



LE FOCUS

Les sociétés du secteur immobilier sont assez peu nombreuses dans les portefeuilles de fonds de private equity. Ces derniers doivent encore s'acculturer aux pratiques et aux besoins d'un marché qui offre pourtant de nombreux points d'entrée aux investisseurs et qui se montre plutôt résilient du fait d'un déséquilibre marqué entre l'offre et la demande.

PRIVATE EQUITY & IMMOBILIER, UNE RELATION À HAUT POTENTIEL

L'immobilier est une valeur refuge. Cette antienne, qu'un contexte macroéconomique anxiogène ne fait que renforcer, est depuis longtemps l'apanage des notaires, banquiers et autres conseillers en gestion de patrimoine, désireux de répondre aux sollicitations de leurs clients particuliers. Tous les sondages réalisés sur la question disent en effet la même chose : les épargnants français sont désireux d'investir dans la pierre, que ce soit pour leur propre compte ou à des fins locatives, en considérant qu'un tel placement est moins volatil que la Bourse et promet des rendements plus stables. En mars 2021, une étude commandée par la proptech Masteos confirmait ainsi que 60 % des personnes interrogées songeaient à mener à bien un investissement immobilier : dans le détail, 27 % ambitionnaient d'acquérir leur résidence principale, 20 % souhaitaient faire de l'investissement locatif et 13 % projetaient d'investir dans une maison secondaire. Des placements financiers suivaient, dont les livrets d'épargne (11 % des sondés), l'assurance-vie (9 %) et la Bourse (6 %).

UN SECTEUR BOUDÉ PAR LES FONDS

Mais si les épargnants particuliers ne doutent pas du bien-fondé d'un placement dans l'immobilier, les investisseurs professionnels sont moins unanimes quant aux atouts de ce secteur auquel ils sont peu nombreux



à s'intéresser. Certes, il existe depuis longtemps des fonds immobiliers qui acquièrent des actifs dans une logique de rendement locatif – LBO France, Raise REIM, Ardian ou Weinberg réalisent des opérations de ce type –, mais peu nombreux sont les acteurs à y déployer des thèses de capital-développement ou LBO en devenant actionnaires d'entreprises actives sur ce marché. « Le secteur de l'immobilier est moins représenté que d'autres dans les portefeuilles des acteurs du private equity pour plusieurs raisons. Il n'était jusqu'à récemment pas très intermédié et peu compréhensible des acquéreurs. Aujourd'hui, il y a des pratiques de marché et des standards de valorisation clairs, ce qui rassure les fonds souhaitant investir dans cette classe d'actifs. Les vendeurs sont aussi moins réticents à ouvrir leur capital. En outre, les opérations de LBO étaient plus difficiles à financer car les banques et les fonds de dette ne comprenaient pas bien les métriques en vigueur dans le secteur. Autant elles pouvaient être engagées au niveau des financements de projets immobiliers, autant il leur manquait une vision consolidée des opérateurs, explique Julien Béraud, directeur associé chez Edmond de Rothschild Corporate Finance et qui fait partie de ceux qui évangélisent le marché depuis une petite dizaine d'années. Les fonds midcap traditionnels sont concurrencés par certains des grands acteurs internationaux – des fonds comme BC Partners, Aermont, Lone Star ou Oaktree – qui se sont intéressés récemment à ces actifs et font désormais l'essentiel du marché, notamment en France. »

Une fois familiarisés avec ces spécificités techniques, les fonds qui se frottent au secteur de l'immobilier peuvent bénéficier à plein de son potentiel de croissance appuyé sur un déséquilibre chronique et structurel entre l'offre et la demande, particulièrement sur le segment majeur du résidentiel où se concentrent la plupart des opérations dans lesquelles les fonds s'engagent. « L'immobilier se caractérise par une très grande profondeur de marché et peut être appréhendé de multiples manières », observe Olivier Moatti, associé d'Abénex, qui fait partie de ces quelques fonds généralistes à faire preuve d'un appétit marqué pour ce secteur. Au cours des derniers mois, il a cédé sa participation dans le promoteur LP Promotion au fonds immobilier Aermont et participé au LBO secondaire sur le réseau de mandataires Oryx, qui recouvre la marque Propriétés-privées.com, aux côtés de Tikehau et du sortant Sparring Capital (lire encadré page 22). « Cette chaîne de valeur très large passe par les métiers de la promotion et de la vente, mais aussi du diagnostic, de la construction, de la gestion de syndic ou encore des assu-

