

Alain MANZON - Expert Immobilier - Consultant - Diplômé de l'Enseignement Supérieur  
 « Dolce villa » 19, avenue du Jas Le Grand Souleyas - 83120 SAINTE MAXIME - Tél : 06.11.31.32.34 - Site web : [www.alainmanzon.com](http://www.alainmanzon.com)  
 Email : [alain.manzon@gmail.com](mailto:alain.manzon@gmail.com)

CNEI\*  
 COMPAGNIE NATIONALE DES EXPERTS IMMOBILIERS  
 Expert agréé sous le N°1004

ADEXVAL\*  
 ASSOCIATION POUR LE DEVELOPPEMENT  
 DE L'EXPERTISE EN VALEUR  
 Membre créateur et  
 Expert agréé sous le N° 3



## REUNION DE FORMATION ADEXVAL DU 20 MAI 2022

### 1° REVOLUTION DE L'EXPERTISE IMMOBILIERE :

Notre réunion ne peut prétendre à vous apprendre à calculer toutes les formes de DCF (discounted cash-flow) mais de vous initier à cette nouvelle forme d'analyse et de pensée.

Les penseurs des USA ont conçu, il y a un peu plus d'une vingtaine d'années, cette méthode dite des DCF qui complète et enrichit les méthodes par comparaison et par le rendement mais qui ne va pas sans poser des questionnements.

La méthode des DCF consiste à actualiser les flux financiers de trésorerie prévisionnelle générant des revenus qui sont appelés « cash ».

L'actualisation consiste à intégrer dans les calculs des rentrées de trésorerie futures et « prévisibles selon certaines hypothèses », la notion de perte de valeur de la monnaie dans le temps.

En d'autres termes un euro dans 1,2, 3, ans n'a pas la même valeur qu'un euro d'aujourd'hui. Il aura une valeur inférieure.

La méthode DCF appliquée aux revenus locatifs, intègre en outre les charges grevant les rentrées financières, et la notion de valeur résiduelle.

La réflexion a conduit à considérer qu'un bien de rapport locatif ne peut se limiter à la simpliste notion de rendement (qui consiste à calculer les rentées des loyers en leur appliquant un taux de rendement).

Ainsi par exemple, dans cette méthode « simpliste » un loyer de 10.000 € annuels qui doit rapporter 10% de rentabilité à son investisseur est estimé à  $\frac{10.000 \text{ €} \times 100}{8} = 125.000 \text{ €}$  et avec un taux de 8% :  $10.000 \text{ €} \times 100 / 8 = 125.000 \text{ €}$ .

Cette analyse est à rapprocher de la notion du taux de capitalisation (Page 86 de la charte) qui est défini comme somme des revenus annuels divisé par la valeur vénale hors frais de notaire soit  $10.000 \text{ € de revenus} / 100.000 \text{ € de valeur vénale} = 10 \%$ .

La méthode DCF, outre qu'elle tient compte de la notion de perte de valeur de l'argent dans le temps intègre la notion de valeur résiduelle du bien. C'est à dire qu'après 10,15,20 ans, etc..., un bien de rapport locatif a une valeur qui s'ajoute aux revenus nets annuels.

Je vous expliquerai par un exemple chiffré les calculs d'un DCF en locations saisonnières que vous pourrez appliquer, également aux locations annuelles et répondrai à vos questions.

Plus dure sera la tâche de notre ami Laurent qui vous initiera au DCF d'entreprise.

Je lui passe la parole sauf si vous avez, déjà...des questions.

## 2° LA THEORIE DE LA RENTE FONCIERE ET LE CASH FLOW SPECULATIF APPLIQUE AUX TERRAINS INCONSTRUCTIBLES.

David RICARDO, penseur-économiste Anglais a conçu en 1817 la théorie de la rente foncière qu'il définit comme la somme des produits financiers que procure la terre. Il assimile la notion financière de capital et de son revenu à celle de propriété terrienne avec les ressources ou revenus qu'elle procure.

Si on « mathématise » sa théorie on peut affirmer que :

La valeur de la terre ou du terrain s'obtient par les produits ou revenus annuels de la terre divisé par le taux de rendement souhaité ou espéré.

Par exemple  $50.000 \text{ € de revenus divisés par } 5\% \text{ de taux de rendement}$  donne une valeur de  $1.000.000 \text{ €}$  à cette terre.

Vous devez, probablement vous poser la question « mais où veut-il en venir ». Rassurez-vous, on y arrive dans ce que je qualifie de spéculation et cash-flow appliqués à l'estimation d'un terrain actuellement inconstructible.

Le prix d'un terrain constructible est obtenu par l'application du

« Calcul du promoteur » qui consiste à partir de la somme des prix de vente des appartements ou villas, ou terrains lotis, à soustraire tous les coûts du prix de revient (architecte, constructions, VRD, frais financiers, publicité, etc...) et dont la résultante est la valeur du terrain (notre VT).

Ce prix est proportionnel bien évidemment à la surface de plancher constructible (ou SHON). Et la division du prix du terrain par la SHON totale constructible donne le prix au m<sup>2</sup> de SHON du terrain.

