisera le loyer normatif. Eviter de capitaliser un loyer hors marché, sous peine de mal évaluer le risque que l'exploitant soit en défaut ou mette fin au bail. C'est très rare qu'un exploitant d'un établissement de santé donne congé. C'est difficile de partir avec les résidents, de transférer l'autorisation… Tout dépend aussi du produit : l'exploitant voudra rester dans un produit aux normes et bien entretenu, et inversement, même si le loyer est un peu élevé.

Exemple d'une résidence de loisirs, cédée à la découpe en défiscalisation : le loyer payé par l'exploitant était contractuellement supérieur à son CA. Il n'a tenu que 4 ans.

Ensuite, on capitalise le loyer obtenu. Le taux de capitalisation va dépendre du bail, de la durée ferme. Ce loyer sera un loyer net : on aura déduit les charges non récupérées (par exemple, déduction de la taxe foncière si elle reste à la charge du propriétaire). Loyer net et HT. On applique un taux à cette base de capitalisation. Le taux va aussi dépendre de la qualité de la signature : grand groupe solide ou personne physique ? Il va dépendre de la durée ferme du bail : 9 ou 12 ans fermes ? Plus c'est long, mieux pour l'investisseur c'est. 12 ans fermes sera

préférable au 3, 6, 9. Le taux de capitalisation sera aussi fonction du marché dans lequel on se situe : province ou Paris. Dans la capitale, on acceptera un taux de capitalisation plus bas qu'à Limoges. Ce taux n'est pas normatif. On ne prend pas non plus un taux pivot ou un taux prime qui serait ensuite dégradé. Ca n'a aucun sens de pratiquer des taux pivots, pour ajouter ensuite des bps. Dans un portefeuille, le danger d'appliquer un taux pivot est de s'éloigner de la valeur vénale des actifs les plus spécifiques. Certains actifs sont à 9 %. Notre service travaille actif par actif, et non par application d'un taux pivot commun à l'ensemble des actifs du portefeuille. Ce taux de capitalisation se détermine par comparaison. On fait de l'évaluation à l'année. On cherche à se renseigner sur l'ensemble des transactions qui se font dans l'année, dans le même secteur d'activités.

Ensuite, par recoupement, on vérifie que la valeur métrique est compatible avec la valeur obtenue. On comparera aussi les valeurs/lits et places.

Autre approche : la méthode par rendement, qui consiste à appliquer un taux de rendement au loyer en place. Le taux de rendement va dépendre de la situation géographique de l'actif et du marché local. On va aussi regarder la convertibilité éventuelle de l'immobilier, sa taille et sa rentabilité.

Pour un actif qui affiche un EBITDAR inférieur à 20 % du CA, voire négatif, l'investisseur sera plus prudent et appliquera une décote : cet actif présente davantage de risques que son locataire parte ou ne puisse plus payer le loyer. Un établissement qui présente une excellente profitabilité récurrente intéressera davantage un investisseur, qui acceptera de payer une surcote.

L'expert regarde aussi la constructibilité résiduelle, les conventions, autorisations, certifications, évaluations… Il s'entretient avec l'exploitant, examine les rapports d'évaluation et de certification... S'il existe une possibilité d'extension ou un foncier résiduel, il la prend en compte. Le terrain pourrait être cédé ou on pourrait y construire du résidentiel.

On examine aussi :

- l'activité exercée.
- le mode de détention : propriété vs copropriété.
- l'écart loyer normatif/loyer prévisionnel. Si le loyer en place est inférieur au loyer normatif : on a un gisement potentiel. On ne capitalisera peut-être que le loyer en place, mais on sera enclin à opter pour un taux plus bas, car le risque est plus faible.

Le taux de rendement, c'est le taux qui va rémunérer la totalité de l'investissement.

On va aussi faire systématiquement une approche par les cash-flows (CF). On commence d'ailleurs toujours par la méthode des DCF. On va se projeter dans le temps. On va calculer ce que l'immeuble va pouvoir générer comme flux. Plusieurs types de flux : les loyers indexés, les charges, les frais, les CAPEX... Si l'immeuble est loué, le loyer sera fixé contractuellement. On reprend la clause d'indexation prévue dans le bail. Le loyer normatif peut évoluer de manière différente. Parfois, on va déconnecter l'évolution des deux loyers.

Durée : on part sur des CF de 10 ans, pour être certain de couvrir l'échéance de risque de départ du locataire. Imaginons un bail de 9 ans : 4 ans de passé. Il en reste 5. En 5ème année, on arrive au terme du bail. Il faut calculer le nouveau loyer qui différera du loyer en place au jour de l'expertise. Le loyer normatif n'évoluera pas suivant l'indexation du loyer en place. Il sera fonction du taux d'occupation, de la T2A… Le loyer en place et le futur loyer peuvent évoluer de manières différentes.

Au terme des 5 années contractuelles : il faut se demander ce qui va se passer. Le loyer de renouvellement va-t-il être supérieur ou inférieur ? Y a-t-il un risque de déconnexion ? Cf. la notion de reversion négative ou positive. Loyer certain vs loyer probable.

A la fin de la série des CF, on revend l'immeuble. C'est sa valeur de sortie. On touche un prix de vente net. Les CF et le prix de vente seront actualisés au jour de l'expertise.

Durée des CF étudiés : on retient souvent 10 ans, car les clients souhaitent consolider les CF des différents actifs sur une durée commune à tous les immeubles.

Ce qui est important, c'est de couvrir l'échéance de risque de départ du locataire, pour se forcer à se poser la question de la reversion positive ou négative. C'est elle qui va déterminer la valeur de sortie de l'immeuble.

Dans le cas d'un bail de 12 ans fermes, on prendra un CF qui couvrira ces 12 ans, donc 12 ans + 1 an. Lorsqu'un actif non occupé se remplit, le risque change. Il peut être vide pendant sa construction ou pendant sa restructuration. Lorsque le porteur de l'immeuble change, le risque change. L'immeuble occupé ne présente plus le même risque que lorsqu'il sera vide, ni la même rentabilité, effective et attendue.

L'intérêt de la méthode des CF, c'est de se poser la question de l'évolution des flux dans le temps : c'est une approche dynamique.

Pour un actif loué au marché, sur une durée longue et sécurisée, l'approche par CF n'apporte rien. En cas de distorsion entre les flux instantanés et les flux futurs, l'étude et la projection des CF a toute sa pertinence.

L'approche par les CF permet des mesures très précises : travaux à vide, relocation…

L'immeuble reloué redevient liquide : il est arrivé à maturité de cession. Il sera cédé à 6 % occupé et à 7,5 % vide. On adapte le taux de capitalisation des flux projetés en fonction de la rentabilité affichée par l'immeuble : vide, occupé… ? Attention au risque d'échéance, lorsqu'il intervient dans les deux prochaines années.

Ensuite, on actualise les flux et la valeur de sortie obtenus en capitalisant le dernier loyer en place ou la valeur locative si on constate une déconnexion.

On obtient une valeur brute. On en déduit, le cas échéant, les honoraires de commercialisation et on obtient une valeur nette à actualiser.

On peut parfois différencier les taux d'actualisation : en fonction de la signature, si on a pu capturer du gisement… On retiendra un taux d'actualisation plus bas sur la partie sécurisée du bail. On appliquera un taux supérieur sur la période du bail la moins sécurisée.

On recoupe aussi par comparaison avec les ratios au lit, chambre, place…

Ce n'est pas parce qu'on irait loin dans le temps lors de la projection des CF qu'on serait plus juste. Plus le CF est long, moins on est certain. Il vaut mieux des CF courts. Le plus important : couvrir l'échéance de risque. En présence d'un bail de 9 ans fermes, projeter les CF sur 10 au minimum pour couvrir le risque de relocation.

Taux d'effort loyer/EBITDAR : 50 % maximum. Regarder ce que ça donne sur le CA (15 % - 8 % maximum). Recouper les deux chiffres.

Pour le CA, on ne prend pas toujours tous les produits. Tous les produits n'évoluent pas de la même manière, n'ont pas la même variabilité, progression et certitude : forfait soins de l'Assurance maladie vs hébergement facturé aux résidents. Tous les produits n'ont pas la même valeur. Dans une clinique de MCO, toutes les interventions ne présenteront pas la même profitabilité. Pour une expertise poussée, on devrait pouvoir aller jusqu'à ce niveau de détail.

Prospectives : risques et incertitudes

La T2A n'est pas gravée dans le marbre. Il est difficile de savoir comment vont se comporter les tarificateurs. C'est capital.

Autorisation d'activité : gagner ou perdre une autorisation d'exercer une activité peut modifier les CF. Idem pour une activité ou une capacité particulière : une extension, nouvelle autorisation, fermeture, déconventionnement…

Evolution de la concurrence : pénurie ou dilution de l'offre par multiplication des créations de places ?

A ce jour, la concurrence ne joue pas vraiment : la production est tendue.

Point important : si le locataire part, que ferais-je de l'établissement ? C'est surtout vrai pour des établissements anciens et obsolètes, qui n'ont pas la capacité critique : risque de libération. Le locataire d'une clinique neuve ne sera pas tenté de la quitter à la fin du bail. L'investisseur est tranquille 25-30 ans. L'actif libéré pourra-t-il être reloué ou reconverti ?

