

L'hôtellerie, valeur refuge en période de hausse des taux

Moins connue du grand public que les placements immobiliers classiques, l'hôtellerie constitue pourtant la 4^e classe d'actifs en immobilier d'entreprise en Europe après le bureau, le commerce et la logistique. Comment réagit-elle à cette période économiquement chahutée, où les banques centrales rehaussent les taux pour limiter l'inflation ?

INTERVIEW DE JEAN-MARC PALHON, PRÉSIDENT D'EXTENDAM

Nous sommes aujourd'hui dans une période de hausse des taux, a priori en défaveur de la valorisation des actifs au sens général du terme. Qu'en est-il des actifs hôteliers ?

Jean-Marc Palhon. Face à la hausse des taux, nous avons constaté qu'historiquement il existe une forte résilience de la valeur des actifs hôteliers acquis en murs et fonds, et ce pour plusieurs raisons.

Tout d'abord, lorsque l'on réalise des investissements en murs et fonds, comme nous avons l'habitude de le faire, la composante de l'exploitation est très importante dans la valeur globale du bien : elle représente entre un tiers et 40 % de celle-ci. Les métriques retenues pour cette partie exploitation sont complètement décorrélés des critères de valorisation communément utilisés pour les murs. Ici, les critères étudiés seront des critères d'exploitation, liés au chiffre d'affaires, à l'EBITDA, aux cashflows...

Or, tous les actifs sont valorisés en fonction du cashflow qu'ils génèrent et du risque associé à ce cashflow. Un immeuble de bureaux ou de logements est ainsi valorisé en fonction de ses loyers, de son emplacement, du risque de vacance, etc. De la même façon, un hôtel murs et fonds est valorisé en fonction de son EBITDA, de son emplacement, de son mix clients (loisirs, affaires...), etc. Nous observons, selon une étude de CBRE menée depuis pratiquement 80 ans, que les cashflows hôteliers ont une croissance supérieure à l'inflation. Cela signifie que l'hôtelier est capable de contrer ces périodes en ajustant le prix de ses chambres chaque jour et parfois même plusieurs fois par jour. Aussi l'actif hôtelier inspire-t-il plus confiance en période de tensions sur les marchés. Les taux de yield sont un peu moins challengés car le risque est un peu moins fort.

Par ailleurs, les taux de capitalisation utilisés pour valoriser les actifs hôteliers ont toujours été plus élevés que leurs équivalents des autres classes d'actifs immobilières dites « prime », que ce soit le bureau, le résidentiel ou la logistique, car ils intègrent une prime de risque plus forte. En effet, les autres classes d'actifs ont vu leurs primes de risque fortement diminuer ces dernières années, ce qui n'est pas le cas de l'hôtellerie. De ce fait,



la hausse des taux, qui vient impacter directement les taux de rendement, a -mathématiquement- un impact beaucoup plus fort sur les autres classes d'actifs car il reste très peu de marge pour l'absorber. À la différence de l'hôtellerie où cette hausse de taux est venue se diluer dans une prime de risque déjà existante. Le delta entre la prime de risque des actifs traditionnels et celle des actifs hôteliers s'est ainsi réduit.

Le marché des actifs hôteliers est-il structurellement plus fort pour affronter cette période d'inflation et de montée des taux d'intérêt ?

J.M.P. Il existe en effet un constat de marché prévalant avant la période de remontée des taux et la période de la Covid-19 : sur le marché hôtelier, il y a toujours eu plus d'acheteurs que de vendeurs.

Ensuite, le marché hôtelier se distingue grandement des autres marchés immobiliers dans le sens où dans le bureau et le commerce, les principaux propriétaires sont des investisseurs institutionnels, des assets managers, des investisseurs financiers de l'immobilier français ou étrangers. En France et en Europe, la grande majorité du parc hôtelier est détenue par des familles qui exploitent leurs biens comme outils de travail depuis plusieurs décennies. Lorsque ces familles décident de vendre un actif, elles le font quand les conditions de prix sont acceptables, et si tel

n'est pas le cas, elles préféreront se retirer du marché pendant un an ou deux plutôt que de subir des décotes importantes. Le jeu de l'offre et de la demande sur le marché de la transaction hôtelière étant en faveur de l'offre, cela concourt donc à maintenir les prix.

Qu'en est-il de l'impact de la hausse du coût de financement ?

J.M.P. Concernant la classe d'actifs hôtelière murs et fonds telles que nous la pratiquons chez EXTENDAM, le levier bancaire est utilisé à hauteur de 50 % de l'investissement global comprenant l'acquisition et les travaux (ou la VEFA), ce qui reste plutôt prudent.

Aujourd'hui, l'ensemble des acquisitions d'EXTENDAM a déjà été financé à taux fixe sur des durées de 15 ans environ. Les nouvelles opérations sont, elles, concernées par la remontée des taux et un accès à la dette bancaire qui devient plus difficile. Ces périodes sont plutôt favorables à des investisseurs professionnels et spécialisés, qui sont connus par la plupart des établissements bancaires pour apporter des opérations de qualité tant en termes de sous-jacent que de structuration de financement.

Néanmoins, pour un actif immobilier murs et fonds intégré dans une stratégie value-add, les rendements attendus sont généralement de l'ordre de 12 % de TRI brut. Dans la formation de cette performance finale, on considère qu'il y a une contribution d'un tiers du levier bancaire, les deux autres tiers provenant de la stratégie value-add (exploitation et repositionnement de l'actif).

Aujourd'hui nous sommes proches de taux à 3,5 %. En considérant un scénario de tension forte, avec une augmentation de taux de 200 points de base pour atteindre des taux variables à 5,5 %, l'impact sur notre TRI serait de seulement 1,1 %.

En matière d'inflation, les actifs hôteliers murs et fonds vont ainsi être plus performants que l'immobilier locatif ; en matière de hausse des taux rapportée aux taux de capitalisation, ils vont faire mieux que les classes d'actifs immobiliers prime ; enfin sur le coût du financement, l'impact d'une hausse des taux est finalement mesuré sur les résultats de notre investissement. ■