« Ce secteur possède une capacité d'innovation assez importante permettant de surperformer la tendance et affiche une croissance maîtrisée sur une longue période »,
Olivier Moatti, Abénex



rances. Nous sommes indirectement exposés à cette dernière activité via notre participation dans Leader Assurances, dont l'un des métiers consiste à proposer des polices de dommages ouvrages. En outre, ce secteur possède une capacité d'innovation assez importante permettant de surperformer la tendance, et affiche une croissance maîtrisée sur une longue période. »

DEMANDE STRUCTURELLEMENT SOUTENUE

Certes, cela peut cacher des dynamiques de marché différentes entre le neuf et l'ancien, entre les grandes métropoles et les villes moyennes, entre le résidentiel, le bureau ou la logistique, mais le fait est que la demande reste globalement bien orientée. « L'une des évolutions majeures des dernières années est l'arrivée de fonds internationaux désireux de se constituer un portefeuille d'actifs résidentiels dans une logique de rendement locatif. Ils disposent de beaucoup de liquidités et alimentent la demande, dans un contexte où l'offre est contrainte par le manque de foncier », complète Olivier Seux, ancien secrétaire général du promoteur coté Nexity parti fonder le cabinet de conseil Ster Wenn Real Estate & Finance avant de rejoindre Mirabaud Private Equity en tant que gérant de son fonds de private equity immobilier. Il a bouclé il y a quelques semaines la levée de son first time fund sous la bannière Mirabaud Grand Paris, réunissant 150 millions d'euros principalement auprès d'institutionnels, dont des fonds de pension ou des assureurs-vie. Son objectif initial, fixé lors de son

lancement en 2020, était de 300 millions, mais, dans l'intervalle, la demande pour les actifs de bureaux s'est effondrée avec la crise sanitaire. Or, la stratégie de départ devait se déployer à la fois en logements et en bureaux et a donc dû être réorientée pour prendre en compte cette évolution du marché et donner une plus grande place au résidentiel. « Les actifs résidentiels neufs, particulièrement les grands programmes de plusieurs centaines de logements, sont aujourd'hui très recherchés. La demande est en revanche plus faible pour les immeubles de bureaux neufs en périphérie de Paris. Les seuls projets de bureaux que nous conservons se situent dans Paris intra-muros. À ce jour, nous avons mené à bien une quinzaine d'opérations sur un objectif d'une trentaine, précise Olivier Seux. En terme de stratégie, il s'agit d'accélérer la production de logements pour en permettre l'accès au plus grand nombre, selon des modalités diverses, et de faciliter la restructuration des immeubles existants, afin notamment de les rendre plus performants sur le plan énergétique, résume le responsable du fonds Mirabaud Grand Paris. Nous intervenons aux côtés des promoteurs pour leur permettre de renforcer leurs actions dans ces deux directions. Ces opérations de transformation immobilière sont porteuses de risques spécifiques, que les acteurs traditionnels comme les banques, sont moins enclines à prendre. C'est donc à des investisseurs privés que revient le rôle d'intervenir dans ces métiers, aux côtés des promoteurs immobiliers qui en sont les principaux acteurs. » Voilà pourquoi, parmi tous les acteurs de l'immobilier, c'est bien ce maillon de la promotion qui fait l'objet de beaucoup d'attentions de la part des fonds d'investissement. Véritables plaques tournantes du mar- ●●●

« La promotion est un métier de chasseur qui nécessite une

bonne connaissance du terrain et des différentes parties prenantes. De ce point de vue, racheter des petits acteurs permet certes d'acquérir des portefeuilles de projets, mais n'apporte pas beaucoup de valeur sur le long terme »,
Guy-Hubert de Fougères, Capital Croissance



ché, intervenant de l'acquisition du foncier à la livraison d'un immeuble clé en main à son ou ses propriétaires, les promoteurs permettent de s'exposer à une bonne partie de la chaîne de valeur. « L'intégration en amont, vers la production de matériaux de construction, peut avoir du sens lorsque la volumétrie est importante, à l'instar de ce que peut faire un groupe comme Bouygues. Pour des plus petits acteurs comme ceux que nous étudions, ces métiers nécessitent une forte immobilisation financière et sont probablement moins évidents à couvrir », pointe Guy-Hubert de Fougères, directeur de participations chez Capital Croissance. Il suit notamment le dossier du promoteur Id&al, dont le fonds est devenu actionnaire au printemps à la faveur d'une levée secondaire d'un montant situé dans le bas de la fourchette habituelle de son fonds K2, soit 15-50 millions d'euros. « En revanche, continue-t-il, une diversification vers la réhabilitation est plus naturelle, car il s'agit d'un métier proche de celui de promoteur, reposant sur l'achat d'un bien foncier, la gestion d'un projet, et qui répond aux objectifs de zéro artificialisation nette des sols qui s'impose aux agglomérations... Nous avons l'intention de renforcer les équipes d'Id&al dans ce domaine, de même que nous allons mettre l'accent sur la croissance de son activité de vente en direct qui représente environ 10 % de son chiffre d'affaires aujourd'hui. Le groupe possède une agence physique à Bordeaux et nous prévoyons d'amplifier le développement de ce métier en faisant grandir l'équipe et renforçant son savoir-faire en marketing digital. »

