

Aux méthodes d'évaluation traditionnelles par comparaison des prix ou par capitalisation des revenus est venue s'ajouter celle du flux de revenus nets actualisés. Son utilisation demande néanmoins certaines précautions.

Evaluer un immeuble d'entreprise



Pascal Lesieur
Expert immobilier
Foncier expertise

L'estimation, c'est-à-dire la recherche d'une valeur de marché d'un immeuble d'entreprise par destination (bureaux, activités, entrepôt) a toujours été un exercice difficile. L'objet de cet article n'est pas de fournir une description exhaustive des méthodes d'estimation (1), mais après en avoir esquissé les logiques, d'en faire une analyse critique au regard de la nouvelle donne immobilière.

Les 40 ans de miracle immobilier de l'après seconde guerre mondiale qui ont vu le glissement des analyses en termes de coût de construction vers des méthodes de comparaison des prix à l'unité de surface reflétaient le développement de seconds marchés immobiliers plus structurés. Mais de même qu'il n'existe pas de mauvaise méthode d'estimation en soi (ces méthodes de coût actuellement appliquées en Europe de l'Est peuvent se révéler toujours pertinentes dans des pays où des industriels font le marché) mais des méthodes inadaptées à l'immeuble, il n'existe pas non plus de méthodes indifférentes à la conjoncture.

Un marché d'immobilier d'entreprise déséquilibré (4 000 000 m² de bureaux vacants en Ile-de-France), sélectif, ralenti et désinflationniste, caractérisé par la baisse des prix et de l'activité, va durablement remplacer un marché de pénurie, de croissance et d'inflation. Il nous conduit à nous interroger sur la validité des approches traditionnelles au regard des valeurs passées et sur leur capacité à donner une juste mesure des valeurs présentes et futures.

Ce constat des limites des méthodes traditionnelles et de leur inadéquation relative à la conjoncture a favorisé l'émergence d'une nouvelle méthode d'estimation d'origine anglo-saxonne dénommée *Discounted Cash Flow* que l'on peut traduire par «méthode des flux de revenus nets actualisés», très intéressante par son caractère pédagogique mais source de nouveaux dangers.

Deux grandes familles de méthodes sont le plus couramment employées en matière d'immobilier d'entreprise et consacrées par la pratique : ce sont les méthodes par comparaison de prix à l'unité de surface

et les méthodes de capitalisation du revenu. Le recoupement de ces deux approches complémentaires permet de conclure à une estimation finale.

Les limites des méthodes traditionnelles

La méthode par comparaison des prix à l'unité de surface. Son principe est simple : ayant à estimer un bien quelconque, l'évaluateur recherchera des exemples de ventes récentes de biens comparables. Comme il y a peu de chances qu'il dispose de biens exactement analogues à celui dont il faut fixer la valeur, il recherchera une commune mesure, un terme de réduction, une unité homogène en laquelle il pourra décomposer à la fois l'élément de comparaison et le bien à estimer. En matière d'immobilier d'entreprise, la valeur unitaire est naturellement la surface utile qu'on peut définir comme la surface balayable couverte, déduction faite des surfaces occupées par les murs, les gaines, les cloisons, les ébrasements de portes et de fenêtres, les circulations verticales (cages d'escaliers, ascenseurs), ainsi que des parties communes. On remarquera dès ce stade, s'agissant d'immeubles mixtes mêlant différents types de surfaces correspondant à différents marchés bien identifiés (bureaux, activités et boxes par exemple), qu'il est préférable d'affiner l'analyse en attribuant des valeurs unitaires par référence à chacun des marchés catégoriels considérés (m² de bureaux, m² d'activités, prix par box) plutôt que d'appliquer des pondérations par rapport à une unité de référence ; cela évite une approximation supplémentaire même si cette facilité donnée à l'expert ne peut parfois pas être évitée dans le cas d'annexes ne pouvant faire l'objet de véritable marché autonome (balcons, par exemple).

On comprendra aisément que cette méthode est d'autant plus fiable que les transactions disponibles sont nombreuses, récentes et portent sur des produits homogènes, c'est-à-dire que les quatre critères d'efficience du marché considéré sont res-

(1) On pourra utilement se reporter à ce sujet à l'ouvrage de François Paulhac sur l'évaluation des actifs immobiliers, aux éditions Eyrolles.

pectés : large, actif, transparent, homogène, en un mot banalisé.