Pas de table de notation, on fait un bilan promoteur ou bien on va appliquer un prix de marché de cession moyen.

Autres risques pour les cliniques :

- *T2A,*
- *reconversion,*
- *risque administratif externe : autorisation, la santé coûte cher, les budgets sont contraints…*

Incertitude et risques pour les EHPAD :

Qui pourra continuer à payer entre 2 et 5 k€/mois ? Aujourd'hui, les ménages d'actifs n'ont pas prévu, ni imaginé de financer eux-mêmes leur maison de retraite. Ces équipements ne sont pas aujourd'hui financés pour l'avenir. Cette charge n'est pas affectée dans l'esprit des ménages : ils pensent transmettre à leurs enfants leur résidence principale, mais comment financeront-ils les 10 années de maison de retraite ? Les enfants risquent d'avoir à participer aux frais d'hébergement de leurs parents, sur demande des Conseils généraux, au titre de l'aide-sociale.

Différencier les prix affichés et les coûts réels. Au final, les coûts du privé et du public sont très proches. En bout de chaîne, le prix de revient est toujours payé par quelqu'un, même si ce n'est pas le destinataire du service.

Il faut se méfier des prix affichés : l'offre publique n'est peut-être pas à développer. Le secteur public n'est peut-être pas moins cher en coût de revient que le secteur lucratif.

Finalement, 3 k€/mois pour une maison de retraite, c'est presque identique au total des charges d'une personne qui vit à son domicile et consomme des biens et des services, y compris assurance, concierge 24h/24, alimentation, impôts locaux, taxe foncière, aide et soins à la personne… On ne peut échapper à ces dépenses à partir d'un certain âge. Pour toutes ces raisons, nous sommes confiants pour l'attractivité future des EHPAD.

Pour la santé, c'est plus complexe : pour un rien, on se fait aujourd'hui 1, 2 ou 5 IRM + 2 ou 3 autres pour vérifier le résultat initial. Ça coûte très cher. On pourrait assister à une restriction des crédits de l'Assurance maladie ou à une augmentation du reste à charge des patients/usagers, avec à terme le risque de voir baisser la fréquentation des établissements de santé. Aujourd'hui, on ne sait pas combien coûte réellement une prestation de santé : on paye avec sa carte vitale sans savoir combien ça coûte. Le consommateur final n'a aucune idée du coût réel.

Risque à terme pour la santé : telle pathologie, on ne l'opère plus. Tant pis : les gens mourront un peu plus tôt… Fera-t-on encore une transplantation cardiaque pour une personne de plus de 85 ans ? On assistera sans doute à la mise en place d'une nouvelle économie dans la santé, avec à terme un risque de déstabilisation pour les exploitants et les investisseurs. Pour autant, on aura toujours besoin de soins. L'investisseur qui a des établissements récents, bien localisés et de taille importante n'a pas de souci à se faire.

Les mutuelles prennent un complément, mais au bout d'un moment, elles ne le pourront plus et augmenteront leurs tarifs. C'est comme la gestion de la dette en Europe… : on ne pourra pas toujours reporter la gestion du problème.

Pour l'EHPAD : le coût réel n'est pas très éloigné du prix de revient et les niveaux de marge sont normaux. Aujourd'hui, les enfants ne sont plus prêts à vivre à plusieurs générations sous le même toit, comme c'était l'usage auparavant.

Les impacts pour l'investisseur : il a déjà son business plan. Lorsqu'il fait l'acquisition, il a déjà prévu la durée et la sortie, sa stratégie de cession. Personne n'achète aujourd'hui pour la vie, comme au début du 20ème siècle.

Pas d'impact concret aujourd'hui pour les investisseurs, sauf peut-être la T2A : la variation pourrait intervenir pendant la durée des CF. Les autres risques évoqués interviendront au-delà des business plans en cours.

Le marché de l'expertise de santé

En volume, le marché de l'expertise est lié aux parcs et aux transactions. Les actifs de santé resteront une niche.

Les établissements ne sont pas tous externalisés, financiarisés, expertisés. Quelle réserve pour l'expertise ? Pas autant qu'on pourrait le croire : le mouvement de concentration et de croissance externe ne profite qu'aux grands groupes d'exploitants, soit une quinzaine d'opérateurs. Et seuls les 15 premiers opérateurs font travailler les experts. Le médecin qui va prendre sa retraite ne connaît pas l'expertise immobilière et, dans le meilleur des cas, ne sollicitera un expert qu'une seule fois, sans récurrence. Il n'est pas ciblé par les experts. Leurs cibles prioritaires : grands opérateurs et grandes foncières.

Le besoin en expertise augmentera, mais pas au point de bouleverser le monde de l'expertise. Il y aura davantage d'actifs externalisés et financiarisés, donc davantage d'actifs à expertiser, dès lors qu'ils intégreront une foncière cotée.

Les marchés du public et du privé non lucratif

Actuellement, l'Etat achète lorsqu'il en a l'opportunité (Ministère de la Justice à Aubervilliers), mais a des difficultés pour accéder à la dette.

Actuellement, 20 % seulement du patrimoine de santé seraient touchés par les experts immobiliers. 80 % ne sont pas vus par les experts. Les experts ne toucheront jamais les 100 %. Sur le même marché, aux EU, les experts externes voient 25 % du parc. 75 % sont directement traités par les entreprises.

Ce taux pourrait monter mais pas jusque 50 %. Voyez la proportion de logements vendus par les agences immobilières : juste 50 %. Les autres se font entre particuliers, sans intermédiaire, alors que la profession des AI est plus ancienne que celle des experts.

Les clients expertisés peuvent aussi devenir autonomes. Il s'agit d'un échange d'égal à égal entre l'expert et l'expertisé. Les clients sont souvent des professionnels immobiliers : chez les investisseurs, comme chez les exploitants, compte tenu de leur taille. Ils connaissent très bien leurs produits et la valeur de leur parc.

L'expert n'ira pas voir le petit exploitant isolé, au fond de la France : immeuble isolé, sans valeur et non récurrent. Il restera toujours une part du marché qui ne sera pas couverte par l'expertise.

Dans les grands groupes les besoins seront croissants : obligations réglementaires, demandes des actionnaires pour en savoir davantage et plus tôt. Ces groupes auront davantage besoin des experts. Même le professionnel de l'immobilier, le représentant de l'exploitant ou de l'investisseur n'a pas la vision globale du marché qu'a l'expert. Les exploitants et investisseurs ont besoin du benchmark de l'expert.

Le besoin d'expertise sera chaque jour de plus en plus fort, mais pas au point de bouleverser le paysage de l'expertise.

La profession d'expert

L'expert en actifs santé doit rester généraliste.

Peu d'experts compétents pour le business plan des établissements de santé. C'est normal : en matière d'exploitation, rien n'est faux, tout est juste. On peut tout aussi bien réussir dans le low-cost que dans l'hyper-luxe. D'un bout à l'autre, tout est possible. Certains exploitants vont tout sous-traiter. D'autres vont assurer l'ensemble de la chaîne eux-mêmes.

Le recours au cabinet de conseils comme Eliane Conseil ou Ariane Santé ne sera pas systématique ; le niveau attendu par les clients ne le justifie pas.

Pour les deals d'acquisition, l'équipe est constituée par l'investisseur. L'expert est un prestataire parmi d'autres. Le business de l'expert, c'est principalement la lecture du marché immobilier. Sur le coût de la mise aux normes, l'obtention d'une nouvelle autorisation…, ce n'est pas à l'expert de répondre.

Notre métier d'expert, c'est l'évaluation de l'immeuble, et non le conseil. Les foncières ne sont que rarement spécialisées sur la santé. Il convient donc de rester généraliste et sur son cœur de

métier. Idem pour les autres prestataires : le BET ne pourra avoir une bonne connaissance du marché des taux de rendement immobiliers.

Ce qu'on connaît moins bien, c'est le secteur public. On est plutôt axé sur l'immobilier financier, celui des investisseurs et des exploitants privés commerciaux. En part, le secteur public n'est pas négligeable. L'expert peut être amené à valoriser une friche hospitalière, mais ce n'est plus de la santé. Idem pour la valorisation des hôpitaux publics. Mais, ce n'est pas ce qu'on cherche à faire en priorité. Il y a un marché du secteur public, mais ce n'est pas celui qu'on choisit de traiter en priorité. Principal frein : l'accès à la commande relève du Code des marchés publics. Pas de gré à gré, mais mise en concurrence obligatoire.

Le secteur privé non lucratif

S'il veut externaliser les murs pour financer le développement, l'exploitant associatif ferait-il appel à un expert immobilier pour valoriser les murs à céder ? C'est possible. Il peut aussi ne pas externaliser, ne sachant pas ce que l'opération pourrait leur apporter.

Des investisseurs commencent à s'intéresser au secteur non lucratif privé tel Viveris Reim.

Des opérateurs privés non lucratifs commencent à approcher les experts pour demander qu'elle en est la valeur et ce qu'on peut faire de leur patrimoine ? L'expert peut aussi déterminer la valeur locative de marché pour le compte d'un gestionnaire privé.