PRIME À LA CROISSANCE ORGANIQUE

De fait, les thèses d'investissement chez les promoteurs reposent davantage sur le soutien à leur croissance organique que sur des stratégies de build-up. « La promotion est un métier de chasseur qui nécessite une bonne connaissance du terrain et des différentes parties prenantes. De ce point de vue, racheter des petits acteurs permet certes d'acquérir des portefeuilles de projets, mais n'apporte pas beaucoup de valeur sur le long terme : une fois qu'un chantier est amené à son terme, il est difficile de faire vivre une marque sauf à avoir noué des relations interpersonnelles avec les autres acteurs du marché. Or, celles-ci sont difficiles à transférer d'une entreprise à l'autre, poursuit Guy-Hubert de Fougères. Les build-up se font probablement à un niveau très local, entre des acteurs de petite taille qui se partagent un marché limité, ou par le haut, à l'initiative des grands intervenants désireux de capter des parts des marchés en dehors des grands projets où la concurrence est très forte. »

En outre, le sujet pour les promoteurs n'est pas tant d'atteindre une taille critique ou d'aller planter des drapeaux dans diverses régions que de se constituer un portefeuille de projets immobiliers à mener à bien sur

« Les opérations de LBO étaient plus difficiles à financer, car les banques et les fonds de dette ne comprenaient pas bien les métriques en vigueur dans le secteur. Autant elles pouvaient être engagées au niveau des financements de projets immobiliers, autant il leur manquait une vision consolidée des opérateurs »,

Julien Béraud, Edmond de Rothschild CF

une période de trois à cinq ans et de réussir à enclencher un roulement entre les dossiers en fonction de leur stade d'avancement, de l'instruction du permis de construire à la commercialisation en passant par la construction. « Un promoteur immobilier se valorise essentiellement sur son pipeline de projets », explique le banquier d'affaires Julien Béraud, intervenu notamment dans les cessions de LP Promotion à Aermont et d'Alsei à BC Partners, ainsi que dans la primo-ouverture de capital d'Id&al au family office La Tricogne, qui a réinvesti avec Capital Croissance. « Les investisseurs regardent donc toutes les marges futures qu'ils pondèrent en fonction des stades d'avancement de chacun des projets, complète-t-il. Ils utilisent aussi un modèle classique de valorisation par DCF sur la holding opérationnelle et gardent pour référentiel les promoteurs cotés en Bourse. Dans le marché actuel, les promoteurs immobiliers se valorisent entre 7 et 10 fois l'Ebitda en moyenne. »

En renforçant leurs fonds propres, les entreprises de promotion se donnent donc les moyens de multiplier les projets très consommateurs de cash. En effet, elles doivent assumer un décalage entre le moment où il est nécessaire de déboursier des fonds pour acheter du foncier, établir le permis de construire, démarrer les travaux... et les premiers revenus. « Dans le cadre de nos due diligences sur LP Promotion, nous avons examiné de près le taux de "casse", c'est-à-dire les projets qui n'avaient pas abouti, et le track record de la



société auprès des banques qui financent les programmes. Dans les deux cas, l'entreprise était bien placée et ses prêteurs étaient motivés pour mener à bien les projets futurs, témoigne Olivier Moatti, qui a suivi le dossier pour Abénex. D'autres risques spécifiques peuvent avoir un impact sur l'activité de promotion immobilière, dont ceux liés à l'évolution de la législation. Par exemple, les changements autour des prêts à taux zéro ou des règles de défiscalisation sont à surveiller. De même, la hausse des taux d'intérêt risque de renchérir le coût de la dette pour financer les projets futurs et de peser sur la demande. Par ailleurs, le business model des promoteurs se caractérise par un fort autofinancement de la croissance dans la mesure où les cash flow générés par les projets matures sont réinvestis dans le démarrage des chantiers suivants. De ce fait, les capacités de désendettement, pour un promoteur en croissance, sont moindres, ce qui suppose de calibrer la structuration de nos opérations en intégrant ce facteur. »

ARBITRAGE DANS L'UTILISATION DES FONDS PROPRES

Dans ce contexte, les opérations à effet de levier sont plutôt rares dans le métier de la promotion, ce qui explique peut-être aussi la réticence relative de certains acteurs à s'y positionner. En fait, plus que les sociétés opérationnelles, ce sont les sociétés de projets (SPV), qui portent concrètement les actifs immobiliers, qui sont endettées. « L'un des enjeux d'une levée comme celle que nous avons réalisée pour Id&al est d'améliorer ses capacités d'arbitrage au moment de lancer ses SPV. Une majorité du financement est toujours apportée par les banques, mais, en ce qui concerne la part revenant au promoteur, peut-il la financer intégralement sur ses fonds propres ou doit-il faire appel à des capitaux extérieurs ? » explique Guy-Hubert de Fougères, chez Capital Croissance.