Ce cas de figure se rencontre habituellement sur des sites tertiaires confirmés dont La Défense constitue peut-être le meilleur exemple, où l'étude des ventes des plateaux d'une génération donnée dans une tour considérée permet de dégager de véritables cotes. L'on pourrait multiplier les exemples d'entités homogènes : bureaux du boulevard Haussmann, entrepôts à Garonor, etc. A l'inverse, comme cela arrive souvent, si le marché est étroit, l'expert est souvent obligé de se baser sur des transactions plus lointaines, plus anciennes, sur des produits moins homogènes, d'où une perte évidente de précision. Or, à ces difficultés habituelles qui peuvent toutefois être minimisées par l'expérience professionnelle de l'estimateur, son sens de l'analogie, la présente conjoncture va ajouter de nouvelles difficultés : le nombre de transactions s'est réduit, le marché s'est ralenti, le rythme de la baisse des prix rend rapidement périmées les anciennes valeurs. Plus grave car plus pernicieux, le marché est devenu encore moins transparent par la complexité croissante des conditions particulières associées aux transactions d'immeubles : ventes groupées, échanges, conditions fiscales particulières, immeubles grevés de crédits hypothécaires, acquisition avec différé de paiement ou crédit bonifié, qui peuvent conduire à de profondes erreurs d'analyse si le prix unitaire est relevé indépendamment de son contexte.

La méthode par capitalisation du revenu.

Le principe de cette méthode repose sur l'idée qu'il existe, pour un marché catégoriel considéré, une relation stable entre valeur de vente et loyer de marché ou, autrement formulé, qu'il s'exerce un consensus de place parmi les investisseurs pour se satisfaire d'un taux de rendement donné à un moment donné pour un type d'immeuble donné. La valeur se déduit de la division d'un loyer annuel exprimé hors taxes et hors charges par un taux de capitalisation exprimé en pourcentage. La pertinence de cette méthode repose donc sur l'appartenance de l'immeuble considéré à un marché d'investisseurs qui réponde aux mêmes critères d'efficacité définis ci-dessus.

S'agissant du marché locatif, celui-ci a en général l'avantage de répondre de façon satisfaisante à ces critères, bien que la généralisation de la pratique de loyers faciaux (franchises, travaux gratuits, loyers progressifs, répartition des charges) ait opacifié la connaissance des loyers réels. Le marché locatif, à l'inverse du marché des ventes, reste suffisamment actif : les turbulences du marché ont souvent même pour effet d'accélérer les déménagements d'entreprises, celles-ci pouvant aisément trouver des locaux de qualité à meilleur compte. Toutefois, son application induit deux types de difficultés.

- Dans le cas d'un immeuble vide en partie ou en totalité : la pratique consiste à retenir un loyer potentiel pour les surfaces vacantes. Ce loyer potentiel s'obtient par référence au marché existant. Tant que l'immeuble répond à une vraie demande, il n'y a pas de difficultés, mais dans un marché durablement offreur et sélectif, il est possible que des locaux cumulant les handicaps d'une mauvaise situation et d'une mauvaise fonctionnalité (distribution verticale, locaux sombres, charges élevées, présence d'amiante, difficultés de câblage, de décroissement, absence de parkings, etc.) aient de forts risques de rester inoccupés chroniquement, en totalité ou en partie et dans ce cas, le loyer de potentiel peut devenir... virtuel.

- Dans le cas d'un immeuble occupé, il convient de s'interroger sur le loyer existant : est-il à son niveau de marché ou, comme c'est souvent le cas dans cette période de baisse rapide, supérieur à son niveau de marché, ce loyer ayant été fixé dans une période plus favorable. Il convient également de décrypter les particularités des baux (cf. conditions ci-dessus) afin de corriger l'incidence des facteurs positifs comme négatifs des baux étudiés.

Des investisseurs très sélectifs

S'agissant du marché des investisseurs immobiliers, celui-ci est déjà limité par nature à des immeubles d'une certaine qualité de produit, de site et d'occupation : les investisseurs évitent en pratique d'acquérir des immeubles dont la revente ou le remplissage ultérieur est par trop incertain, sauf par la technique du crédit-bail qui s'apparente à un crédit vendeur. Mais ce marché s'est encore contracté sous l'effet du risque accru de vacance des locaux et des difficultés financières des investisseurs.