Conseil

L'expert peut aussi conseiller pour le choix de l'indice et de la durée du bail. Sur la durée du bail : l'expert conseillera 9 ans fermes plutôt que le classique 3, 6, 9. L'exploitant ne partira pas de toutes les façons, alors autant rassurer le plus possible l'investisseur et négocier un aménagement de son loyer.

Pour conclure

Il y a toute une partie du marché qu'on ne traitera jamais. On ne pourra pas regarder les marchés locaux. Idem, pour les petits groupes qui n'ont que 10 établissements.

Nos critères : masse, sensibilité et récurrence. Nos portefeuilles sont récurrents. On accompagne nos clients dans le temps.

Le développement commercial, la recherche de nouveaux clients - exploitants ou investisseurs - seront très ciblés. On n'ira pas sur tout ce qui bouge. Mais, on pourrait bien attaquer le non lucratif, parce qu'on a presque fait le tour des opérateurs privés. A partir de 30 immeubles, on commence à regarder. Idem pour les actifs régionaux, comme l'hôpital régional.

L'immobilier de santé est un actif monovalent. Son évaluation répond à des contraintes strictes.

Le marché de la santé est porté par le vieillissement démographique et le développement de certaines pathologies. Ce marché est lié aux besoins de la population. Les besoins en établissements de santé sont réels. Le marché de l'expertise est désormais mature.

L'expert doit connaître son marché. Il doit être dedans, être en prise avec l'actualité, c'est-à-dire connaître les transactions, le benchmark, pour justifier ses taux.

La santé est un petit monde : peu d'acteurs, peu d'exploitants et peu d'investisseurs. L'information circule peu : on ne peut donner à l'un ce qu'on cache à l'autre. Ce marché n'atteindra jamais la taille de celui du bureau ou du logement. La transparence ne sera donc jamais comparable à celle des marchés leaders du bureau ou du logement. Les transactions resteront confidentielles dans la santé.

Quels que soient les motifs de recours à l'expertise la Charte de l'EEI s'appliquera.

Pour conclure, dans une certaine mesure, les prochaines années devraient voir le marché de l'immobilier de la santé se développer, ce qui nécessitera des évolutions de la réglementation et des pratiques de l'expertise. »

***

A.3. ENTRETIEN AVEC UN EXPERT DU 28 AOÛT 2012

« Sur le marché de la santé : exploitation et investissement

En immobilier de santé, on assiste à un mouvement de concentration des opérateurs – exploitants et investisseurs - depuis 2007-2008.

En 2007, on a observé la concordance de plusieurs facteurs :

- 2007 a été une année pic pour l'investissement immobilier de santé : l'ensemble des investisseurs de la place était comme des fous et achetait tous azimuts tout type de produit. A l'époque, on avait une pénurie des produits de bureau, de commerce et de logistique. On achetait tout et n'importe quoi, ce qui a eu pour conséquence la dégradation des taux de rendement : plus ça allait, plus les rentabilités approchaient le taux des OAT et des taux de financement. Il est arrivé un moment où on n'avait plus d'upside (ndr : upside = gain). On n'avait plus d'intérêt à acheter de l'immobilier même avec des taux bancaires extrêmement bas. On était sur des taux de rendement de 4,25 %, mais on empruntait à 4 %. L'écart de 25 points de base ne suffisait pas aux investisseurs.

- Des taux d'intérêt extrêmement bas.
- Encore un peu de croissance.
- Des investisseurs étrangers qui avaient beaucoup de fonds à placer.

Donc, en 2007, on avait énormément de concurrence sur le marché de l'investissement immobilier. Les investisseurs recherchaient des placements qui offriraient des taux de rendement supérieurs aux actifs classiques. Ils cherchaient des niches. Les niches n'étaient pas nombreuses : hôtels, résidences étudiantes et santé.

A l'époque, on assiste à quelques rachats de groupes hôteliers et au boom des résidences étudiantes, parce qu'elles offraient des rentabilités supérieures à celle de l'habitation classique.

Pourquoi une 3ème niche avec la santé ? Phénomène concomitant : en sanitaire, depuis le 1er mars 2005, entrée en application de la réforme de la tarification des établissements sanitaires : la T2A. Cette réforme a mis le doigt sur l'importance de rendre ces établissements performants et rentables. Du point de vue immobilier, si les établissements de soins pouvaient devenir rentables, ils pouvaient devenir un support d'investissement intéressant.

Autre contexte favorable : le vieillissement démographique.

Certains opérateurs se sont mis à acheter tous azimuts un certain nombre d'EHPAD et de cliniques de soins de suite. Ils avaient un business model intéressant puisqu'ils arrivaient à dégager des rentabilités valables sur l'exploitation des cliniques. Ils ont voulu appliquer leur savoir-faire aux EHPAD et ont racheté de nombreux EHPAD qui appartenaient à des anciens médecins qui avaient créé leur maison de retraite à côté de l'hôpital et qui arrivaient à l'âge de la retraite. Ils voulaient de la monnaie sonnante et trébuchante et étaient ravis de trouver quelqu'un qui voulait bien acheter leurs biens.

Dans le même temps, l'ensemble des acteurs s'est trouvé : l'offre et la demande se sont rencontrées. Certains d'entre-eux, notamment Orpéa a acheté beaucoup de maisons de retraite et d'établissements de soins de suite à cette époque et a recalqué son business model sur ces maisons de retraite rachetées en piteux état et à remettre aux normes.

Ce marché était confidentiel, car tenu par quelques grands opérateurs : Orpéa, Korian…

Peu à peu, on a commencé à imaginer un produit qui se vendrait très bien en LMNP : on achetait du Time-Share en maison de retraite, ou carrément un lot, une chambre ou un lit, en copropriété, et ça vous rapportait du x % par an à un investisseur particulier. Les banques cherchaient à proposer de nouveaux produits aux particuliers. On a commencé à proposer ces produits découpés. Egalement, des investisseurs ont trouvé intéressant de vendre à la découpe à des investisseurs privés particuliers plutôt que de faire le tour de table auprès des banques.

Après, on est arrivé à des excès : je pense à une grande société industrielle automobile qui avait proposé de placer l'argent de ses cadres dirigeants : ils vont tous acheter un lot de copropriété d'un EHPAD tout neuf et ça leur rapportera x % par an et on va leur dire de placer ainsi leurs bonus. L'EHPAD a été construit, devait être exploité dans le cadre d'un bail de 12 ans, mais l'exploitant a retourné sa veste à la dernière minute. C'était dans un bled où il n'y avait pas grand-chose et la démographie ne permettait pas de remplir l'établissement. Les cadres supérieurs de l'entreprise ont voulu se retirer et revendre leurs parts de copropriété, mais l'établissement vide ne dégageait pas de revenus et donc ne valait rien. En plus, certains cadres se sont aperçus avoir acheté des couloirs et non des chambres… C'est un extrême, mais il y a vraiment eu une folie vers ces actifs de santé.

Aujourd'hui, on est en train de faire machine arrière, mais ces produits sont encore très recherchés et la démographie est là pour justifier qu'il y a un besoin criant. Néanmoins, les

business models qu'on connaît ne sont pas forcément aisés à mettre en place et la demande, même si elle est importante, est de moins en moins solvable. Le business model doit encore évoluer pour réduire le coût : le coût est tel que le niveau actuel des retraites n'est pas suffisant pour financer les prix d'hébergement qui vont de 2 à 3,5 k€/mois.

Actuellement, forte demande, mais tous les business models ne se valent pas.

Sur l'expertise

Les estimations se font de manière de plus en plus récurrente depuis 2008, puisqu'en 2007, c'était les premières acquisitions. On a commencé à faire en 2008 les estimations des exploitants-propriétaires qui étaient cotées en Bourse ou qui possédaient une société foncière non cotée mais avaient besoin d'évaluer régulièrement leurs actifs pour leur bilan.

L'exploitant peut choisir de laisser son immobilier à la valeur historique dans ses comptes, mais de plus en plus, ces sociétés refont faire des expertises régulièrement et volontairement, tous les ans ou tous les deux ans, parfois à la demande des actionnaires.

On n'expertise donc ces actifs que depuis 4-5 ans.

On peut aussi être sollicité pour donner un avis de valeur, au moment d'un projet d'acquisition. L'opérateur est sur le point de racheter un établissement et veut avoir un avis extérieur sur le prix d'acquisition. Il peut aussi vouloir acheter par exemple un ancien hôtel pour le transformer en EHPAD et vérifier la valeur de sortie attendue au bout de 12 ans. On est là dans le conseil, l'aide à l'acquisition.

Maintenant, on n'est plus seulement détenteur en propre en tant qu'exploitant-propriétaire ou qu'investisseurs particuliers ou institutionnels. On est détenteur au travers de parts d'OPCI. C'est de la pierre-papier. Aujourd'hui, je travaille pour le compte de deux OPCI qui ont pris des participations chez des investisseurs, des foncières. Le propriétaire final ne possède que de la pierre-papier qui n'est elle-même qu'une détention sous forme de participation d'un ensemble où il y a des cliniques par exemple, mais pas seulement. A force d'édulcorer ce mode de détention, je suis sceptique. Ces OPCI sont aujourd'hui détenus par des professionnels, ce qui leur confère un régime fiscal allégé, mais le jour où ça deviendra du grand public, je pense qu'on aura à nouveau des dérives sur ce que les gens détiennent finalement. On pousse toujours à l'extrême ces modes de détention.