**La question qui se pose à nous est :**

Que vaut une terre ou un terrain non constructible et non productif ? (C'est-à-dire qu'on ne peut le louer, le construire, ou le cultiver).

Si on applique la théorie de RICARDO la valeur d'un tel terrain peut être négative ! (Coût des assurances, frais de débroussaillage, taxe foncière, etc... alors qu'il n'engendre aucun revenu).

Certains terrains (par exemple les anciens terrains industriels pollués par des déchets radioactifs par exemple et inconstructibles) ont en effet une valeur actuelle négative.

Si on leur applique le « calcul du promoteur » le terrain vaut zéro car zéro m<sup>2</sup> de SHON x prix du m<sup>2</sup> de SHON (quel qu'il soit) = zéro.

**Mais, et c'est là que la théorie du DCF et spéculation immobilière intervient :**

Supposons, l'exemple, innocent, qu'un promoteur, anticipe la constructibilité d'un terrain (il va, par exemple, faire présenter son gendre aux prochaines élections municipales... afin que celui-ci fasse en sorte qu'il devienne constructible dans 10 ans) **[hypothèse 1]**.

Supposons ensuite que le terrain inconstructible devienne bénéficiaire d'une constructibilité de 10.000 m<sup>2</sup> de SHON et que le m<sup>2</sup> de SHON vaille 500 €. /m<sup>2</sup>.

Ce terrain vaudrait, s'il était actuellement constructible : 10.000 m<sup>2</sup> SHON x 500 €/m<sup>2</sup> SHON = 5.000.000 € !

Mais, il sera, peut-être, constructible et dans 10 ans. **[Hypothèse 2]**  
Alors comment l'estimer, à ce jour ?

Il faut pour cela se mettre à la place du promoteur, qui pour la circonstance devient spéculateur et stratège politique à la fois. La réponse tient d'abord dans la notion du taux de chance que le promoteur donne au changement de statut urbanistique du terrain (changement de zone) et à celui qu'il se donne de réussir à conquérir la mairie (dans l'exemple, irréaliste (!?) que nous avons choisi en faisant élire son gendre).

Supposons que les études d'impact (SCOT, PAD, etc...) impliquent ce changement à l'horizon de 10 ans (ou 15 ans à 20 ans).

Le promoteur va considérer, par exemple, que son taux de chance est de 50% au terme des 10 ans. **[Hypothèse 3]**

Le promoteur va par exemple considérer que ses chances de gagner les élections municipales et donc de rendre constructible le terrain avec une SHON de 10.000 m<sup>2</sup> sont de 60% (pourcentage que l'on peut modifier). **[Hypothèse 4]**

La résultante mathématique des hypothèses 3 et 4 donne le calcul :

$$\frac{50}{100} \times \frac{60}{100} = 30\% \text{ (soit } 0,30) \text{ qui est}$$

**L'espérance mathématique de voir ce terrain devenir constructible dans les 10 ans à venir. Avec les hypothèses formulées.**

La théorie du cash-flow immobilier spéculatif consiste à évaluer la valeur d'un bien immobilier en capitalisant les revenus qu'il procure en les ramenant à leur valeur actuelle.

Si on « postule » que les revenus procurés par ce terrain inconstructible sont nuls mais que sa valeur est représentée par l'espérance mathématique comme définie ci-dessus soit :

$$(10.000 \text{ m}^2 \times 500 \text{ €/m}^2) \times \frac{50}{100} \times \frac{60}{100} = 5.000.000 \text{ €} \times 0,30 = 1.500.000 \text{ €}$$

On peut alors considérer cette valeur de 1.500.000 € comme un revenu sur 10 ans soit = 150.000 €/an pendant 10 ans

1.500.000 € est alors la valeur spéculative du terrain dans 10 ans et 150.000 € les revenus qu'il procure dans ce cas, par an, en cas de vente.

**Mais il s'agit là de la valeur du terrain dans 10 ans. Que vaut-il aujourd'hui ?**

La méthode du cash-flow **spéculatif** immobilier répond à cette question avec la formule suivante :

$$VT = \sum \frac{\text{Revenus annuels}}{(1 + i)^n}$$

Où  $\Sigma$  Revenus = valeur du terrain comme calculée ci-dessus ramenée à sa valeur de revenus annuelle.

$i$  = Taux d'actualisation = obtenu par la sommation de la rentabilité financière pour placement à terme sans risque + le taux d'inflation + le prix de l'illiquidité = (par exemple) 5% + 2% + 4% = 11% .

$n$  = terme de notre période = 10 ans, date à laquelle le terrain deviendrait constructible.

Si nous appliquons cette formule à l'exemple retenu ci-dessus avec les diverses hypothèses, la valeur du terrain devient  $VT = \frac{\Sigma \text{Revenus}}{(1+i)^n}$

$$\frac{150.000}{(1 + 11\%)^1} + \frac{150.000}{(1+ 11\%)^2} + \dots + \frac{150.000}{(1+11\%)^{10}} =$$

$$= 135135 + 121743 + 109679 + \dots + 52828 = 883.000 \text{ €}$$

C'est, dans le cadre des hypothèses retenues ce que peut proposer un marchand de biens, un promoteur (véreux, informé, initié, intelligent, malin (!?)), à un propriétaire terrien non averti.

