

L'actif net réévalué (ANR) : un indicateur clé en matière de foncières

L'ANR est susceptible de donner lieu à de nombreuses déclinaisons et répond à autant d'appellations.



Par **Xavier Paper**,
associé,
Paper Audit & Conseil

Les foncières ont pour objet la détention et la gestion d'un parc immobilier dans le but d'en retirer des loyers et/ou d'en valoriser le capital. Leur activité porte sur le logement résidentiel, l'immobilier d'entreprise (bureaux, commerces, locaux industriels, etc.) et/ou l'immobilier d'exploitation (hôtels, maisons de retraite, etc.). D'un point de vue financier, les foncières sont caractérisées par une forte intensité capitalistique et un endettement net important, liés à la détention de biens immobiliers, justifiant le recours à des techniques d'évaluation propres à ce type d'entreprises.

1. Les différentes approches d'évaluation

Sur le plan des principes, à l'instar des sociétés industrielles et commerciales, les foncières sont valorisées selon les méthodes usuelles utilisées par les évaluateurs à savoir :

- la méthode par les flux, s'appuyant sur le concept de rentabilité, qui actualise les flux de trésorerie d'exploitation au taux de rentabilité exigé de l'entité ;
- la méthode des comparables qui valorise l'entreprise par analogie avec des actifs de même nature ; et
- la méthode patrimoniale qui évalue l'entreprise comme une somme d'actifs sous déduction de tous ses passifs, constituant dès lors un mixte des deux méthodes précédentes.

Néanmoins, s'agissant de foncières, les évaluateurs utilisent des agrégats propres à ces dernières, compte tenu des spécificités rappelées en préambule. Ainsi, les approches de valorisation les plus couramment utilisées sont :

- le cours de bourse qui constitue une référence pour les foncières cotées dans la mesure où il correspond à une lecture directe de leur valeur de marché ;
- l'ANR, consistant à réestimer les capitaux propres sur la base de la valeur de marché des actifs et passifs de l'entité évaluée, qui est une référence clé en matière de foncières et qui fait l'objet d'une publication régulière ;
- l'approche des multiples d'ANR (méthode des comparables) qui consiste à déterminer, à partir d'un échantillon de foncières comparables cotées ou ayant fait l'objet d'une cession de titres, un multiple moyen de capitalisation fonction de l'ANR puis à l'appliquer à celui, le plus récent, de l'entité à évaluer de façon à déterminer sa valeur induite ; et
- les objectifs de cours des analystes financiers pour les

foncières cotées.

La méthode de l'actualisation des flux de trésorerie disponible (discounted cash flows, DCF) est souvent écartée, car redondante avec celle de l'ANR. Enfin, s'agissant de la méthode des comparables boursiers, certains évaluateurs ajoutent, selon le contexte, les multiples de cash flow, d'Ebit et/ou d'Ebitda.

2. L'ANR : la référence du secteur immobilier

L'ANR publié par les foncières correspond à leur actif net après réévaluation de leur patrimoine immobilier par des experts immobiliers. Les approches d'évaluation usuellement utilisées par ces derniers sont la méthode DCF, la méthode du rendement, qui consiste à capitaliser un revenu annuel, et la méthode par comparaison, qui consiste à comparer le bien faisant l'objet de l'expertise à des transactions effectuées sur des biens équivalents en nature et en localisation, à des dates proches de la date d'expertise. Toutes ces approches tiennent compte de paramètres propres aux foncières : taux de vacance, indexation des loyers, valeur de marché locative, travaux d'entretien et taux d'actualisation (généralement différent sur la période explicite des flux et à la sortie).

Les acteurs du secteur immobilier distinguent l'ANR dit «de liquidation» pour lequel la valeur des immeubles est appréciée hors droits de mutation (payés par l'acquéreur d'un bien immobilier) de l'ANR dit «de reconstitution» pour lequel, au contraire, la valeur des immeubles est appréciée droits inclus, le premier étant généralement privilégié car correspondant implicitement à l'hypothèse de revente des immeubles. De son côté, l'association européenne regroupant les professionnels de l'immobilier (European Public Real Estate Association, EPRA), qui publie des recommandations en matière de pratique professionnelle, distingue l'ANR simple net de l'ANR triple net, calculé après fiscalité sur les plus-values latentes et mise en valeur de marché des instruments de couverture et de la dette financière.

Compte tenu des différentes déclinaisons de l'ANR, la communication comptable et financière le concernant suppose nécessairement de faire mention, à des fins de lisibilité, des valeurs associées à ses différentes appellations (ANR de liquidation/de reconstitution, ANR simple net/triple net) en établissant les tableaux de passage correspondants. ■