Sur les méthodes d'expertise

Elles sont assez proches de l'expertise des bâtiments hôteliers. Nous ne valorisons que les murs, sans le fonds.

On regarde d'abord les loyers. Les baux sont généralement sur 12 ans fermes et triples nets.

On capitalise le loyer sur la base d'un taux de rendement compris entre 6,5 % (bien localisé) et 8 % (mal localisé).

On vérifie aussi le rapport loyer/CA : ce taux, appelé taux d'effort, doit se situer entre 12 % et 20 %. En rural, il se limitera à 12 %.

Pour le CA, on prend en compte la totalité des produits d'exploitation, c'est-à-dire y compris les dotations soins (Assurance maladie) et dépendances (Conseil général). Pourtant, ni l'exploitant, ni l'investisseur ne maîtrisent vraiment l'évolution de ces produits : ils sont soumis au bon vouloir des tutelles administratives (Agence régionale de santé et Conseil général) et ne sont pas affectés au paiement du loyer immobilier. Idéalement, il faudrait en effet pousser davantage l'analyse des produits d'exploitation et décortiquer le CA. C'est une norme implicite que de calculer le taux d'effort sur la totalité des produits : c'est une pratique de place justifiée par le fait que l'expert n'a accès qu'aux baux et rarement au détail des produits d'exploitation. Le propriétaire n'est plus à chaque fois l'exploitant. Cette pratique de place n'est pas écrite mais s'applique aux Experts d'organismes qui relèvent de l'Afrexim (Association Française des sociétés d'Expertise Immobilière).

A l'Afrexim, nous n'avons pas encore constitué de groupes de travail sur l'expertise des actifs de santé.

Le marché de la santé restera une niche. Le marché de l'expertise en santé restera donc aussi une niche.

Chez nous, la santé représente entre 3 % et 5 % de la totalité des actifs expertisés. Nous avons déjà expertisé environ 300 actifs sur les deux dernières années.

Les structures qui n'ont pas l'obligation légale d'évaluer leurs murs n'ont aucune raison de recourir à l'expertise, sauf exceptionnellement pour le conseil et l'aide l'acquisition/cession. L'expertise du patrimoine d'investisseurs qui n'auraient pas d'obligation de le faire, restera exceptionnelle et sans récurrence.

Les compagnies d'assurances, elles, ont l'obligation légale d'évaluer leur patrimoine tous les ans.

Quid des acteurs publics ou privés non lucratifs ? L'externalisation de leurs murs, pour financer les remises aux normes et leur développement, n'amènera-t-elle pas de nouveaux besoins en expertise ou d'aide au conseil. ? D'aide au conseil, très probablement. Pour l'expertise, ça dépend de la société qui est détentrice des murs. Aujourd'hui, les règles d'obligation de réalisation d'expertise dépendent de la forme de la société qui détient les murs. Une compagnie d'assurances doit faire une expertise des actifs annuellement. Idem pour une forme de société de type OPCI et SCPI. Les autres sociétés, cotées ou non, n'ont pas cette obligation légale. Tout dépendra de la législation. L'activité de conseil se développera de manière plus certaine. L'expertise dépendra de la législation qui sera mise en place par l'Autorité de Contrôle Prudentiel (ACP).

Les grosses associations pourraient souhaiter externaliser leurs murs et pourraient recourir à l'expertise pour estimer la valeur des murs cédés à une foncière cotée ou à une SCI par exemple. L'association demandera à l'expert d'estimer la valeur d'apport ou bien elle fera confiance à l'investisseur et lui demandera de lui faire une proposition de rachat. Les exploitants non lucratifs ne sont pas des spécialistes de l'immobilier et pourraient se faire avoir lors de telles opérations d'externalisation. Par ailleurs, le recours à l'expert coûte :

- 2 k€ pour un avis de valeur sur 3 pages qui n'engage pas de responsabilité, mais donne une première approche de la valeur,
- 6 k€ pour un rapport d'expertise circonstancié qui réalise une analyse du marché et analyse les éventuelles possibilités d'extension, la constructibilité résiduelle… La différence de prix sera fonction de la nature du document et du travail fourni. »

***

A.4. ENTRETIEN AVEC UN INVESTISSEUR DU 31 JUILLET 2012

« Le marché immobilier de la santé

L'évaluation immobilière est obligatoire pour les foncières cotées. Elle a l'obligation d'expertiser ses actifs, deux fois par an, au 30 juin et au 31 décembre. Les gestionnaires non lucratifs n'ont pas cette obligation. Ils ne recourent donc pas à l'expertise immobilière dite « réglementée ».

ANR (actif net réévalué) vs ANC (actif net comptable).

Autre motif d'expertise, non réglementaire : le conseil à l'acquisition.

L'expertise, c'est plutôt pour un bien détenu et non en vue de son acquisition. Dans ce cas, il s'agit plutôt de conseil à l'acquisition, d'une aide à l'acquisition. On ne s'appuiera pas à chaque fois sur un expert pour mener un deal d'acquisition, sauf pour lui demander un avis de valeur.

A l'acquisition, il s'agit davantage d'un avis de valeur que d'une expertise de la valeur vénale. D'ailleurs, on n'achète pas toujours au prix indiqué par l'expert : on pense pouvoir faire une meilleure affaire et acheter moins cher. Ou bien, pour avoir le deal, on ira au-delà de l'avis de valeur de l'expert. Egalement, parfois il vaut mieux acheter plus cher un actif, parce qu'il est moins taxé…

On peut aménager les valeurs et faire dire ce qu'on veut aux chiffres, surtout avec les CF.

Autres motifs d'expertise : déterminer la valeur locative.

Sale and lease back : Générale de Santé, Korian : pour montrer qu'ils ne vendent pas en dessous d'une valeur donnée, ils expertisent eux-mêmes leurs actifs annuellement ou semestriellement. Ils sont organisés et ont une vraie direction immobilière, comme le Club Med. Ils s'appuient sur la dernière expertise, qu'ils actualisent.

Ils ont compris que l'immobilier, c'est capitalistique. Pour financer leur croissance, ils peuvent avoir besoin de vendre leur immobilier et de s'appuyer sur un partenaire immobilier que nous sommes.

EHPAD vs cliniques

Des barrières à l'entrée qui sont très lourdes : CROSMS puis appels à projets. Ces barrières sont très protectrices pour nous : elles sécurisent et pérennisent les revenus et donc la valeur de nos actifs. On sait qu'il y aura très peu de créations à court et à moyen terme. On mesure la concurrence. On la maîtrise. Les créations ne peuvent arriver n'importe comment, quand et où.

On me propose des EHPAD tous les deux jours, mais je dois faire attention aux moyens de la maison : on ne peut pas acheter que de la santé.

Le marché des EHPAD est réglementé : il créé de la rareté. Je vois donc la réforme HPST, avec les appels à projets, comme un bon point.

Perspectives de croissance : CAPEX = travaux de restructuration et extension sur site existant. J'ai énormément investi en CAPEX ces dernières années, dans la plupart des cas pour des extensions générateurs de CA supplémentaires, sinon pour des embellissements ou des modernisations. Je veux être certain que l'exploitation puisse supporter cette nouvelle charge liée aux travaux. Contrepartie des CAPEX : loyer supplémentaire et allongement de la durée du bail.

Les experts regardent un bien dans la visibilité et la certitude de ses CF et sur la durée ferme du bail.

Il faut que le CA, ou plutôt l'EBITDAR, puisse supporter le loyer en place, augmenté ou renouvelé. Le taux d'effort est un ratio aujourd'hui communément admis. Il faut examiner les business plans de l'exploitant.

La barrière à l'entrée génère de la valeur ou la maintient, à minima. La concurrence est régulée par l'ARS.

On est des actifs monovalents, liés à une activité spécifique. Qu'est-ce que je fais de mon site si départ du locataire ?

La concurrence est maîtrisée en EHPAD avec l'ARS, comme avec les centres commerciaux et la CDAC.

L'immeuble de bureau est fongible, pas les actifs de santé. L'EHPAD est plus facilement convertible que la clinique : 2nd marché. Reconversion plus facile à envisager, en résidence-

services pour séniors, en hôtel ou en habitation, si bien placé. Les rendements en EHPAD sont plus bas de 50 bps qu'en cliniques.

Nos concurrents visent des rendements à 7 %. Nous, on vise du 6,5 % en moyenne. Les 50 points de base d'écart entre clinique et EHPAD sont compensés par le fait que les EHPAD sont plus facilement reconvertibles, plus liquides et plus souvent installés dans des zones résidentielles. Les nouvelles cliniques sont rarement en centre-ville, mais excentrées aux entrées de villes.

Par rapport à une clinique, les EHPAD sont généralement :

- plus petits,
- moins chers,
- plus liquides (ils peuvent même être vendus à la découpe),
- plus facilement reconvertibles,
- construits sur des fonciers plus centraux et mieux valorisables.