Or, les fonds de private equity qui interviennent au niveau des sociétés opération-

« Nous avons la conviction que la gestion du capital va progressivement se dissocier du cœur de métier des promoteurs qui est le pilotage du projet, le sourcing foncier, les échanges avec

les collectivités, la négociation, la conduite d'un chantier...

Aujourd'hui, les opérateurs font les deux et nous pouvons ensemble leur permettre de se concentrer sur leur cœur de métier et ainsi d'accélérer leur croissance », Olivier Seux, Mirabaud Private Equity



TROIS QUESTIONS À

MATHIAS FLATTIN, RESPONSABLE DU FONDS PROPTECH D'AXELEO CAPITAL

« LES ACTEURS HISTORIQUES DE L'IMMOBILIER COMMencent À S'INTÉRESSER À CES SOLUTIONS DIGITALES »

Axeleo Capital a lancé en 2020 un fonds de 40 millions d'euros dédié à la proptech. Il a réalisé à ce jour neuf investissements dans des start-up européennes parmi lesquelles figurent Check & Visit (automatisation des états des lieux immobiliers), GarantMe (caution locative) ou Beanstock (investissement locatif des particuliers), entre autres.

Private Equity Magazine : Quelles innovations naissent dans le domaine immobilier ?

Mathias Flattin : La volonté affichée de nombreuses start-up du secteur est de rendre l'immobilier plus liquide, d'enlever les frictions existant dans l'acte d'achat ou de location d'un bien immobilier. Certaines sociétés permettent à l'acquéreur de constituer son apport, soit en lui prêtant les fonds, soit en lui louant son futur bien avec option d'achat, le temps de rassembler cet apport. C'est le cas de Keyzy ou Merlin par exemple. Nous voyons également apparaître des modèles de "propriétés fragmentées", ou "fragmented ownership", ce qui signifie qu'un investisseur privé peut acquérir avec un minimum de 100 euros des portions d'immeubles dans différentes villes d'Europe, et arbitrer entre chaque actif en fonction des performances de la ville en question. C'est ce que propose BRXSapp.com. Ce modèle s'applique également aux propriétaires occupants : Prelo permet par exemple à huit acquéreurs d'acheter ensemble une résidence secondaire pour en réduire le coût d'accès et les charges tout en constituant un patrimoine personnel. Réduire le ticket minimal d'investissement permet de recréer de la liquidité avec plus d'opportunités d'achats et de ventes grâce

à un marché secondaire plus dynamique, et de rendre ces dispositifs accessibles à plus de catégories sociales. Pour sécuriser les actifs destinés à ces activités, certaines de ces sociétés en font l'acquisition de façon quasi automatique. Ce sont des "iBuyers" (ou "instant buyers", "acheteurs instantanés"). Elles s'appuient sur des logiciels de valorisation automatique qui repèrent les meilleurs actifs aux meilleurs rendements. Toutes ces entreprises cherchent à lever de la dette privée qui leur servira précisément à acquérir ces biens, hébergés dans une PropCo, séparée de la société opérationnelle dont des VCs peuvent être actionnaires. Enfin, il y a de nombreux sujets liés à l'ESG : la réglementation devient de plus en plus pressante dans ce domaine et les gestionnaires d'actifs immobiliers ont conscience que leurs biens risquent de perdre entre 25 et 50 % de leur valeur s'ils ne s'y conforment pas. Ils sont donc très demandeurs de solutions qui leur permettent de prioriser les travaux à réaliser, de choisir des matériaux bas carbone, à l'image de 2050materials, ou encore de réduire la consommation énergétique et les émissions des bâtiments existants...

