

L'IMMOBILIER "SENIOR" :

GAGNER AVEC LA DIVERSIFICATION

JANVIER 2022

SOMMAIRE

p 3-6

PARTIE 1.

Le tour d'horizon macroéconomique

p 7-8

PARTIE 2.

Pourquoi investir dans une résidence « sénior » et pourquoi en diversification ?

p 9-13

PARTIE 3.

Les pépites de Philippe Béchade

p 14-15

PARTIE 4.

La pépité de Félix Baron sur le secteur des résidences « sénior »

p 16-17

PARTIE 5.

Jusqu'à quel point la performance énergétique peut nuire à votre performance immobilière ?

PARTIE 1.

LE TOUR D'HORIZON MACROÉCONOMIQUE

Pour tout investisseur immobilier en zone Euro ou aux USA, les 2 plus grands marchés planétaires « ouverts », la question de l'évolution des rendements obligataires demeure centrale, mais cela fera bientôt 20 mois que les taux n'existent plus et que **des quantités phénoménales de liquidités permettent toutes les audaces**, dans à peu près tous les domaines, à commencer par l'immobilier.

Les banques centrales ont délibérément permis à l'inflation de s'envoler de telle sorte que l'argent n'est plus seulement gratuit, l'emprunteur jouit d'une « prime négative » instantanée de 500Pts de base en Europe et de +700Pts aux Etats Unis.

C'est probablement un paroxysme, un scénario comme seuls quelques pays en hyperinflation avec des banques centrales en perdition ont pu en connaître ponctuellement au 21^{ème} siècle, mais l'Eurozone n'est heureusement pas l'Argentine de 2002, les Etats Unis ne sont pas le Brésil de 2015.

La FED et la BCE administrent les 2 premières monnaies de réserve au monde, et malgré la politique monétaire la plus laxiste jamais observée en 22 ans en Europe et en 109 ans aux Etats Unis, ce statut de refuge ultime n'est pas ouvertement contesté, faute d'alternative au système monétaire actuel, même s'il s'avère en pleine dérive.

En fait, les marchés ont fini par réaliser qu'il en faudrait peut-être beaucoup plus que ce qui a déjà été expérimenté (des « quantitative easing » à répétition) depuis fin septembre 2008 puis fin mars 2020 pour susciter un véritable vent de scepticisme... et **personne n'a envie que l'expérience enivrante d'expansion illimitée de la masse de crédit à vocation « anticrise » s'interrompe**.

Tant que l'inflation ne se met pas à jaillir du tube... car dans ce cas, il faudra trouver une classe d'actifs dont la valeur progresse à due proportion de la dérive haussière du coût de la vie : à l'entame d'une année 2022 qui s'annonce déjà bien plus volatile que prévu sur les principaux indices boursiers.

Nous misons beaucoup sur quelques niches du secteur immobilier qui ont tout pour séduire la « smart money », notamment depuis le 24 janvier sur le business de l'accueil des personnes dépendantes, suite à la chute verticale -et absolument sans précédent- de -25% à -40% de la valorisation des leaders du secteur en l'espace d'une semaine (avec des cours amputés de -50 à -60% en moins de 2 ans).

Sinon, l'or et les métaux précieux n'ont clairement pas su jouer leur rôle d'antidotes face au processus de dévaluation monétaire en 2021 : cela résulte du fait que les investisseurs n'ont pas réellement cru que les banques centrales aient pu se tromper aussi lourdement sur le caractère durable de l'inflation.

A moins qu'il s'agisse depuis le début d'une erreur délibérée visant à détruire les excès de dettes par l'inflation, avec pour corollaire la destruction symétrique de l'épargne en régime de taux négatif, ce qui ne sera pas sans conséquence pour les futurs retraités (peut-être contraints de reprendre une activité complémentaire) et certainement très dommageable pour les personnes perdant leur autonomie.

Une catégorie d'investisseurs à l'aise avec les univers virtuels s'était tournée depuis octobre 2020 vers les crypto-actifs : le compartiment dans son ensemble vient de perdre la moitié de sa capitalisation en seulement 3 mois (contraction de 3.200Mds\$ à un peu plus de 1.600Mds\$).

Le choix de supports aussi volatils s'appuie sur un discours dénonçant les inévitables méfaits à long terme de la « planche à billet » sur la valeur de l'épargne retraite et le pouvoir d'achat...

mais **ceux qui pensaient avoir pris un coup d'avance décisif sur l'inflation viennent de voir se volatiliser 6 mois de gains** (tout ce qui avait été accumulé depuis fin juillet 2021).

Du côté des actions, le Russell-2000 vient de passer le cap des -20% depuis début novembre, le NASDAQ celui des -13% (-2000Pts depuis le 21/11/2021), le S&P500 celui des -8%.

En revanche, **l'immobilier n'a non seulement rien perdu depuis 3 mois mais continué d'enregistrer des progressions annuelles à 2 chiffres aux Etats Unis** (dans l'ancien comme dans le neuf, dans une proportion voisine de 90/10).