La fiabilité d'une échelle de taux se trouve de fait compromise pour toute une catégorie de biens délaissés par les investisseurs : locaux monovalents, usines spécialisées, régions reculées, marchés déséquilibrés.

A ces difficultés accrues d'application sur des marchés évolutifs, fragmentés, opaques, s'est ajoutée une nouvelle critique sur ces méthodes : statiques, elles reposent sur la constatation empirique du passé. Or, pour des investisseurs, le passé importe peu, seul compte l'avenir : les rendements futurs et la valorisation de l'immeuble. Les erreurs généralisées des investissements immobiliers pendant la bulle spéculative ont en partie pour origine un aveuglement sur des valeurs spéculatives provoquées par l'arrivée massive de capitaux déséquilibrant des marchés relativement étroits, sans que ces valeurs soient suffisamment confrontées aux sorties économiques des

La méthode du flux de revenus nets actualisés

Sa valeur est représentée par la formule mathématique ci-dessous :

Avec :

Vo estimation déduite

Vn valeur de revente à la date n

n nombre d'années de détention

a taux d'actualisation

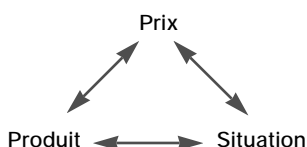
$$Vo = \sum_{i=1}^n \frac{CFI}{(1+a)^i} + \frac{Vn}{(1+a)^n}$$

(taux financier d'état de même période + prime de risque)

CFI *cash flow* à l'année i

La position d'un immeuble dans son marché

Elle s'évalue en fonction de trois dimensions :



produits et à leurs capacités de remboursement du financement consenti. Si ces méthodes d'estimation n'étaient pas fausses en elles-mêmes, elles constataient des prix spéculatifs sur un marché spéculatif et à ce titre pouvaient conduire à des prix réalistes, mais elles avaient tendance à masquer leur caractère économique aberrant par l'adage : «Le marché a toujours raison», raisonnement sans doute juste en matière d'évaluation mais inepte en matière de choix d'investissement puisqu'il est d'ores et déjà avéré que le placement immobilier sera le grand perdant des années 1990 après avoir été le grand gagnant des années 1980.

Les dangers de la nouvelle méthode du flux de revenus nets actualisés

La méthode du flux de revenus nets actualisés repose sur deux postulats :

- le rendement d'un bien immobilier doit évaluer celui d'un autre investissement, en pratique une obligation d'Etat ;
- l'estimation doit aboutir à des valeurs de marché que recourent les méthodes traditionnelles. Si tel n'est pas le cas, il convient de s'interroger sur la pertinence de la méthode ou de revoir la validité des hypothèses retenues.

Elle conduit à expliciter la teneur exhaustive des revenus (loyers, valeur de revente, dépôt de garantie, boni d'intérêt, avantages fiscaux, etc.) et des coûts d'un immeuble (charges non récupérables, impôts, primes d'assurance, frais de gestion, travaux de remise en état, etc.), à s'interroger sur leurs évolutions, sur le taux de vacance, de rotation et d'impayés. Le grand intérêt de cette méthode, outre son caractère instructif, est ainsi de pouvoir intégrer toutes les spécificités financières des biens considérés sous un dénominateur commun qui est le *cash flow*. Elle convient particulièrement aux ensembles immobiliers complexes où différentes séquences sont prévisibles (départs de locataires, remplissages, ventes partielles, travaux notamment).

Sa dangerosité tient en deux critiques fondamentales :

- la validité et la fiabilité des postulats énoncés est sujette à caution. D'une part, les analyses comparatives passées des différents types d'investissements montrent que le principe d'égalité des rendements n'est jamais respecté. D'autre part, il est réducteur de ramener la valeur d'un immeuble à sa seule dimension financière car il s'y ajoute des valeurs d'utilité, de convenance, notamment, qui conduisent souvent à des prix supérieurs ;
- la multiplication des hypothèses retenues : taux d'actualisation, taux d'inflation, croissance de l'ICC, des charges, de la va-

leur de revente, taux d'impayés, de vacance multiplient les risques d'erreurs.