P. E. M. : Comment se comporte votre deal flow ?

M. F. : Le déploiement de notre fonds est beaucoup plus rapide que prévu. Depuis le lancement, il y a deux ans, nous avons vu passer presque 4000 start-up en Europe sachant que nous nous positionnons sur des tours de pré-amorçage ou d'amorçage. Le deal flow commence donc à être significatif au niveau européen, où les tours en dizaines de millions d'euros sur des valorisations dépassant les 100 millions sont de plus en plus nombreux. Il nous semble que le marché commence à frémir et que les acteurs historiques, en quête d'efficacité, commencent à s'intéresser à

ces solutions digitales, sans parler des particuliers qui sont les plus sensibles aux propositions d'efficacité, d'accès et de digitalisation des biens immobiliers. L'immobilier est un marché de cycles longs, avec des projets de promotion qui s'étendent sur trois ou quatre ans et des gestionnaires d'actifs qui suivent des cycles de cinq à sept ans. Ce n'est donc pas évident de leur faire changer leurs habitudes, mais, une fois qu'ils ont vu concrètement les avantages de ces solutions innovantes, ils ne les lâchent plus.

P. E. M. : Cette évolution pourrait-elle générer des opportunités de sorties pour un fonds comme le vôtre ?

M. F. : Cette vague proptech est très récente et il faut commencer par créer des leaders européens avant de se soucier des sorties. Les industriels du secteur, dont certains sont d'ailleurs souscripteurs de notre fonds, regardent ce que l'on fait et sont satisfaits que l'on puisse les guider au milieu des différentes technologies qui émergent. Je suis frappé de voir que plusieurs d'entre eux sont bien conscients du fait qu'ils ne doivent pas encore investir dans ces start-up au risque de tuer l'innovation en les empêchant de travailler avec leurs concurrents. Par ailleurs, il y a d'ores et déjà de nombreuses opportunités de build-up dans ce secteur, soit pour reprendre les clientèles d'acteurs historiques qui peinent à se digitaliser, soit pour créer des leaders européens du logiciel et proposer des solutions complètes couvrant toute une chaîne de valeur.



Mathias Flattin

nelles ne sont généralement pas équipés ou ne sont pas réglementairement autorisés à se positionner sur ces véhicules, sauf à mettre en place des stratégies dédiées. C'est ainsi que, à l'instar de ce qu'il se passe dans le domaine des infrastructures depuis quelques années, les frontières tendent à s'atténuer dans le secteur de l'immobilier entre les fonds capables de prendre une participation au capital d'un promoteur, ceux qui se positionnent sur du financement de projets via des SPV et les stratégies hybrides intervenant indifféremment à ces deux niveaux. Comme toujours dans ces cas-là, il est difficile de déterminer qui de l'offre ou de la demande a émergé en premier ; en revanche, une chose est certaine : cette évolution de marché n'a pas fini d'offrir des opportunités à des pourvoyeurs de capitaux privés. Mirabaud figure parmi

ceux qui ont choisi, sous la houlette d'Olivier Seux, de se positionner sur le financement de ces seules SPV : « Une transformation immobilière comporte le plus souvent trois natures de risques spécifiques liées à la construction, à la commercialisation, particulièrement dans le domaine du bureau, et à l'obtention des autorisations administratives. En association avec les promoteurs et avec les banques, nous intervenons pour acquérir des actifs, immeubles ou terrains, sur lesquels se trouvent des petits bâtiments à réhabiliter comme des stations-service, des commerces... En agissant au niveau des projets, nous préservons notre indépendance vis-à-vis des promoteurs et eux conservent le contrôle de leurs opérations, détaille-t-il. Par ailleurs, nos promoteurs partenaires sont parfois des filiales de grands groupes, dont ce n'est pas la vocation d'immobiliser

leur trésorerie sur du foncier. Ces derniers sont ainsi ouverts à des partenariats pour les accompagner. Nous nous positionnons aussi avec la conviction que la gestion du capital va progressivement se dissocier du cœur de métier des promoteurs, qui est le pilotage du projet, le sourcing foncier, les échanges avec les collectivités, la négociation, la vente, la conduite d'un chantier... Aujourd'hui, les opérateurs font les deux et nous pouvons ensemble leur permettre de se concentrer sur leur cœur de métier et ainsi d'accélérer leur croissance. »

« CORPORATE IMMO » OU FINANCEMENT D'ACTIFS

D'autres acteurs du capital-investissement ont fait le choix d'une offre plus large destinée à répondre aux souhaits des promoteurs désireux d'ouvrir leur capital comme ●●●



Jean Eichenlaub

« L'immobilier embarque des réflexions sur la digitalisation qui reste largement à accomplir et sur la réponse à apporter aux enjeux de transition énergétique... », observe Julien Béraud, directeur associé chez Edmond de Rothschild Corporate Finance. Autant de thématiques qui peuvent donner lieu à des investissements de type capital-risque, par des VC intéressés