Beaucoup d'experts évoquent une situation de bulle et nous serions bien inspirés de les prendre au sérieux car les enjeux dépassent de très loin le périmètre du seul immobilier coté (le compartiment des « REITS » aux Etats Unis) : les dettes hypothécaires représentent près de 40% des presque 9.000Mds\$ d'instruments détenus par la FED, sous forme de MBS (Mortgage Backed Securities) et autres ABS (asset-backed securities).

Ces 9.000Mds\$ ne représentent en fait que 38% du PIB américain alors que la Bank of Japan a accumulé en 30 ans l'équivalent de 260% du PIB nippon, sans que cela compromette la confiance des marchés dans le Yen.

Voilà qui semble prouver que monétiser la dette n'était pas un problème : le Japon s'y adonne avec bonheur depuis 30 ans, ayant très vite pris la précaution d'abaisser son taux de l'escompte à 0,5% (dès 1995), puis ayant adopté les taux zéro en 1999, ce qui permet d'augmenter indéfiniment l'encours que la BoJ (Bank of Japan) peut détenir sans que le « service de la dette » lui coûte 1 yen.

Il ne reste plus ensuite qu'à émettre de nouvelles dettes pour rembourser les anciennes, indéfiniment.

Ce schéma a fonctionné parce que le Japon qui tirait une bonne rémunération des T-Bonds américains (détenus par milliers de Mds\$) n'a jamais vu l'inflation s'emballer. Sans quoi, l'épargne-retraite des salariés nippons se serait désintégrée, ce qui aurait sonné le glas de la croissance et de la stabilité sociale dans un pays vieillissant, à la démographie déclinante.

L'exemple d'expansion monétaire et de « monétisation heureuse » (non-inflationniste) de la dette a grandement contribué à crédibiliser la « **MMT** » ou **Modern Monetary Theory** qui postule l'inexistence de lien mécanique systématique entre le gonflement de la masse monétaire et la dérive des prix dans l'économie réelle.

Il suffit pour cela que l'argent issu de la planche à billet soit stérilisé dans la sphère des actifs financiers sur laquelle la banque centrale exerce un « contrôle éclairé » : ainsi, il ne contribue pas à une accélération du taux de circulation monétaire par le biais d'une spirale prix/salaires.

Ce modèle fonctionne d'autant mieux lorsque la population vieillit : la baisse du taux de natalité constitue un des principaux freins naturels à l'accroissement de la demande de biens et services.

Alors que Pékin a renoncé depuis 2015 à la politique de l'enfant unique en vigueur depuis 1979, la Chine a enregistré en 2021 le plus faible taux de fécondité des 50 dernières années avec seulement 10,62 millions de naissances en 2020 contre 12 millions en 2019... et plus de 15 millions en 2015. Ainsi, 2021 sera la 6^{ème} année de déclin démographique, et la pire depuis la grande famine de 1961.

Symétriquement, le nombre de personnes âgées de plus de 60 ans vient d'atteindre 487 millions de personnes en 2020 (soit 35 % de la population chinoise) contre 241 millions fin 2017: un doublement !

« Le dépeuplement est par essence déflationniste : la Chine et l'Europe sont désormais touchés de plein fouet par ce phénomène, mais c'était sans compter avec la coûteuse transition énergétique. »

Le vieillissement accéléré de la population occidentale et chinoise ne parvient pourtant plus à compenser l'effet rareté sur les matières premières et les énergies fossiles suite à l'effondrement des budgets exploration/production sur fond de flambée des crédits carbone.

L'Europe dans son ensemble, subit une contraction sa population bien moins marquée que le Japon ou la Chine : la décrue actuelle apparaît inégale et à rebours des grandes tendances historiques.

Nous observons une stabilisation en Allemagne grâce à une politique d'immigration massive initiée par Angela Merkel en 2015, avec 1,5 millions d'entrants cette année-là, plus 1,2 million à 1,5 millions cumulés au cours des 5 années suivantes.

L'Allemagne souhaite entretenir un solde migratoire de +400.000/an (soit +0,5% de sa population) au cours des prochaines années : il en résulte une forte pression sur les prix immobiliers qui est un phénomène « nouveau » dans ce pays mais qui s'est imposé en 6 ans comme faisant partie des « tendances lourdes » dont aucun économiste ne prévoit une atténuation dans un avenir prévisible.

Symétriquement, nous constatons une chute assez spectaculaire du taux de natalité en Grèce, en Italie (pays qui perd 100.000 habitants par an depuis 5 ans) et en Espagne depuis la crise de 2008... et le phénomène s'est encore aggravé au cours des 18 mois avec l'irruption du Covid, les mesures sanitaires coercitives faisant apparaître le présent comme anxiogène et frustrant, l'avenir plus incertain qu'il ne l'a jamais été depuis la crise grecque de 2011/2012.

Et comme si la lourdeur du climat sanitaire ne suffisait pas, l'inflation s'invite dans notre quotidien : elle s'avère d'une intensité et d'une persistance qui prend de court les banques centrales.