**Pour vous aider à mieux comprendre voyons un deuxième exemple :**

- Constructibilité du terrain dans 10 ans : 20.000 m<sup>2</sup> de SHON

- Valeur du terrain dans 10 ans : 20.000 m<sup>2</sup> x 500 €/m<sup>2</sup> = 10.000.000 €

- Chances de le voir constructible = 90 %

- Chances de gagner les élections = 90 %

- Valeur du terrain en espérance mathématique =  $10.000.000 \times \frac{90}{100} \times \frac{90}{100}$   
= 8.100.000 €

- Valeur ramenée à sa valeur de revenus annuels =  $\frac{8.100.000 \text{ €}}{10}$

810.000 €/an

- Valeur de l'actualisation = 5% + 2% + 2% = 9% (pourcentages pouvant varier)

**La valeur du terrain, dans ces hypothèses, selon la méthode du cash-flow spéculatif immobilier ressort à :**

$$VT + \frac{\Sigma \text{ Revenus}}{(1 + i)^n} = \frac{810.000 \text{ €}}{(1 + 9\%)^{10}} = 5.198.000 \text{ € (environ)}$$

En prenant le même exemple mais avec une constructibilité qui demeure à 10.000 m<sup>2</sup> au lieu de 20.000 m<sup>2</sup> dans l'exemple précédent, on arrive à :

$$VT + \frac{\Sigma \text{ Revenus}}{(1 + i)^n} = \frac{405.000}{(1 + 9\%)^{10}} = 2.599.000 \text{ € (environ)}$$

On peut critiquer cette méthode, les hypothèses, les taux, etc... mais comment croyez-vous que certains acheteurs viennent proposer des prix qui peuvent paraître exorbitants pour des terrains (actuellement) inconstructibles ?

Dans nos exemples le terrain est évalué 0 €, 883.000 €, 2.599.000 €, ou 5.198.000 € !

La réponse est qu'ils ils raisonnent peu ou prou (consciemment ou inconsciemment) comme indiqué ci-dessus.

J'attends sereinement la critique des théoriciens à cette méthode (voir ci-dessus la base de la théorie de D. RICARDO sur la rente foncière) que j'ai conçue pour un paysan qui n'en revenait pas qu'on lui propose 500.000 € pour un terrain inconstructible (mais qui **pourrait** valoir 10.000.000 € dans 10 ans ..... (ou zéro).

J'ajoute pour conclure que l'hypothèse du spéculateur qui présente son gendre aux élections municipales est purement fictive car si par absurde le gendre gagnait les élections et arrivait à rendre le terrain constructible il deviendrait immédiatement marchands de biens, achèterait le terrain, démissionnerait du conseil municipal et .....finirait devant le tribunal pénal pour délit d'initié et le tribunal civil pour dol....Malgré tout cela il pourrait devenir très riche car il aurait pu acheter 883.000 € (ou 2.599.000 € ou 5.198.000 €) un terrain qui vaudrait 10.000.000 € dans 10 ans.

Si, en sus, il peut construire, avec des prêts bancaires, son gain spéculatif pourra être multiplié grâce à l'effet de levier bancaire.

**Vous voyez, tout cela, ne peut qu'-----exister !**

PS : A la suite de l'élaboration de ma théorie du cash-flow, spéculatif immobilier plusieurs propriétaires terriens m'ont proposé d'être leur gendre pour que leur terrain qui vaut zéro passe à une valeur de 10.000.000 €. N'étant pas polygame j'ai évidemment refusé. Par contre certains, plus malins, veulent monter des listes aux prochaines municipales avec moi-même comme tête de liste.

Je REFLECHIS .....car j'hésite à devenir, d'abord, banquier.....

### 3° LE CASH-FLOW APPLIQUE AUX LOCATIONS SAISONNIERES.

Voir et commentaire de la diapo.

Aujourd'hui je préconise de prendre comme Valeur Résiduelle soit la valeur intrinsèque du bien au jour de l'expertise ou la valeur vénale du bien au jour de l'expertise, actualisée.

La formule devient :

$$VR = \frac{VI \text{ ou } VV}{(1+i)^n}$$

Et non plus 25 ou 30% des revenus actualisés.

\*CNEI Compagnie Nationale des Experts Immobiliers - SIREN 401.280.789 - Assurance RCP : ALLIANZ – Police n°53.338.598/024 - Association régie par la loi du 1<sup>er</sup> Juillet 1901, enregistrée à la préfecture de police sous le n° 91/1743 - Siège social : 18 Rue Volney – 75002 Paris

\*ADEXVAL Association pour le Développement de l'expertise en Valeur - SIRET 401.280.789.000.17 - Assurance RCP : ALLIANZ – Police n°53.338.598/024 Association régie par la loi du 1<sup>er</sup> Juillet 1901 enregistrée auprès de la Préfecture du Var sous le N° 83Siège social : 175, Boulevard Saint Exupéry – 83480 PUGET SUR ARGENS