LES FONDS SE PRESSENT DANS LES AGENCES IMMOBILIÈRES DIGITALES

par les sujets proptech. L'essor des agences immobilières digitales, basées sur des réseaux de mandataires indépendants, est une des facettes de cette innovation émergente. « Aux confins du venture late stage et du LBO, ces actifs ont effectivement fait l'objet d'une bataille parfois âpre entre des intervenants aux poches profondes. Permira en sait quelque chose, qui a tenté de se faire une place au tour de table d'I@d l'année dernière. Il a été doublé par Insight Partners, qui a injecté 300 millions d'euros dans le réseau aux 13 000 agents indépendants et rejoint Naxicap (depuis 2012, réinvestissement en 2016), IK et Five Arrows (arrivés en 2016), puis s'est positionné sur le LBO secondaire de New Immo Group (Safti, megA-

gence) aux côtés de Qualium, son actionnaire depuis 2018. Plus récemment, le troisième acteur du marché français Oryx a étoffé son tour de table à l'occasion d'un LBO bis : Sparring Capital, actionnaire majoritaire depuis 2016, a réinvesti et a été rejoint par Tikehau Capital et Abénex.

Développement organique

« La part de marché des réseaux de mandataires indépendants augmente régulièrement depuis une douzaine d'années et se situe aujourd'hui autour de 15 %, constate Olivier Moatti, associé chez Abénex. Le marché est encore très éclaté avec beaucoup de petits réseaux rassemblant quelques centaines de négociateurs indépendants et le potentiel de consolidation est donc important. » Oryx, maison

mère de Propriétés-privées.com, a déjà à son actif deux build-up réalisés en 2017 et 2018 sur ses concurrents immoreseau et RezoXimo, qui lui permettent d'afficher 75 millions d'euros de chiffre d'affaires et 3 500 mandataires affiliés.

Toutefois, le cœur des stratégies de développement de ces sociétés est davantage le recrutement de nouveaux agents. « Entre 2018 et 2021, Safti a réalisé l'acquisition de megAgence, qui lui a permis de renforcer sa présence dans l'ouest de la France. Pour le reste, la thèse repose principalement sur la croissance organique : New Immo Group recrute des personnes qui connaissent très bien leur environnement local, par exemple des institutrices à la retraite, et les forment au métier d'agent immobilier. Ensuite,

leur système de cooptation fait le reste : chaque nouveau mandataire est invité à développer son propre réseau grâce à un système gagnant-gagnant de parrainage. Pour le reste, les mandataires sont en exclusivité avec Safti, mais gardent une très grande indépendance dans leur activité au quotidien. Ils ne sont pas salariés et souscrivent à un abonnement mensuel pour accéder à des outils technologiques leur facilitant la vie et leur permettant d'être plus performants (supports administratifs, informations privilégiées ou formation », explique Jean Eichenlaub, associé de Qualium. En 2021, Safti a généré 182,5 millions d'euros de chiffre d'affaires. Leader du marché, I@d en réalisait 280 millions en clôture de son exercice 2019-2020.

... à celui d'opérateurs en quête de financements privés pour leurs SPV. En concurrence avec des intervenants comme M Capital ou 123 IM, Inter Invest Capital a opté pour ce positionnement via deux fonds lancés en 2020 et distribués à une clientèle privée via les réseaux de CGP : Capital Immo est un véhicule evergreen se déployant en equity qui a levé à ce jour 30 millions d'euros et en vise 100 millions, et Inter Immo a réuni 20 millions d'euros qu'il met au travail sous forme de dette mezzanine ou d'obligations convertibles et qui devraient être portés à 25 ou à 30 millions d'ici au début de l'année 2023. « Nous avons une approche diversifiée qui nous amène à couvrir une large partie du marché de l'immobilier : nous pouvons financer des pure players ou marchands de biens, soit en prenant une participation à leur capital, soit en finançant leurs SPV. Nous nous positionnons aussi sur les dossiers d'immobilier géré, de type hôtellerie et hôtellerie de plein-air, résidences seniors, coworking-coliving... », expose Guillaume Donnedieu de Vabres, responsable de cette stratégie de private equity immobilier chez Inter Invest Capital. Le cœur du sujet pour nos partenaires est de pouvoir réaliser davantage d'opérations en engageant une moindre part de leurs fonds propres. Prenons un projet de promotion immobilière à 10 millions d'euros, les banques vont apporter 8 millions d'euros de dette et les fonds propres devront couvrir

les 20 millions restants. Sur ces 2 millions restants. Sur ces 2 millions, nous en assurons jusqu'à 80 %, tandis que le promoteur en gardera 20 % à sa charge lui permettant de réaliser ainsi plus de projets. Si nous entrons au capital de l'opérateur, nous sommes dans une logique de capital-développement classique en accompagnant notre participation dans sa stratégie, ses éventuels build-up... » Il peut arriver qu'Inter Invest soit à la fois actionnaire du promoteur et financeur d'une ou plusieurs de ses SPV ; il lui est aussi arri-