Y-a-t-il beaucoup plus d'EHPAD à vendre que de cliniques ? Il y a encore énormément de cliniques à vendre, propriétés de médecins proches de l'âge de retraite. Les grands groupes rachèteront progressivement l'ensemble des cliniques propriétés de particuliers. Ces grands groupes auront besoin d'un partenaire immobilier pour les accompagner dans leurs acquisitions.

Nous travaillons notamment avec la Générale de Santé, Vedici, Médi-partenaires, les 3 grands.

BNP Reim a mis du temps à sortir du bois, mais y est enfin arrivé. Ils ont payé trop cher leurs actifs. Ils ont payé un ticket d'entrée.

Les principaux investisseurs aujourd'hui sur le marché de l'immobilier de la santé : Gecimed, BNP Reim, Cofinimmo, Icade Santé.

Il ne suffit pas d'offrir le prix le plus élevé pour acheter un portefeuille mis sur le marché. C'est aussi une question de montage. Il nous arrive de nous engager sur un volume important de CAPEX, dès la remise de notre première offre.

On fait souvent une due diligence très lourde, très poussée, dès la première phase. Nous visitons à chaque fois chaque actif à la vente. On s'entoure d'un expert immobilier, mais pas seulement : on prend aussi des avocats, un expert en exploitation tel Ariane Santé… L'expert immobilier intervient alors comme aide et conseil à l'acquisition.

Ariane Santé analyse la concurrence, les autorisations, les conventions, les évaluations, les certifications, le taux d'occupation… L'établissement a-t-il les autorisations requises ? Comment le marché est-il organisé localement ? On peut aussi questionner l'ARS. Comment se positionnent les tarifs par rapport à la concurrence ?

On ne s'immisce pas dans le détail de l'exploitation. On sait que l'exploitant fera ce qu'il faut pour valoriser au mieux son fonds : par exemple aller chercher une extension.

Relations propriétaire/locataire

On s'assure que le loyer est supportable. Si ce n'est pas le cas, on se met autour de la table. Il m'est arrivé de proposer d'alléger le loyer d'un établissement en difficulté momentanément et de me récupérer sur un autre établissement géré par le même exploitant, dont nous étions également propriétaires. On est là pour accompagner et aider les exploitants. Leur santé financière, c'est la nôtre.

Nos diligences sont des doubles diligences :

- l'une porte sur l'immobilier physique (études de sol, permis de construire, levée des réserves, dommage d'ouvrage…),
- l'autre porte sur l'exploitation. C'est la due diligence opérationnelle. Il nous faut bien connaître l'exploitant et son métier.

Bien souvent, on détermine conjointement le loyer, par application d'un taux d'effort sur EBITDAR. Le loyer représentera 50 % de l'EBITDAR, au maximum.

En deal d'acquisition, il m'arrive de proposer de baisser le loyer, parce que je le trouve trop élevé : soit il y aura des problèmes d'exploitation, soit j'aurai un problème de reconversion du site en cas de libération.

Je m'assure aussi que la valeur métrique de nos biens est à peu près autant que possible en ligne avec le marché de l'habitation environnant.

Une clinique qui fonctionne très bien peut supporter un loyer très élevé et valoriser ses murs au-delà des ratios métriques du marché de l'habitation. Dans ce cas, nous n'irions pas au-delà de la valeur métrique de marché, par prudence. En cas de reconversion en logements, nous ne pourrions vendre les murs qu'à la valeur métrique du marché local du résidentiel.

On ne peut totalement occulter la valeur vénale du bien. C'est pourquoi on compare les valeurs de transactions récentes en habitation. La valeur métrique du marché de l'habitation est pour nous une aide à la décision. On regarde sous cet angle-là de plus en plus, surtout pour les EHPAD.

Nous sommes justement en train de regarder la reconversion d'une clinique qui sera libérée dans quelques années. Elle a la chance d'être très bien placée : un foncier sublime, mais un bâti compliqué. Si on détruit, on va perdre des m², car le PLU ne permet pas de reconstruire à l'identique. Si on transforme en habitation, on va perdre environ 8 % de la surface actuelle. Quand on met tout bout à bout pour la reconversion, la valeur de sortie n'est pas terrible et peut plomber le TRI.

NB : Pour analyser le taux d'effort, on prend les produits des trois sections tarifaires, alors qu'on ne maîtrise que les produits d'hébergement. C'est souvent un débat : que prendre comme produits pour calculer le taux d'effort ?

Les méthodes d'expertise

1ère méthode : on utilise la méthode des DCF. Notre seule rentrée, c'est le loyer.

On est sur des baux triples nets, toutes charges payées par le locataire :

- 605 (entretien courant),
- 606 (clos et couvert),
- taxe foncière,
- assurances…

Le loyer perçu est vraiment net. C'est notre CA net. On ampute de nos loyers les CAPEX, seuls, mais ils génèrent souvent un loyer complémentaire. Les travaux financés par le propriétaire sont répercutés au réel au locataire soit sous la forme d'un loyer complémentaire, soit sous la forme d'un allongement du bail, avec la signature d'un avenant au bail.

On projette les CF.

On détermine une valeur de sortie.

On additionne les CF actualisés et la valeur de sortie actualisée, et on obtient la valeur vénale.

C'est une approche dynamique : évolution des flux futurs actualisés sur 10 ans en général. Très souvent, on projette sur 10 ans. C'est une pratique courante.

2nde méthode : la méthode du rendement : c'est une approche statique.

Le taux de rendement locatif : il est appliqué au loyer et donne la valeur de l'actif. Cette valeur ne doit pas être trop éloignée de la valeur obtenue avec la méthode des CF. Cette seconde approche permet de comparer, de vérifier la valeur trouvée avec la méthode DCF.

On connaît les taux de rendement locatifs de marché pour de l'EHPAD prime : entre 5,80 % et 5,90 %. On ne peut descendre en deçà des 6 %. Il faut couvrir nos frais de structure.

Nos investissements en santé participent d'une volonté de diversification. Ils doivent donc générer des rendements plus importants que les autres classes d'actifs. La santé est un actif plus risqué que l'hôtellerie, le bureau et le logement. Le bureau, c'est fongible. Les actifs de santé correspondent à environ 10 % de la totalité de nos actifs. Largement minoritaires, les actifs de santé sont loués aux plus gros locataires de l'ensemble des locataires de notre foncière.

3ème méthode : la comparaison des valeurs métriques. On ne prend pas 100 % de la surface, mais 85 %. On déduit de la valeur obtenue par application des valeurs métriques les coûts de restructuration et de transformation en habitation par exemple.

En deal d'acquisition, qui fixe le prix ? L'expert immobilier ou l'investisseur ? C'est l'investisseur qui fixe le prix. L'expert fait une proposition. L'investisseur est chef d'orchestre.

L'expert participe à la réunion de pricing, comme les autres intervenants et conseils : juridiques, techniques, environnementaux… Ça ne sert à rien de prendre un conseil, on ne l'écoute pas.

Le tableau de synthèse de l'expert reprend les informations des autres conseils, mais ce n'est pas lui qui prend la décision.

On fait un audit juridique sur le projet de bail et un audit technique sur le bâti.

Si le 606 est à la charge du preneur, l'investisseur peut ne pas s'intéresser à l'état technique du bâtiment. Si le 606 est à la charge du bailleur, on déduit de la valeur trouvée les travaux nécessaires à 3 ou 4 ans. On met dans les CF les travaux à prévoir.

L'expert propose un prix. L'investisseur se fait une idée.

Idem au moment des expertises réglementaires, deux fois par an, on se fait notre propre valorisation. Puis, on la confronte avec celle de l'expert, lors de la réunion d'expertise. Après échanges, on arrive toujours à se mettre d'accord. Il y a une construction commune du prix ou de la valeur d'expertise.

La valeur d'expertise fait la synthèse des valeurs obtenues avec les différentes méthodes. Pour parfaire cette approche, on visite également les biens, pour se rendre compte sur place de l'évolution du bâti, de l'environnement… Ne pas faire comme certains qui font des offres sans visiter. Ca ne nous est arrivé qu'exceptionnellement.

Faire évoluer les méthodes d'expertises ?

Rien à changer : à partir du moment, où il y a du dialogue avec l'expert, ça se passe bien.

L'expert doit être généraliste et non spécialiste. C'est mieux. Seul JLL a constitué un service dédié à la santé.

Nous sommes de plus en plus sensibles au développement durable, à la performance énergétique, aux consommations..., mais on n'est pas bon du tout sur ces sujets.

Il est important de prendre le temps d'examiner le bail : c'est le nerf de la guerre.

La localisation est toujours capitale : toujours se demander ce que vaudra le foncier si on reconstruit ? En centre-ville, le foncier vaut toujours quelque chose. Les cliniques PSY sont souvent éloignées des centres urbains. Leur foncier n'est que peu valorisable. Pour autant, je ne suis pas inquiet pour la PSY. On manque de lits et c'est toujours plein. Hélas. Là, la localisation est pondérée par l'utilisation. Ce sont les meilleurs rendements : en PSY, le locataire ne part jamais. Les EHPAD sont presque aussi rentables que les PSY.