Un cycle de 13 ans de hausse des actifs financiers sur fond de modération du coût de la vie -conforme aux prédictions de la MMT - s'achève soudain avec le dévoilement d'un « grand reset » qui au travers de son volet « transition énergétique » s'avère puissamment inflationniste.

La hausse des coûts énergétiques devient un vrai problème pour les classes moyennes résidant dans des logements individuels, à plus forte raison pour les personnes nouvellement retraitées qui subissent un effet ciseaux dévastateur entre la chute de leurs revenus puis la flambée de leur note d'électricité.

Et c'est pire encore pour ceux qui se chauffent au gaz : des sacrifices deviennent nécessaires et ce sont les loisirs et dépenses de confort qui en pâtissent en priorité.

Pour les locataires résidant en appartement bénéficiant du chauffage central au fioul, l'année 2022 s'annonce aussi comme celle de la hausse des charges.

Pour les propriétaires, comme nous le verrons dans la seconde partie, beaucoup de logements de construction ancienne risquent de se voir rétrogradés en catégorie « insalubre » (catégories F et G) à la lumière des nouvelles grilles d'analyse de performance carbone qui se veulent impitoyables pour les « passoires énergétiques ».

Beaucoup de propriétaires, très dépendants de l'appoint que leur procure des revenus locatifs, risquent de devoir résilier leurs baux parvenus à leur terme, du fait d'une incapacité à

financer des mises aux normes drastiques pouvant représenter 50% de la valeur vénale des biens loués.

Pour ceux qui envisageaient de mettre en location leur logement principal pour financer leur séjour en résidence « senior » ou en établissements avec prise en charge de la dépendance, **il devient urgent d'en étudier la faisabilité** : un diagnostic d'insalubrité équivaut à une interdiction de louer, seul le propriétaire reste en mesure l'occuper sans devoir effectuer sans délais de coûteux travaux.

Si le logement s'avère de surcroît inadapté pour des personnes à mobilité réduite (trop d'escaliers, sanitaires malcommodes, éloignement des commerces de 1^{ère} nécessité, etc.), cela réduit le périmètre des acheteurs potentiels à une clientèle de moins de 50 ans, en bonne santé, et si possible, bons bricoleurs. Mais heureusement, avec la vague de désertion des centres-villes post-confinements, le contingent des couples avec enfants en recherche « d'espace » s'avère plus abondant que jamais.

Une chance donc pour un nombre croissant de retraités qui vont pouvoir se constituer un matelas d'épargne leur permettant d'opter pour des logements répondant par définition aux normes en vigueur : les résidences seniors et les EHPAD pour les moins valides.

PARTIE 2 :

POURQUOI INVESTIR DANS UNE RÉSIDENCE SENIOR, ET POURQUOI EN « DIVERSIFICATION » ?

Précision préliminaire importante : il n'est pas possible d'acheter un bien dans une Résidence Senior afin de l'occuper soi-même ou d'en faire bénéficier un membre de sa propre famille.

Rien n'interdit en revanche de le faire très classiquement – à fin de location - et d'utiliser les loyers perçus pour financer son propre hébergement dans une résidence de même catégorie, y compris dans la même ville.

Les Résidences Senior, comme leur nom l'indique sont réservées à des occupants d'une certaine tranche d'âge (60 ans et au-delà) qui recherchent un bien en location permettant d'y vivre de façon totalement indépendante comme dans un immeuble classique mais d'avoir à disposition quelques services spécifiques comme un restaurant, des espaces de convivialité, un jardin, une salle de sport, une piscine, une blanchisserie...

Quel rendement espérer ?

Les gestionnaires de résidences seniors évoquent des rendements allant de 4 à 4,5% en moyenne, ce qui peut paraître modeste aux yeux d'investisseurs réussissant à extraire du 7 à 8% (50 à 60% de plus) dans des quartiers voisins (souvent moins centraux) ...

Mais il leur aura fallu engager des travaux de rénovation, assurer le suivi de chantier, et affronter désormais des pénuries de matériaux et une hausse spectaculaire de composants tels que le bois et l'aluminium.

Peu de chance de se tromper sur l'emplacement car les résidences seniors sont majoritairement bien placées dans les cœurs de ville, à proximité des commerces et des cabinets médicaux.

L'autre avantage, c'est la tranquillité d'esprit : le bien acheté passe totalement sous gestion d'une entreprise qui s'occupe à la fois de trouver le locataire, de faire fonctionner la résidence (entretien/nettoyage, réparations, mises aux normes), de gérer les éventuels impayés, etc.

Et en cas de résiliation de bail ou d'absence d'occupant (départ, décès), **peu de risque de vacances locatives prolongée** : il existe le plus souvent des listes d'attente représentant des mois de demande insatisfaites.

Enfin, la fiscalité.

En tant que participant à la commercialisation d'un service auprès des personnes âgées, votre bien est éligible au statut du LMNP (loueur en meublé non professionnel) qui vous ouvre droit à un mécanisme d'amortissement.

Il est accordé d'office contre un engagement de conserver cet investissement pendant 20 ans (vous ou vos ayants droit), **vous pouvez récupérer la TVA sur l'achat de votre bien** à hauteur de 20% du prix acquitté sous forme de crédit d'impôts déductibles des revenus locatifs annuels.