vé d'apporter les fonds propres nécessaires à un projet piloté par la participation d'un fonds de private equity, en l'occurrence Id&al, à Bordeaux. Sur la base d'une vingtaine de transactions déjà réalisées, ses fonds investissent en moyenne de 1,5 à 2 millions d'euros par projet. « Nous voyons parfois le risque administratif lié à la délivrance du permis de construire comme une opportunité de développer une activité de portage foncier, explique Guillaume Donnedieu de Vabres. Par exemple, lorsque le propriétaire d'un actif souhaite céder sans avoir à attendre la levée d'une condition d'obtention de permis. Nous lui permettons donc de conclure la transaction tout en sécurisant le foncier pour le promoteur qui prend l'engagement de nous racheter l'actif si jamais l'autorisation administrative n'est pas délivrée. Dans une logique similaire, nous pouvons porter des biens dans le cadre d'opérations de restauration par des acteurs spécialisés, pendant la phase de montage de ces opérations, jusqu'à ce que ces biens soient ensuite cédés à des investisseurs privés. » Un groupe comme CIR pourrait être partenaire d'Inter Invest dans une transaction de ce type.

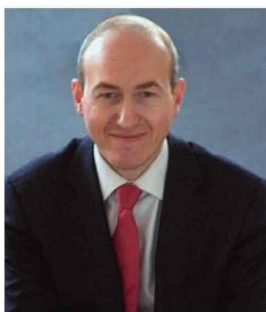
« Le fait d'avoir en interne toutes les compétences, de la promotion à la gestion d'actifs en passant par le marchand de biens, permet d'optimiser le sourcing et de mieux appréhender toutes les options pour un même foncier. Cela rend aussi ces plateformes plus aisément internationalisables. Même chose pour y déployer des stratégies de build-up », François-Xavier Mauron, Andera Partners



VERS UNE INTÉGRATION MULTI-MÉTIERS

La Compagnie Immobilière de Restauration (CIR), entrée dans le portefeuille de BlackFin Capital Partners au printemps dernier à l'issue d'un process lancé par Bridgepoint et qui a notamment vu concourir le promoteur

Nexity, fait effectivement partie de l'autre catégorie d'acteurs du marché immobilier qui ont le vent en poupe chez les fonds et qui ont pour particularité d'intégrer une forte expertise d'asset management. « De manière générale, immobilier et services financiers sont assez proches, car la plupart des conseillers en gestion de patrimoine distribuent aujourd'hui principalement des produits immobiliers compte tenu de la baisse des rendements des valeurs mobilières classiques. Sachant que l'allocation des épargnants sur cette classe d'actifs est encore assez basse, mais que la demande s'accroît, il y a donc de la place sur le marché pour des spécialistes capables de sourcer leurs meilleurs actifs et d'en assurer la gestion ou de les présenter dans des fonds dédiés, note Julien Béraud, directeur associé chez Edmond de Rothschild Corporate Finance. Ces sociétés de gestion d'actifs sont mieux valorisées, avec des multiples qui se situent généralement entre 10 et 14 fois l'Ebitda. » Montefiore a pris sa part de ce marché dès 2019 en devenant l'actionnaire majoritaire du lyonnais Valeur et Capital dont le cœur de métier consiste à distribuer des produits d'investissement immobilier via son réseau de 35 agences dans les grandes villes françaises. Il a également développé une activité de gestion de résidences étudiantes. L'opération vi-



Alain Cochenet

En Ile-de-France, 80% du parc de logements collectifs a été construit avant 1975. Cette statistique, qui a pour corollaire un besoin immense de maintenance et de rénovation, suffit à elle seule à justifier l'intérêt que Momentum Invest a porté en janvier 2021 à PHB, spécialiste des travaux d'entretien et de rénovation de bâtiments anciens dans la région capitale rebaptisé depuis Eddifis. « L'activité d'Eddifis est non seulement décorrélée des soubresauts cycliques du marché de l'immobilier neuf, mais également très peu touchée par l'évolution des taux d'intérêt. Ce sont précisément ces facteurs qui nous tiennent éloignés des activités de promotion im-