Or, les simulations effectuées montrent que la variabilité des hypothèses ont des effets amplificateurs sur les résultats, de même qu'un voilier partant de New York pour aller à Brest en se trompant de quelques degrés sans jamais corriger sa route se retrouverait à Lisbonne. Il faut attirer l'attention également sur le caractère insidieux de certaines hypothèses : un taux de valorisation de 3% par an de l'immeuble peut sembler, a priori, raisonnable en période de crise mais projeté sur 15 ans nous donne une valorisation déflatée de 56% qui est devenue irréaliste. A contrario, la poursuite actuelle du rythme de progression des impôts fonciers aboutirait à l'asphyxie de l'économie ou à la révolution.

S'appuyer sur une double analyse marketing et financière

La maîtrise des hypothèses doit, en conséquence, s'appuyer sur une double analyse marketing et financière du produit.

La dimension marketing reste souvent le parent pauvre de l'immobilier, ce qui pouvait se comprendre dans un marché de pénurie mais cette attitude devient irresponsable dans un marché sélectif, une double réflexion s'impose : à quel marché catégoriel appartient l'immeuble et comment se positionne-t-il ? L'analyse du triptyque ci-contre constitue un bon cadre de réflexion. Nombre d'immeubles rencontrent des échecs commerciaux par faiblesse d'une des articulations : la situation est inadaptée au produit, le produit est mal conçu, le prix est exagéré pour la situation, etc. Mais ces faiblesses peuvent éventuellement être corrigées par des travaux ou une politique de prix plus adaptée qui seraient alors intégrés dans le modèle.

Le marché catégoriel identifié sous ses composantes offre et demande, est-il saturé ? Quelle est son évolution ? Une des principales raisons des échecs commerciaux tient à l'ignorance des coups partis, des futures réalisations qui dévalorisent l'existant,aturent les marchés et déprécient les valeurs.

La dimension financière tient en une solide expérience de la réalité des coûts de l'immeuble et de la fiscalité immobilière notamment des droits de mutation. Pour les hypothèses économiques générales, on pourra utilement s'appuyer sur les bases de données BD2I (banque de données des investissements immobiliers), les études du Grécam, de l'Insee, etc.

Cette méthode ne saurait donc se réduire à une simple équation mathématique mais doit s'appuyer sur une analyse

fouillée des composantes du marché, la pertinence des hypothèses commandant la validité du résultat... pour éviter ce que les Anglo-Saxons traduisent par *garbage in, garbage out*.

L'objectif du banquier

L'estimation d'un immeuble d'entreprise est donc devenue, comme son marché, plus difficile. Elle nécessitera toujours plus de professionnalisme. Nous avons cherché à montrer qu'une application mécanique des prix passés dont le manque d'homogénéité doit être souligné pouvait aboutir à de graves contresens.

Pour un banquier, l'estimation a principalement pour finalité d'étudier l'opportunité d'une opération immobilière envisagée (promotion, investissement locatif, opération de marchands de biens) et la qualité de la garantie hypothécaire offerte.

S'agissant d'une étude d'opportunité, la méthode des flux de revenus nets actualisés se révèle bien adaptée, car elle fournit

un cadre approprié pour approfondir les différents aspects économiques de l'immeuble et nécessite l'établissement d'un plan de trésorerie. En outre, derrière le choix du taux d'actualisation retenu, le financier saura lire un taux de rendement interne de l'opération. L'effet de levier ne sera avéré que si celui-ci se révèle supérieur au taux effectif global de l'emprunt (avantage fiscal compris), le cas inverse constituant un sérieux signal d'alarme.

S'agissant d'estimer la valeur d'une garantie, la méthode des flux de revenus nets actualisés paraîtra sans doute beaucoup plus aléatoire, mais les aspects qu'elle aura permis d'aborder en ce qui concerne les spécificités des immeubles, l'évolution des marchés, le rendement de l'immeuble devraient utilement compléter l'analyse du décideur.

En définitive, dans un marché financiarisé, où les acquéreurs sont généralement en position de force, la nouvelle méthode des flux de revenus nets actualisés constitue un outil précieux mais d'interprétation et de maniement difficiles sans pour autant rendre périmées les méthodes traditionnelles. ■