Dans certains cas, **il est même possible de générer un déficit foncier** permettant de défiscaliser une partie de vos revenus (salaires, retraites...)

Mais il ne faut pas se voiler la face : impossible de passer sous silence certains inconvénients.

Le premier, c'est la **relative illiquidité du bien** : en cas de revente avant 20 ans, les avantages fiscaux risquent d'être perdus et devront être remboursés.

Même au bout de 20 ans, la vocation du bien demeure la même : **impossible de le récupérer afin d'être loué à des étudiants**, d'être converti en Airbnb ou de l'occuper soi-même.

Autrement dit, l'investissement en Résidence Senior doit surtout être considéré pour sa composante rendement (4% est sympathique, 5% net étant le Graal, puisque cela compenserait le taux d'inflation actuel)...

...Et pas dans l'optique de réaliser une plus-value substantielle car il peut se passer beaucoup de choses en 20 ans... même s'il existe peu d'exemple de moins-values sur des biens situés en centre-ville depuis le début du 21^{ème} siècle.

Songez tout de même aux communes frappées par des fermetures d'usines, ou d'un hôpital (pour cause de regroupement) quand il s'agit du premier employeur local.

PARTIE 3 :

LES PÉPITES DE PHILIPPE BÉCHADE

A l'opposé du spectre, la thématique du « senior business » -toujours au travers de la pierre et des services aux personnes ayant quitté la vie active- peut également s'aborder avec une optique de liquidité et en se ménageant un espoir de plus-values confortable, via des groupes cotés en bourse...

...qui viennent de subir un coup de massue historique en termes de valorisation les 24, 25 et 26 janvier, suite à la parution d'un livre réquisitoire de Victor Castanet dénonçant des pratiques de gestion d'un cynisme achevé dans certains établissements aux couleurs de grands groupes cotés en bourse.

L'émotion suscitée par les « faits graves » (terme choisi par la ministre déléguée chargée de l'Autonomie, Brigitte Bourguignon) dévoilés dans le livre-enquête «Les Fossoyeurs» (ed. Fayard), a rapidement pris une dimension politique car l'état ne peut s'exonérer de son rôle de supervision des EHPAD, puisqu'il participe de façon significative au financement de ces établissements par divers canaux : il est donc question d'argent public, de l'usage qui est fait de nos impôts.

Gabriel Attal a clairement évoqué des « sanctions » au cas où les faits litigieux seraient confirmés.

Mais il ne s'agit pas que d'une querelle de chiffres mais de manquements éthiques et sanitaires envers les plus fragiles, les moins à même de dénoncer les éventuelles dérives dont ils sont victimes.

Les spécialistes du « silver business » sont peu tournés vers les personnes valides (à qui il n'y a pas grand-chose à vendre de manière récurrente) et sont clairement spécialisés dans la prise en charge de la dépendance, ce qui assure une rente durable, certaine et quantifiable.

Et le nombre des demandeurs de « services » suit une pente exponentielle : pour la seule France, le nombre de personnes de plus de 85 ans va être multiplié par 3 d'ici 2050, soit 4,8 millions d'individus, selon les projections du Ministère des Solidarités et de la Santé (MSS).

Le même « MSS » estime que 21% des personnes de plus de 85 ans vivent en maison de retraite en France, soit environ 620.000 résidents répartis dans environ 7.600 établissements. À l'heure actuelle, 50% des places en maison de retraite dépendent du secteur public, 28% du secteur privé non lucratif (statut associatif) et 22% du secteur privé lucratif (soit un peu plus de 120.000 lits).

Ce secteur privé est bien présent en bourse mais la place de Paris n'offre pas un éventail de choix très large puisqu'il s'agit du trio bien connu formé d'**Orpéa**, de **Korian** et de **LNA Santé**.

Nous vous proposons une brève revue d'effectifs qui privilégiera l'aspect « dynamique des cours » dans un contexte boursier qui se dégrade brutalement, avec le retour du rendement comme priorité.

Nous retenons donc ce critère dans le classement ci-dessous qui ne constitue qu'une photo à l'instant « T » et en pleine tourmente : des plus bas de 6 ans, des supports historiques ont été atteints, mais cela ne garantit en rien des rebonds rapides et proportionnels aux pertes sans précédent qui viennent de se matérialiser. Et cela ne préjuge en rien d'une évolution de multiples paramètres -hors rendement- qui pourraient rendre tel ou tel titre plus attractif dans une optique d'investissement moyen terme.

Il nous semble indispensable de vous rappeler que les conditions de marché actuelles sont devenues « adverses », et tout particulièrement dans ce secteur depuis la mi-janvier et que ce genre de contexte plaide pour des achats fractionnés, en privilégiant les dossiers offrant la plus grande résilience.

Le rendement est certainement un « plus » mais pas un antidote qui immunise à 100% contre la baisse.