mobilière dont le couple rendement/risque ne nous semble moins attractif que celui des métiers d'entretien BtoB avec énormément de récurrence, à la fois contractuelle et de fait, et de multiples opportunités de croissance externe, explique Alain Cochenet, associé chez Momentum. Si Eddifis s'exposait davantage à des activités cycliques, en intégrant la chaîne de valeur de l'immobilier, il risquerait de perdre de la valeur de mon actif. Je n'y ai donc aucun intérêt, d'autant que le marché est très résilient et appuyé à la fois sur de la récurrence contractuelle, avec les foncières et syndics, et sur de la récurrence de fait, car il faut bien réparer la chaudière ou la climatisation d'un immeuble lorsqu'elles tombent en panne. » Par ricochet, ces acteurs des ser-

vices à l'immobilier ou au bâtiment bénéficient donc de la solidité du marché sous-jacent, avec une demande croissante de nouveaux logements et une nécessité réglementaire accrue de mise aux normes. Dans le même temps, les fonds y trouvent un terrain de jeu qu'ils maîtrisent totalement. « La création de valeur dans ces métiers de services repose sur la structuration des organisations et la croissance externe pour consolider la myriade d'acteurs qui doivent sans cesse augmenter leur qualité de service pour répondre aux exigences des bailleurs. Ces sujets sont au cœur de stratégies comme la nôtre », confirme Mayeul Caron, associé chez Andera Expansion, actionnaire d'ImmoCity (services aux syndics) ou de ADX Groupe (diagnostiqueurs).

« Nous pouvons financer des pure players, typiquement des promoteurs ou des marchands de biens, soit en prenant une participation à leur capital, soit en finançant leurs SPV. Nous nous positionnons aussi sur les dossiers d'immobilier géré, de type hôtellerie et hôtellerie de plein-air, résidences seniors, coworking-coliving... », Guillaume Donnedieu de Vabres, Inter Invest



sait surtout à soutenir la croissance organique de la société en l'aidant à élargir son offre vers de nouveaux types de biens immobiliers ou de nouveaux produits d'investissement. L'équipe MidCap (ex-Winch) d'Andera Partners fait aussi partie de ceux qui ont jeté leur dévolu sur des plateformes multi-métiers de ce type pour s'exposer au secteur de l'immobilier. « Là où le monde de l'immobilier repose beaucoup sur des clubs deals, donc un asset management avec plus de volatilité, la composante "fonds discrétionnaires" permet d'avoir un socle d'Ebitda embarqué plus récurrent. De même, alors que la visibilité dans la promotion reste relativement courte (12-24 mois) et nécessite une réserve foncière profonde, l'activité de gestion d'actifs vient accroître ce socle de flux récurrents, avec même sur certains actifs "core" des modèles "buy and hold" qui se rapprochent de l'evergreen en private equity, argumente François-Xavier Mauron, associé MidCap d'Andera Partners. Le fait d'avoir en interne toutes les compétences, de la promotion à la gestion d'actifs en passant par le marchand de biens, permet d'optimiser le sourcing et de mieux appréhender toutes les

options pour un même foncier. Cela rend aussi ces plateformes plus aisément internationalisables, l'activité d'asset management étant généralement le cheval de Troie pour une première expansion géographique. Même chose pour y déployer des stratégies de build-up : Atland est un bon exemple, puisque nous avons réalisé deux acquisitions pour son pôle Asset management, afin d'ouvrir de nouveaux canaux de distribution vers les CGP et le crowdfunding, et deux acquisitions en promotion pour atteindre la taille critique et se renforcer sur un type de produits très porteur. » Andera MidCap est sorti du capital d'Atland au début de cette année, au profit de son fondateur, et reste actionnaire de Panhard, promoteur et asset manager spécialisé en immobilier logistique, qui élargit progressivement son terrain de jeu vers les parcs d'activité avec des actifs combinant des bureaux et des entrepôts. « Panhard, Atland ou encore Emerige, dont nous avons été actionnaire avec le fonds Winch 1 alors qu'il s'appelait encore Transimmeubles, suivent tous cette tendance à la constitution d'opérateurs multi-métiers avec une forte composante d'asset management, reprend François-Xavier Mauron. Ces entreprises intéressent beaucoup de monde, depuis des pure players de l'immobilier qui recherchent de la réserve foncière et des actifs sous-gestion, jusqu'à des grosses plateformes d'asset management qui veulent renforcer leur expertise dans ce domaine, à l'instar de groupes comme Icade ou Altarea Cogedim par exemple. » Avant de se dédire le 2 mars, ce dernier avait été retenu par Bridgepoint, Latour Capital et Société Générale Assurances pour lui céder Primonial, illustrant parfaitement cette tendance à l'agrégation de plusieurs métiers autour de la thématique immobilière. Altarea avait mis 1,9 milliard d'euros sur la table, soit environ 13 fois l'Ebitda de Primonial. ■ E.L.L.