Dans l'ordre croissant de rentabilité : MCO, SSR, PSY, EHPAD.

Avec la T2A, en MCO, on ne peut se faire de marge que sur les prestations annexes : chambres individuelles, téléphone, téléviseur…

L'EHPAD est plus fondu : on met un peu ce qu'on veut dans les prestations et les tarifs. On peut y faire des marges plus facilement.

On ne peut marger que sur le service rendu.

En clinique, le service rendu, c'est le soin. Or, les durées moyennes de séjour sont de plus en plus courtes, donc on n'a pas vraiment le temps de marger sur les autres prestations. Pas de marge à faire sur l'acte chirurgical. Pas de marge sur le soin, mais sur les services. Il faut que les DMS soient courtes : les patients doivent tourner. Plus on suit de patients, plus on fait de la marge.

Pour une cataracte, on restait 3 jours. Maintenant, on reste 3h00. On est maintenant en ambulatoire. On est accueilli dans des salons, et non plus dans des chambres. Les chambres sont devenues des salons d'attente collective, avant et après intervention.

La signature de l'exploitant compte aussi dans l'évaluation.

Le recours à l'expert relève parfois du confort : c'est bien de se faire « baquer » par un professionnel. L'avis d'un tiers est apprécié, voire exigé, en comité d'investissement.

En réunion de pricing, c'est nous qui faisons notre proposition après avoir récolté tous les avis. On se fait aussi notre prix, en interne. Et on n'est jamais très loin de l'avis des experts. C'est une concertation : chacun annonce sa valeur, puis on discute. En interne, on sait valoriser un établissement. Plus le portefeuille à acquérir est gros, plus on fera appel à un expert, pour ne pas passer à côté d'une information importante. Il nous arrive de faire des acquisitions seuls, sans expert.

C'est moi qui choisit quel expert je prends lorsque je fais une acquisition.

Prospectives

L'expertise en actifs de santé va-t-elle encore se développer ? Je ne le pense pas ou alors pas tant que ça. Pourtant, plus il y aura d'acteurs, plus il y aura de besoins. C'est certain.

Ça dépendra de l'évolution du marché : si un jour la Mutualité ou La Croix Rouge vendent leur patrimoine, ils auront sans doute besoin d'une expertise.

C'est le marché qui générera les besoins d'expertise. L'externalisation sera-t-elle encore autant à la mode ? L'Etat va-t-il se mettre à vendre son patrimoine ? L'Etat a besoin de cash et pourrait céder ses murs. Pourquoi ne pas porter les murs des prisons, des tribunaux, des musées ? Nous y avons pensé.

Nous n'irons pas sur les PPP, ni sur les BEA : nous sommes une société patrimoniale de long terme, partenaire des exploitants. Nous mettons de l'equity et voulons le récupérer au terme du bail le bâti et foncier. On n'est ni promoteur, ni banquier, ni facility manager. Nous n'avons pas notre place dans les sociétés de projets montées pour les PPP. Dans une société de projet, c'est le banquier, le promoteur et le facility manager qui se font des marges.

Si le mouvement d'externalisation gagne les associations, par exemple, les besoins en expertise pourraient croître, mais ce n'est pas certain : pas d'obligation réglementaire et ces opérations se font souvent « entre-eux ». Le recours à l'expert pourrait être nécessaire pour fixer les nouvelles valeurs locatives.

Notre foncière pourrait tout à fait porter les murs d'un EHPAD associatif, mais pas en BEA, ou alors pour une durée de 50 ans et avec un bail commercial de 12 ans fermes. Un BEA 30 ans, ce serait trop court. On irait à 50-60 ans. Hors BEA, en propriété pleine, c'est ok pour aller sur l'associatif. Vérifier s'il est possible de conclure un bail commercial avec une association.

Question cruciale pour demain : comment détermine-t-on la valeur locative d'un bien - EHPAD ou clinique - au moment de renouveler le bail ? Est-ce une valeur au m² ? On la compare à quoi ? Difficile de la comparer, puisqu'il n'y a pas de marché. Est-ce la méthode hôtelière, basée sur un loyer supportable ? On ne peut évaluer une clinique au m². C'est avant tout un loyer supportable. Il s'agit d'un partenariat propriétaire/locataire.

La question se pose au moment de renouveler le bail. Il y a eu beaucoup d'opérations en sale and lease back ces dernières années. La question du loyer renouvelé va se poser largement à court et moyen termes, pour différentes catégories d'actifs, sauf pour les loyers variables. »

***

A.5. ENTRETIEN AVEC UN INVESTISSEUR DU 02 AOÛT 2012

« Les méthodes utilisées par les foncières pour évaluer en interne leur patrimoine en santé sont quasiment les mêmes que celles utilisées par les experts immobiliers.

Critères de choix

Notre positionnement est axé sur des partenariats avec des industriels exploitants nationaux ou régionaux.

En sanitaire, nous visons un taux de capitalisation de 7 % pour les actifs primes. Pour le médico-social, le taux visé est de 6,20 % pour les actifs primes.

Les actifs de santé sont monovalents, difficilement reconvertibles. On parle de « risque résiduel » propre à ces actifs.

Nos critères :

- bonne localisation,
- établissements protégés par une autorisation d'ouverture et de fonctionnement,
- bonne implantation régionale de l'exploitant,
- des équipements et du mobilier à la pointe et adaptés à l'industrialisation des actes, afin de réduire les coûts d'exploitation.

On se demande toujours si le locataire va rester dans les murs à l'échéance de son bail. Pour le savoir, on examine son loyer : est-il supportable ?

On veille aussi à :

- l'accessibilité,
- aux capacités de stationnement,
- aux possibilités d'extension,
- à la réserve foncière,
- aux modifications et restructurations passées…

La distinction capitale/province importe peu : la demande est répartie sur l'ensemble du territoire. L'intervention est locale.

On assiste à un mouvement de concentration des établissements et des exploitants.

Nous cherchons à investir dans les établissements qui sont certains de durer et qui vont grossir.

La santé de demain se développera surtout en ambulatoire, avec de petits établissements qui seront satellites d'établissements plus importants.

Autres critères de choix pour l'actif :

- les qualités intrinsèques du bâti,
- la performance énergétique,
- la qualité environnementale,
- les CAPEX à prévoir.

Les critères de choix pour l'exploitant :

- être solvable,
- avoir d'importantes perspectives de développement.

Nous veillons également à ce que les équipes médicales soient rajeunies et que le pool de médecins soit régulièrement renouvelé. Les équipements et les hommes doivent être à la pointe. La réputation de l'exploitant et de l'établissement doit être bonne.

Le groupe exploitant fournit des garanties sur les baux pour chaque établissement loué qui relève d'une société particulière et indépendante.

Pour les EHPAD, le taux de rendement est faible. Le marché secondaire n'est pas évident, même s'il est plus réel que dans le sanitaire. L'EHPAD est plus facilement délocalisable qu'une clinique.

En médico-social, les baux sont moins favorables aux investisseurs : ils ne sont pas à chaque fois triple nets. Les travaux peuvent rester à la charge des investisseurs.

L'EHPAD présente l'avantage de diversifier le risque au sein d'un portefeuille constitué exclusivement de cliniques.

L'EHPAD exige des bâtiments et des équipements moins techniques, moins spécialisés que dans les cliniques. Il est donc plus liquide et offre des taux de capitalisation plus intéressants.

Perspectives

Générale de santé, Vedici, Médi-partenaires et Vitalia ont externalisé leurs murs.

Les motifs de l'externalisation :

- problématique de succession,
- éviter au repreneur de devoir racheter les murs : rendre plus liquide le fonds,
- faire face à des problématiques de financement : travaux de remise aux normes ou d'embellissement, extension…

De nombreuses nouvelles opérations d'externalisation sont en cours.

Le marché de l'investissement en sanitaire serait compris entre 12 et 14 Md€, dans l'hypothèse d'une valorisation totale du parc privé.

Notre objectif est de constituer un portefeuille de rendements sur du long terme. Nous n'achetons pas pour vendre à court terme.

Quelques gros exploitants se concentrent : c'est la fin des petits opérateurs et des petits établissements. Les établissements seront plus gros et proposeront de nouveaux services, avec des structures de proximité en satellite.

La T2A s'applique avec difficulté dans le secteur public qui n'arrive pas à se réformer. Le privé commercial a quelques inquiétudes depuis les dernières élections présidentielles. Il connaît des tensions plus importantes. Les plus petits établissements vont fermer. Leur rachat constituera un gisement de croissance à capter par les grands groupes. Les petits exploitants ne pourront pas faire face à la dégradation physique de leurs actifs.

Une foncière cotée à l'obligation d'actualiser la valeur de son patrimoine deux fois par an. Les actionnaires peuvent aussi volontairement demander à avoir des évaluations trimestrielles.

Nous ne sollicitons pas les experts immobiliers pour nous conseiller dans nos opérations d'acquisition, sauf parfois pour avoir un avis de valeur. Nous avons nos propres équipes en interne et pouvons effectuer des comparaisons et tirer des ratios avec les actifs que nous avons déjà en portefeuille. Nous sommes en mesure d'évaluer nous-mêmes notre patrimoine.