KORIAN : UNE DÉCOTE À SAISIR

C'était fin 2021 un chiffre d'affaires de 4,29MdsE, pour un parc d'environ 89.000 lits à travers l'Europe dont :

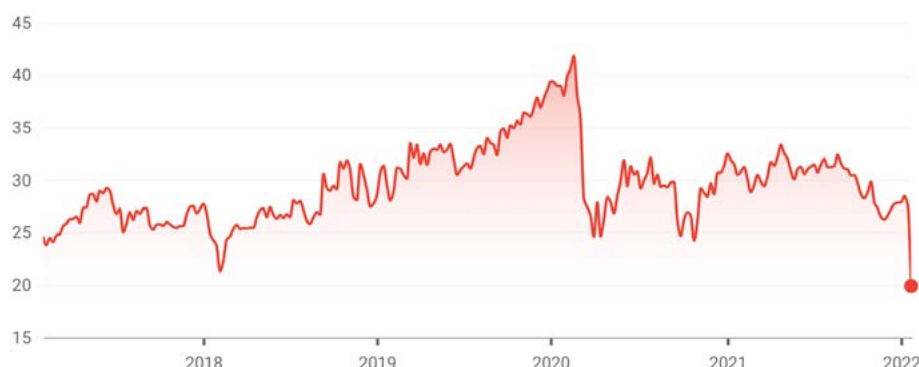
- 35 000 lits en France (48,5% du chiffre d'affaires) répartis dans 495 établissements
- 30 200 en Allemagne (26,3%) sur 253 établissements
- 13 370 en Belgique (14,8%) sur 120 établissements
- 7 200 lits en Italie sur 82 établissements
- 2 120 lits en Espagne sur 16 établissements
- Et 1 020 lits aux Pays-Bas.

Le groupe y avait son entrée avec le rachat de Stepping Stones (spécialiste de la prise en charge des Alzheimer) mi-avril 2019, il s'est renforcé en Italie en septembre dernier en Toscane et dans le Latium avec l'acquisition d'unités spécialisées dans les soins psychiatriques.

Korian visait une marge d'Ebitda de 14,5% en 2021 et prévoit une hausse de 9% du chiffre d'affaires en 2022 (à 4,6MdsE) puis 7% en 2023 (à 5,05MdsE).

Korian tente de renforcer son patrimoine immobilier (le groupe ne détient que 20% des murs des établissements qu'il exploite) grâce aux partenariats noués avec Icade, Careit ou Primonial REIM.

Maintenant, il faut rester lucide, le titre ne s'est jamais remis de la crise du Covid : il avait touché un plus-haut historique de 41,4 € le 20/02/2020 et testait un plancher de 24 € par 2 fois, le 16/03/2020 et 28/10/2020.



Korian : une action largement décotée depuis la première crise du Covid

Il n'a jamais fait mieux que 33,8 € le 31/08/2021, butant auparavant par 2 fois sur 33 €, les 6 janvier et 28 avril 2021.

Korian décrochait le 24/01 de -10% (dans le sillage d'Orpéa) vers 24 €, retraçant son plancher de mi-mars 2020 : une cassure constituerait le prélude à un repli plus appuyé en direction du plancher des 20€ du 12 février 2018.

Le titre qui revendiquait un actif net de 31,4 € à fin 2021 (et 34 € attendu à fin 2023) tombe 35% en-deçà de sa valeur comptable : il n'avait à l'évidence plus la faveur des gérants depuis presque 2 ans.

Ce signal de décote est donc celui que vous pouvez interpréter comme un signal d'achat.



ORPEA : SURVEILLER L'OPPORTUNITÉ

Il n'est plus question que des feux de l'actualité et des -48% perdus en 4 séances, des -50% perdus depuis le 3 janvier...

Mais Orpéa, c'est près de 112 000 lits répartis sur 1 115 établissements (maisons de retraite, cliniques de soins de suite, de réadaptation (SSR) qui bénéficient d'une importante diversification géographique sur 4 continents (65% de son activité est situé à l'international, 35% en France).

La France représente 36.220 lits, l'Allemagne 20.560, l'Espagne 11.330, l'Autriche près de 8.000, la Belgique 7.500, le Portugal 4.065, la Suisse 3.925, l'Italie 3.500, les Pays Bas 2 .850, la Pologne 2.885 lits, la République Tchèque 2.830, le Luxembourg 2.365 lits).

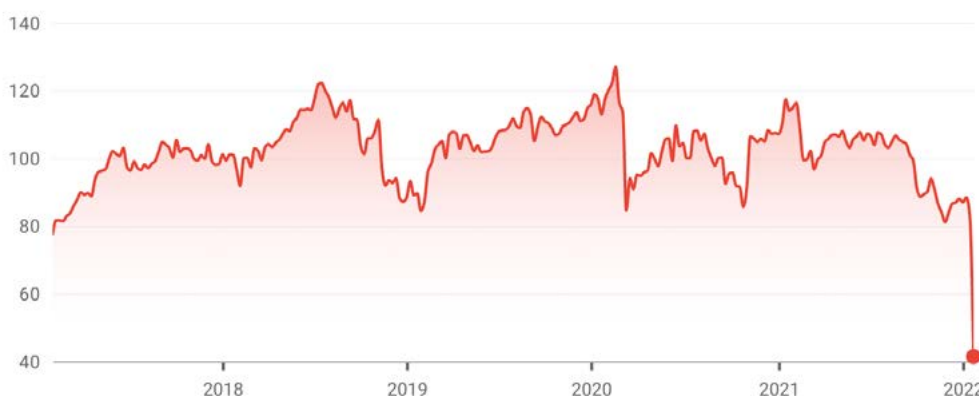
Orpéa est présent en Amérique Latine (4.485 lits), en Chine avec 2.525 lits, en Russie avec 1.200 lits (grâce à un partenariat avec Bpifrance et le fonds souverain russe RDIF).

Le groupe qui détient plus de 50% des murs de ses établissements revendique un patrimoine immobilier d'une surface de 2,2 millions de m² pour une valeur de 7 milliards d'euros, soit 55,9 euros d'actif net par action.

Après avoir enregistré une croissance des ventes de 9% en 2021, les dirigeants visaient une hausse de 8% cette année, puis de 7% en 2023 (l'actif net devrait atteindre 63[€]/action) : de tels objectifs risquent en effet d'être remis en cause si la justice trouve matière à sanctions, la réputation du groupe sera durablement entachée.

En Bourse, Orpéa affichait un PER de 22,6x à fin 2021, il devrait baisser de moitié en 2022 (avec un rendement estimé à 1,72, ce qui ne veut plus rien dire).

Le titre s'est clairement engagé sur une « trajectoire de désastre » avec l'enfoncement du plancher des 84 euros du 28/10/2020 puis des 81,5[€] le 3/12/2021.



À ce niveau de désastre (40 euros), l'action vaut désormais moins cher que sa valeur comptable

La cassure de ce support long terme unissant 3 creux majeurs depuis 2014 pourrait être aggravée par des ventes à découvert « opportunistes » : à 45^E, Orpéa vient de retracer son plancher du 13 octobre 2014. A 43^E, la capitalisation du titre pourrait même se trouver bientôt divisée par 3 depuis son zénith des 129 euros du 19/02/2020... **mais avec une valeur d'actif d'ores et déjà supérieure de 33% au cours actuel, des achats fractionnés semblent justifiés.**



LNA SANTÉ : ATTENDRE

Poids plume par rapport à Orpea et Korian, LNA Santé exploitait 9.100 lits dans plus de 80 établissements : le titre résiste tant bien que mal à la tourmente qui emporte ses 2 concurrents : le titre vient tout de même de céder -18% depuis le 3 janvier dernier.

Le chiffre d'affaires de l'ex-Le Noble Âge a progressé de 19% l'an dernier, à 681MnsE, il devrait progresser de 9% à 742MnsE en 2022 puis 10% en 2023, à 816MnsE.

Le PER était de 19 en 2021, il pourrait se contracter vers 13,5 cette année puis 12 en 2023, le rendement progressant de 1,04% en 2021 vers 1,5% en 2022 puis 2% en 2023.

Le rendement n'est donc clairement pas en capacité de battre l'inflation au cours des 24 prochains mois et l'actif net par action (19,6^E/action en 2021 et 20,8^E en 2023 alors que le titre cote 42,5^E) ne permet pas d'espérer un rattrapage » comme cela pourrait survenir sur Korian avec sa décote de 33% sur l'actif net.



LNA Santé : plus petite et moins liquide, elle reste mieux valorisée que son actif net

Le titre étant enfermé dans une tendance baissière depuis le test des 58,3^E le 02/09/2021, **nous restons prudemment à l'écart**, le cours venant d'enfoncer coup sur coup 2 importants supports moyen terme, le premier était situé à 44,65^E (il remontait au 5 mars 2021), le second étant le plancher des 43,6^E du 28/10/2020.

Même si les 42,5^E peuvent apparaître comme un support en dernier ressort, vaut mieux ne pas courir sur un titre prisonnier d'un toboggan baissier depuis le test des 51,4^E le 3 janvier, la première et seule séance réellement positive observée depuis le début de cette année 2021.

PARTIE 4

LA PÉPITE DE FELIX BARON SUR LE SECTEUR DES RÉSIDENCES « SENIOR »

**COFINIMMO : un leader à 4 milliards**

Code ISIN : BE0003593044 – COFB

En janvier 2022, Cofinimmo est une des rares foncières européennes à coter en bourse avec une prime sur son actif net.

En effet, l'action s'échange à 130 euros à la fin du mois de janvier, par rapport à une valeur de fonds propres liquides par action de 99 euros. **C'est un bon signal.**

En achetant l'action à 30% de plus que sa valeur réelle, le marché donne toute sa confiance à la société et à ses résultats futurs. Il anticipe **une hausse des bénéfices, et une création de valeur forte à moyen terme**.



Et en cela, le marché reste assez rationnel. Car Cofinimmo est devenu en quelques années un leader incontesté de l'immobilier « senior » en Europe : résidences services, maisons de retraites médicalisées ou non, etc.