MCO : taux attendu : entre 6,80 % et 8 %.

Dans le cadre des évaluations légales, notre expert pratique la méthode des DCF, avec un taux d'actualisation basé sur celui de l'OAT (*ndr : Obligations Assimilables au Trésor français)* pondéré par une prime de risque. Il pratique également l'approche par le taux de rendement.

En interne, nous partons d'un taux pivot, variable selon l'exploitant, sa position concurrentielle, l'état du mobilier, le niveau de marge opérationnelle, les ratios locatifs…

C'est le loyer qu'il faut surtout examiner : il influence la valorisation des murs et peut mettre en difficulté l'exploitant s'il est trop élevé.

Les ratios locatifs mesurent la soutenabilité du loyer :

- Ratio locatif n°1 : le taux d'effort : loyer TTC/CA hors recettes de sous-location. Il doit être inférieur à 10 %.
- Ratio locatif n°2 : le taux de couverture (loyers/EBITDAR), qui mesure le risque de déficit d'exploitation. S'il est trop important, le loyer est sous-évalué, donc l'actif est également sous-évalué.

Le taux de rentabilité moyen d'une clinique se situe entre 15 % et 20 %.

Le loyer n'est pas toujours discuté.

Autant que possible, nous ne choisissons pas l'ICC car il est trop valorisé. Pour un établissement neuf, nous choisissons l'ICL : l'évolution du loyer est moins dynamique qu'avec l'ICC qui pénalise la valeur des murs. Nous avons créé un indice composite basé sur l'ICL. Les recettes du locataire évoluent avec la T2A, c'est-à-dire entre 0 % et 1 % par an.

Les leviers de l'exploitant :

- améliorer les procédures d'achats des fournitures et des consommables,
- rationaliser la production,
- augmenter le volume des actes,
- augmenter le tarif de certaines prestations.

Nos baux sont sur 12 ans fermes. Nous prévoyons dans le bail le loyer de renouvellement, avec un tunnel qui encadre le loyer de renouvellement, sur la base du dernier loyer.

Nous recherchons du rendement à long terme, sans risque, ni accident.

Nous pratiquons un mécanisme de complément de prix, au-delà du loyer d'usage. Le jour où le CA augmente significativement, l'exploitant nous donne un complément de prix sur le montant de l'acquisition et/ou on augmente le loyer = boni pour l'acquéreur.

Les limites des méthodes d'évaluation

Au contraire du bureau et du logement, la santé n'a pas d'approche de la qualité environnementale. Pourtant, en cas de nouvelles législations et obligations, les ANR des établissements anciens baisseront du fait de la provision de CAPEX. Pour les audits d'acquisition, nous exigeons les diagnostics environnementaux, amiante, performance énergétique et pollution des sols.

A ce jour, la performance énergétique des cliniques n'est pas prise en compte : aucune surcote ou décote liée à la valeur verte, mais il arrive parfois qu'on intègre un boni sur ce critère. C'est récent.

Autre limite de l'expertise : la valeur de l'actif dépend des prévisions d'exploitation du locataire. Il faut donc bien connaître le business plan.

Le risque de défaut

Comment virer un locataire qui ne paye pas ?

Un repreneur peut-il reprendre rapidement l'exploitation ?

Quid de l'efficacité de la garantie groupe ?

Il nous est arrivé une fois de perdre un locataire en cours de bail. Nous avons finalement perdu 6 % de loyer, au titre des créances irrécouvrables. Pour éviter les défauts, nous aménageons les loyers en période de travaux, d'extension ou d'ouverture, pour permettre au locataire de financer sa montée en charge.

Nous accordons peu de franchises de loyer : 1 à 2 mois seulement. Le loyer facial est identique au loyer payé. Il est payé trimestriellement, à l'avance.

L'ouverture du marché

Le secteur public pourrait être amené de plus en plus à externaliser ses murs : AOT, BEH, BEA ou PPP. Les PPP ont eu des succès mitigés dans la santé : cf. le CH d'Ivry.

Le secteur public pourrait valoriser le patrimoine immobilier non affecté aux soins, mais les opérateurs subissent des freins idéologiques et culturels. Ils craignent l'étape suivante qui serait la DSP, laquelle a connu des fortunes diverses en Grande-Bretagne et en Italie.

Le secteur privé non lucratif s'intéresse de manière récente et croissante à l'externalisation des murs, mais doit se méfier des fausses attentes : les m² d'EHPAD et de cliniques ne valent pas la même chose qu'en bureau ou en logement. Les comparaisons sont dangereuses.

En outre, quel loyer pourra payer l'exploitant non lucratif ? Quelle prime de risque lui appliquer ?

Le secteur mutualiste ne devrait pas se laisser gagner par l'externalisation : il doit garder en bilan ses murs pour garantir le paiement des prestations à ses ressortissants. »

***

A.6. ENTRETIEN AVEC UN EXPLOITANT DU 21 AOÛT 2012

« Le marché de l'investissement en immobilier de santé

L'immobilier de santé, en particulier pour les EHPAD, est un marché jeune.

Nous avons été l'un des premiers groupes d'exploitants à externaliser les murs de nos établissements. C'était en 2003-2004, avec la vente d'un portefeuille d'une cinquantaine d'EHPAD.

A l'époque, aucune foncière ne s'intéressait aux actifs de santé. Nous avons presque été à l'origine de la création de la foncière qui a acheté notre premier portefeuille, faute d'acteurs.

Le taux de capitalisation de l'époque était désastreux : 9,15 % ! Mais il a permis de financer notre développement.

Aujourd'hui, davantage d'investisseurs s'intéressent à l'immobilier de santé. Ils recherchent tous les mêmes choses :

- des baux longs,
- des loyers récurrents et indexés.

A propos de l'indexation, au début, l'ICC était retenu, mais a fait augmenter les loyers de plus de 25 %. Pour éviter que le locataire puisse demander une révision de son loyer à la valeur locative, l'indice IRL a finalement été retenu. C'est l'indice le plus logique, puisqu'il suit davantage l'inflation que l'ICC.

Les ressources financières d'un EHPAD :

- 70 % des produits d'hébergement, indexés sur l'inflation,
- 30 % tarifs soins et dépendance, évoluant au bon vouloir des financeurs : entre 0 % et 1 %/an.

Nous avions créé notre propre indice, mais nous n'avons pas été suivis : base ILC, en remplaçant le CA du commerce de détail par le taux de progression des prix de journée d'hébergement en EHPAD.

Attention à ne pas prendre seulement l'indice d'évolution des prix de journée d'hébergement, car ils varient selon le bon vouloir des financeurs. En 2004, suite à la canicule, ils avaient

augmenté de 4%. Attention à l'impact d'une telle mesure exceptionnelle sur le loyer pour le locataire.

Il faut caper à la hausse et à la baisse l'indice retenu.

2003-2004 : marché de l'investissement en immobilier de santé naissant. 2012 : nous connaissons aujourd'hui 5 à 6 investisseurs en capacité d'acheter des portefeuilles pour 100-150 M€ chacun.

Le marché s'est ouvert et s'est professionnalisé. De ce fait, les taux de capitalisation ont baissé et continuent de baisser. Aujourd'hui, ils sont plus proches des 6 % que des 6,5 %.

Beaucoup de nouveaux entrants parmi les investisseurs : ils veulent acheter à presque n'importe quel prix, d'où une baisse des taux de capitalisation et par conséquent une hausse mécanique des valeurs. Les nouveaux entrants payent un ticket d'entrée pour entrer sur le marché.

L'expertise des actifs de santé

Professionnels de l'exploitation, nous connaissons bien notre marché et les taux pratiqués. Nous sommes capables de faire nous-mêmes l'expertise de notre patrimoine.

L'exploitant qui créé un OPCI en interne a l'obligation d'expertiser ses murs 2 fois par an. L'exploitant qui n'a pas créé d'OPCI en interne n'a pas cette obligation légale. Même coté en bourse, l'exploitant n'est pas toujours soumis à l'obligation d'expertises régulières de ses murs : il affiche dans son bilan la valeur nette comptable (VNC) de son patrimoine.

Nous avons parfois utilisé des experts tiers :

- *soit à la demande d'investisseurs, avant une mise en vente,*
- *soit à la demande des actionnaires, pour se rassurer.*

Les experts externes (CBRE, DTZ…) que nous avons sollicités utilisent pratiquement les mêmes méthodes d'expertise que nos services internes.

Détermination d'un loyer admissible en % du CA ou de l'EBITDAR

Quelle part de la marge, j'accepte de consacrer à mon immobilier ? Le plus important est de prendre un % de l'EBITDAR, c'est-à-dire de déterminer un taux d'effort sur EBITDAR.

Avec ce loyer admissible, je fais des comparaisons d'opérations similaires et récentes connues sur le même marché pour appliquer un taux de capitalisation.

Taux d'effort maximum pour le loyer : 50 % de l'EBITDAR ou 15 % du CA.

Rarement, nous procédons à des vérifications par ratios de surfaces.

Le marché est récent et étroit, par rapport aux bureaux, donc peu de primes viennent modifier le montant obtenu après capitalisation du loyer admissible.

La localisation et la qualité de la construction importent également, surtout l'emplacement.

La performance énergétique et les labels et certifications tels BBC et HQE importent très peu aux investisseurs. Ils sont contents si les labels sont obtenus, mais ne sont pas prêts à payer davantage. Pas d'écart de primes comme pour le bureau. Le marché n'est pas assez profond.

Les droits à construire, les possibilités d'extension ne sont pas pris en compte dans la valorisation des murs, car le bailleur ne peut pas réaliser une extension sans l'accord de l'exploitant qui détient seul l'autorisation administrative. Au moment de l'extension, le loyer sera revu à la hausse.

Seul critère qui fait vraiment varier le taux de capitalisation : l'emplacement géographique : avec la possibilité ou non de recycler l'établissement en cas de départ du locataire.

Autres critères, mais moins déterminants :

- la qualité du bâti (normes),
- et la qualité et la pérennité du locataire.

Le seul risque réel pour l'investisseur, c'est que le locataire s'en aille. Différence par rapport à l'hôtellerie : il est plus facile de retrouver un exploitant locataire, pas besoin d'autorisation.

Quelle est la probabilité que le locataire-exploitant sorte à la fin du bail ?

Actuellement, de moins en moins de baux triples nets :

Les impôts et taxes sont à la charge du locataire.

Les travaux de mises aux normes sont à la charge de l'exploitant.

Le 606, clos et couvert, est à la charge du propriétaire.

C'est finalement une bonne chose : ça oblige les parties à discuter, à entrer dans une logique de partenariat.

A ce propos, il est plus facile pour un exploitant de négocier avec un propriétaire qui possède plusieurs établissements qu'avec autant de propriétaires que d'établissements, voire de lits. On peut fermer et vider un établissement et se redéployer sur d'autres, en aménageant les loyers par exemple.

Les besoins des personnes âgées changent vite. La conception architecturale des EHPAD doit s'adapter, rapidement. Il y a 15 ans : modèle de l'hôtellerie avec salles à manger et salons communs au rdc et chambres aux étages. Aujourd'hui, petites unités autonomes avec salle à manger… dans les étages, par 14 ou 28 chambres.

Conséquence : l'exploitant doit être en mesure de pouvoir faire évoluer son patrimoine rapidement.

Pour cette raison, nous pratiquons peu la vente à la découpe, car nous aurions ensuite du mal à faire évoluer notre patrimoine : il faudrait réunir tous les propriétaires, soit parfois 80 - 100 personnes.

Lors de ventes à la découpe, les taux de capitalisation sont plus intéressants pour le vendeur. Les particuliers attendent un taux de rendement moins élevé, de l'ordre des 4,3 % - 4,5 %, ne pouvant pas trouver mieux sur le marché des particuliers (flux sécurisés et récurrents). Les investisseurs institutionnels attendent des taux proches des 6,5 % - 6 %.

Cette prime à la revente lors de vente à la découpe est cependant appréciable pour l'exploitant : elle peut permettre l'économie de 100 K€/an de loyer pour un EHPAD de 10 M€.

Pour les opérations limites, lorsque le prix de revient est trop élevé, nous faisons de la vente à la découpe.

Lorsque nous souhaitons céder des murs, nous faisons un appel d'offres, sans pour autant faire appel à un expert externe. Le marché se cale ensuite.

Les investisseurs institutionnels les plus actifs actuellement : Foncière des Murs, Icade Santé, Gecimed, BNPRE Reim, Cofinimmo. STE a cédé ses actifs de santé.

Viveris Reim et d'autres pourraient émerger prochainement.

Autres investisseurs :

Des privés fortunés qui achètent des EHPAD en bloc, pour diversifier leurs placements. Ils attendent un taux de rendement compris entre 5 % et 5,5 %.

Egalement, des investisseurs institutionnels européens, tel AXA, sont intéressés pour acheter en Europe, principalement en Allemagne, mais ils ne viennent pas en France, car c'est trop cher. En Allemagne, le taux moyen est proche des 7 %. Les Anglais et les Américains sont également intéressés par le marché de la santé allemand.

Evolutions et perspectives

Peu de créations d'EHPAD est à attendre d'ici 5-10 ans.

Par contre, de très nombreuses opérations de restructuration-reconstruction sont à prévoir dans le public et l'associatif, nécessitant d'importants investissements immobiliers. De manière croissante, des petites associations perdent leurs autorisations ou doivent fermer leurs établissements, faute de les avoir mis aux normes.

Des délégations de service public (DSP) pourraient se multiplier. Un nouveau marché pourrait s'ouvrir : celui du non lucratif et du public.

Le privé commercial ne gère que 20 % de l'ensemble des lits en France, comme en Italie et en Allemagne. Il a réalisé des restructurations et a mis ses établissements aux normes (passage du modèle hôtelier à la médicalisation). Ce n'est pas le cas des autres exploitants.

Ce nouveau marché nécessitera des investisseurs sociaux. Les foncières classiques ne pourront porter ces établissements : pour conserver des prix de journée faibles, le recours aux prêts bonifiés sera nécessaire.

Exemple : OP HLM ou foncière de la Caisse des Dépôts, voire assureurs.

Prix d'hébergement moyen en commercial : 75 €/jour en régions.

Public : 50 - 55 €/jour.

Associatif : 60 - 65 €/jour.

A 60 €/jour, on toucherait une très large partie de la population cible. Mais, pour un privé commercial, c'est impossible de tenir ce prix avec les standards actuels de construction.

C'est pourquoi, les exploitants privés commerciaux réfléchissent à une offre d'hébergement « low-cost », en normalisant le mode constructif pour faire baisser le coût de revient :

- chambres préfabriquées,
- réduction des espaces communs,
- passage de 50 m² SHON/lit à 43 m² SHON/lit, toujours avec une chambre à 20 m².

Ces efforts cumulés permettent de faire baisser d'environ 10 €/jour le prix de journée.

Après, on peut jouer :

- sur le prix du foncier (faible impact),
- sur la taille : plus c'est grand, plus les coûts fixes baissent, comme en Allemagne où la taille standard est de 120 lits.

Ce nouveau marché devra être porté par des investisseurs sociaux, mais ces établissements pourront être gérés par des exploitants privés commerciaux. Sodexho le fait déjà, discrètement.

La restructuration des établissements hospitaliers

En Italie, en avril 2010, Berlusconi a signé un « Pacte de Santé » : les hôpitaux étaient engorgés de personnes âgées qui n'avaient rien à y faire (rétention de lits : prix de journée à l'hôpital nettement plus élevé qu'en SSR ou en EHPAD, pour des soins similaires), mais qui ne trouvaient pas de places ailleurs, faute d'EHPAD et de SSR, avec des coûts journaliers énormes. L'Italie a fermé 25.000 lits d'hôpitaux et a créé 50.000 lits d'EHPAD et de SSR.

Si une telle réforme survenait en France, l'exploitation des nouveaux lits pourrait bénéficier aux exploitants privés commerciaux.

Evolution du marché de l'expertise

Actuellement, en interne, nous sommes capables de faire le travail de l'expert immobilier et nous pouvons donc nous en passer.

Pour autant, le marché de l'expertise devrait se développer :

- avec l'externalisation des murs du public et de l'associatif (conseil, asset management)
- avec le développement des foncières dédiées (obligations réglementaires) : nouveaux entrants, donc nouveaux besoins d'expertises. »

***

L'EXPERTISE IMMOBILIÈRE DES ACTIFS DE SANTÉ : ENJEUX, MÉTHODES ET LIMITES

Résumé :

En France, 2007 est une année record pour l'investissement en immobilier d'entreprise. Dans ce contexte de demande croissante des investisseurs et de pénurie de produits, les taux de rendement des actifs se contractent jusqu'à atteindre en milieu d'année leur plus bas niveau. A la recherche d'actifs alternatifs, les investisseurs découvrent véritablement les cliniques et les EHPAD (établissements d'hébergement pour personnes âgées dépendantes). Décorellés des cycles économiques, ces produits de niche sont épargnés par la baisse des rendements et génèrent des cash-flows sécurisés sur de longues durées. Placés dans des sociétés faisant appel public à l'épargne (OPCI, SCPI) et des foncières cotées (SIIC), ces actifs font l'objet en nombre d'évaluations réglementaires dès 2008. Au départ, les experts leur appliquent les méthodes d'évaluation des produits monovalents, sans véritable connaissance du secteur. Or, les modalités d'installation, l'encadrement des tarifs, les spécificités des locaux et des équipements notamment, font des établissements de santé une catégorie d'actifs particulière qui réclame une connaissance poussée de leur exploitation. La valeur de l'immobilier de santé est inhérente à son exploitation. Pour cette raison, son exploitation et sa financiarisation ont été étudiées en 1ère et 2nde parties. Sur la base d'entretiens réalisés auprès d'experts, d'investisseurs et d'exploitants, une 3ème partie fait la synthèse et l'analyse des méthodes, ratios et critères en place.

Mots-clés :

Immobilier, expertise, évaluation, valeur vénale, santé, médico-social, cliniques, EHPAD.

Directeur de mémoire : Abdallah OULD BRAHIM, MRICS

Auteur : Benoît KLEIN : kleinbenoit@wanadoo.fr