Aujourd'hui, son patrimoine consacré au logement des seniors représente près de 4 milliards d'euros, et 65% du parc immobilier de cette foncière basée en Belgique.

Depuis 10 ans, Cofinimmo déploie une politique d'ouverture géographique en Europe : elle compte 261 résidences seniors en France, au Bénélux, en Allemagne, en Espagne, en Italie et maintenant dans les pays scandinaves et au Royaume-Uni. Une de ses forces est d'avoir identifié avant ses concurrentes le manque d'infrastructures, et de réinvestir en vendant la plupart de ses actifs de bureaux.

Cofinimmo est donc sur un sentier de croissance et de développement continu, avec une politique d'investissement remarquable : aux 3^{ème} et 4^{ème} trimestres 2021, la foncière a investi 230 millions d'euros pour acheter une quinzaine d'actifs pour en faire des résidences senior.

Pour une foncière diversifiée (elle a quelques actifs de bureaux et de commerces en complément), **elle parvient à dégager un rendement locatif net de 5,7%**, ce qui est impressionnant (la moyenne de l'immobilier locatif français serait aux alentours de 2,25%)/

Du point de vue opérationnel, la société a de bons arguments :

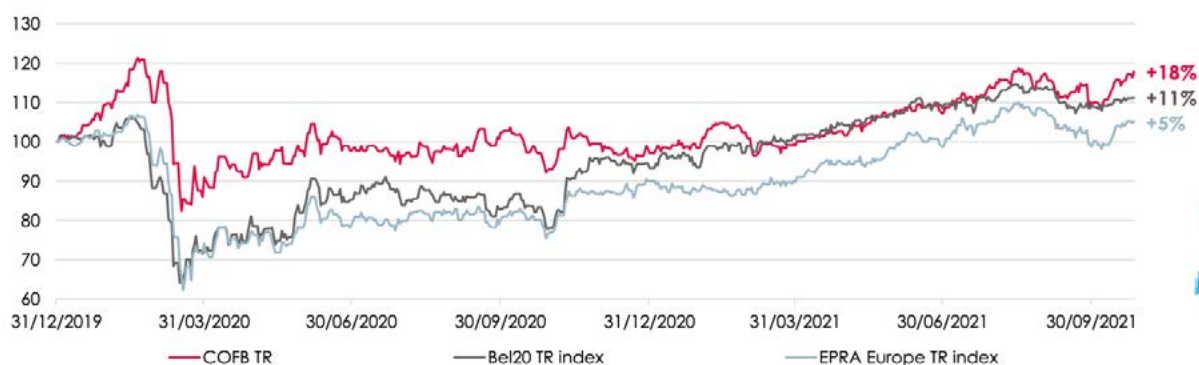
- Un taux d'occupation de ses résidences senior de 99,9% !
- La maturité moyenne des baux sur les résidences senior est de 16 ans

Très concrètement, cela veut dire que **Cofinimmo a sécurisé 99,9% de ses loyers pour les 16 prochaines années.**

Elle bénéficie d'une clientèle très institutionnelle dans le secteur : Korian, Colisé, Domus Vi, MAAF, etc.

Sur le plan fondamental, il convient de se pencher sur l'état de son endettement. Actuellement, le ratio endettement / patrimoine total est de 44,5%. C'est la fourchette haute du levier immobilier, mais ce ratio est en réduction par rapport à 2020 : gageons qu'il le soit encore en 2022.

D'autre part, cette dette est plutôt « saine » : il reste 4 ans avant son remboursement, ce qui laisse à Cofinimmo le temps de se refinancer, ou de rembourser par anticipation. Enfin, le taux d'intérêt moyen est de seulement 1% sur la dette.



Cofinimmo : plus fort que l'indice belge, et que l'indice européen

En repli sur les plus hauts historiques (145 euros) depuis quelques semaines, **l'occasion est belle d'acheter Cofinimmo au niveau des 130 euros**. Les plus audacieux attendront les résultats annuels (le 24 février), avec le risque que l'action remonte d'ici là.

C'est une action de croissance et de rendement (dividendes réguliers mais pas élevés) : à garder au moins 2 à 3 ans pour réaliser une belle plus-value sur un marché en explosion

PARTIE 5 :

JUSQU'À QUEL POINT LA PERFORMANCE ÉNERGÉTIQUE PEUT NUIRE À VOTRE PERFORMANCE IMMOBILIÈRE ?

Le cauchemar des propriétaires et propriétaires/bailleurs pour la prochaine décennie se nomme « DPE »

Il s'agit d'une nouvelle grille d'analyse de performance énergétique plus contraignante des logements qui s'accompagne de nouvelles directives impliquant des mises aux normes de façon urgente au risque de se voir rapidement interdire la location des biens immobiliers classés G (d'ici 2025), puis F (d'ici 2028) puis pénaliser fortement à leur tour les biens classés E (bannis à partir de 2034).

Autrement dit, ne sont à peu près tranquilles que les propriétaires de biens actuellement classés D (ou au-dessus) ou susceptible d'obtenir ce label moyennant de menus travaux.

Sur les 29 millions de résidences principales recensées en 2018, seuls 1,9 million de logements (soit 6,6 % du parc) sont suffisamment peu énergivores pour obtenir les labels A et B : il s'agit à 95% de logements récents où les promoteurs ont consenti un effort particulier pour accroître la neutralité carbone.

Ce sont des choix forcément coûteux, accessibles aux acquéreurs les plus fortunés, pouvant digérer des prix supérieurs de 10 à 15% à la moyenne pour une surface habitable identique (sinon, à budget égal, cela équivaut à se passer d'une petite chambre ou d'une salle de bain).

À l'inverse, environ 4,8 millions de logements (soit près de 17 % du parc), évalués comme très énergivores, sont classés d'ores et déjà « F » et « G ». Mais nous sommes loin d'avoir effectué tout l'inventaire... et ce sont souvent les bailleurs institutionnels municipaux (HLM) qui sont les plus en retard car bénéficiant d'une forme de mansuétude inquisitrice de la part de l'administration (les loups ne se dévorent pas entre eux !).

Ce ne sont pas 4,8 millions de passoires thermiques qui risquent d'être notées comme telles dans les prochaines années, mais 8 millions, soit plus d'un tiers du parc locatif français !

L'essentiel de l'effectif immobilier frappé de notations infâmes ne concerne pas des grandes barres d'immeubles situées en banlieue ou de vieilles masures isolées encore équipées de poêles à charbon mais bien des centaines de milliers d'appartements du cœur des grandes villes.

Appartements situés dans des d'immeubles vieux de plusieurs siècles qui constituent l'essentiel du bâti dans les quartiers historiques... majoritairement équipés d'un système de chauffage central, voire parfois individuel au gaz.

Comment améliorer le bilan carbone de ce genre de copropriétés sans dépenser des centaines de milliers d'Euros, voir des millions d'Euros lorsqu'il s'agit de parcs de HLM en briques (Paris en est littéralement ceinturé) sortis de terre à la hâte dans les années 50, quand l'énergie (gaz, fioul) était quasi gratuite ?

Les copropriétés reculent le plus souvent face à la nécessité de recourir à de lourds emprunts, sans parler des délais pour trouver des artisans disponibles pour effectuer les travaux.

Mais cette inertie militante de la « copro » **présente un avantage pour le propriétaire d'un logement F ou G puisque l'application pénalisante du DPE est suspendue dès lors que des travaux**

d'isolation à l'échelon individuel sont réalisés tandis que la mise en conformité de l'immeuble (changement de chaudière, l'isolation du toit ou des parties communes, etc.) dépend d'une (non) décision collective.

Imagine-t-on installer des pompes à chaleur individuelles avec des compresseurs sur les balcons faisant face à un monument historique, ou encore recouvrir de panneaux de polystyrène -afin d'étanchéifier thermiquement (ITE)- des façades à colombage ou en pierre de taille d'immeubles haussmanniens ?

Face à une équation énergétique quasi insurmontable, 43,5% des bailleurs interrogés passeraient outre les interdictions de louer et feraient l'impasse sur les coûteux investissements préconisés.

En cas de contrôle et de sanctions, ils seraient 31,8% (près du tiers) à retirer tout simplement leurs biens de la location.

Pour l'heure, beaucoup font déjà le choix de la revente puisque le nombre de ces biens classés F ou G sont 70% plus nombreux qu'il y a 1 an (à d'autres d'assumer l'effort de mises aux normes, ou de faire le choix d'une occupation à titre de résidence principal, auquel cas, les travaux d'amélioration ne sont pas opposables au propriétaire).

Malgré un soudain afflux d'appartements à la vente, la baisse de prix des logements classés F et G est de seulement -5% en Ile de France.

Les villes moyennes de province résistent également et l'explication est juste mécanique : en même temps que le DPE voyait le jour, le législateur frappé par la grâce de la préservation des espaces naturels pour motif écologique, décidait de s'opposer à l'étalement urbain en bloquant la construction de logements par le biais de la « ZAN » (qui postule le principe du « Zéro Artificialisation Nette des sols ») dès lors que cela réduit la surface des terres agricoles exploitables.

L'inflation législative et normative aboutit à toujours plus d'interdits, de blocages : on s'interdit de construire plus de neuf aux normes adéquates pour sauvegarder nos espaces naturels.

Le législateur européen (car plus de la moitié des Lois votées en France sont des transpositions des directives Bruxelloises -les GOPE- conçues dans le secret de bureaux capitonnés) semble, depuis des décennies, plus préoccupé d'attacher son nom à une directive, une circulaire, une Loi qui lui assure l'admiration de ses pairs (ou de ses sponsors politiques) que d'améliorer le quotidien de ceux qui l'ont élu.

Le principe de réalité aboutit heureusement à la mise en place d'exemptions permettant de déroger aux règles sous l'amicale pression des lobbies et des fédérations professionnelles.

Mais le problème, c'est le temps que l'Etat met pour prendre la mesure du chaos qu'il engendre avant de faire machine arrière : avec le DPE, il y a urgence à revoir la copie afin que l'ensemble de la mécanique du marché immobilier français ne se grippe pas.