22/06/2025

antonio.daif@adf-advisory.com

ADF Advisory

Promotion Immobilière – Evaluation d’un Portefeuille d’Investissement

Outil SaaS

# Table des matières

[1 Table des matières 1](#_Toc201522238)

[2 Contexte et objectifs 2](#_Toc201522239)

[3 Les fonds propres : 2](#_Toc201522240)

[3.1 Principe général du financement d’une opération : 2](#_Toc201522241)

[3.2 Rappel des activités des opérations 2](#_Toc201522242)

[3.3 Détermination du plafond des fonds propres 2](#_Toc201522243)

[3.3.1 Détermination de l’assiette 3](#_Toc201522244)

[3.3.2 Détermination du taux 3](#_Toc201522245)

[4 Répartition du financement entre fonds propres et financement externe 5](#_Toc201522246)

[4.1 Phase de démarrage d’une opération 6](#_Toc201522247)

[4.2 Remboursement des fonds propres versus dette 6](#_Toc201522248)

[4.3 Paiement de l’IS et remontée de la marge 6](#_Toc201522249)

[5 Autres fonctionnalités 6](#_Toc201522250)

[5.1 Financement des associés : en fond propre 7](#_Toc201522251)

[5.2 Avances non associés 7](#_Toc201522252)

[6 Illustrations 7](#_Toc201522253)

[6.1 Financement d’une opération résidentiel avec portage de terrain 7](#_Toc201522254)

[6.2 Financement d’une opération tertiaire 9](#_Toc201522255)

[**7** Présentation du modèle Excel 11](#_Toc201522256)

[8 Mode opératoire 11](#_Toc201522257)

[8.1 Modèle par opération 11](#_Toc201522258)

[8.2 Modèle consolidé 12](#_Toc201522259)

# Contexte et objectifs

Ce document décrit les grandes lignes de l’évaluation d’un portefeuille d’investissement dans le secteur de la Promotion Immobilière.

# Les fonds propres :

## Principe général du financement d’une opération :

Les fonds propres d’une opération de promotion indiquent les liquidités qu’Icade Promotion et ses éventuels associés doivent mobiliser pour réaliser cette opération. Les fonds propres se matérialisent par des capitaux propres et/ou des avances en comptes courants associés selon la configuration du montage juridique. Le financement externe correspond à un crédit d’accompagnement (découvert bancaire) ou un emprunt. Afin de permettre l’utilisation du financement externe, les banques exigent qu’un certain niveau de fonds propres libérés sur le compte bancaire de l’opération soit préalablement atteint. Ce niveau de fonds propres, ou plafond de fonds propres du point de vue d’Icade Promotion, dépend du niveau de risque de l’opération. Sauf accord spécifique de la banque pour ajuster à la baisse le niveau de fonds propres injectés dans l’opération, le remboursement complet du financement externe est toujours effectué avant le retrait intégral des fonds propres. Enfin, en termes de flux de liquidité avec les associés de l’opération, la remontée de la marge à terminaison de l’opération démarre à partir du 3ème mois après l’achèvement de l’opération, selon la capacité de l’opération à décaisser le montant.

## Rappel des activités des opérations

Chez Icade Promotion, nous distinguons les activités suivantes pour les opérations :

1. Le résidentiel
   1. Les opérations résidentiels avec au moins un lot vendu en diffus (en détail)
   2. Les opérations résidentiel vendu exclusivement en blocs. Ces dernières sont assimilées à des opérations tertiaires.
2. Le tertiaire
3. L’aménagement ou le lotissement (modélisation assimilée à du Résidentiel)
4. Le portage de terrain

## Détermination du plafond des fonds propres

Le plafond des fonds propres correspond au cumul de tous les fonds propres libérés sur le compte bancaire de l’opération. Il évolue donc dans le temps. Il atteint généralement, son maximum à l’acquisition du terrain, et son minimum, zéro, au plus tard le 3ème mois après la date de l’achèvement des travaux (DAT) de l’opération.

La détermination du plafond des fonds propres résulte d’un taux mensuel normatif appliqué sur une assiette de calcul : « le prix de revient technique TTC retraité ».

Notons que dans certains cas, les banques exigent un plafond de fonds propres spécifique. Dans ce cas, il est donc nécessaire de permettre la modification du taux mensuel à appliquer sur l’assiette de calcul et la saisie d’un nouveau taux mensuel.

Enfin, quelle que soit l’activité de l’opération de promotion : résidentiel, tertiaire ou aménagement, l’acquisition d’un terrain sans autorisation administrative purgée complexifie le financement en fonds propres. Ainsi, sur la durée du portage, deux taux peuvent s’appliquer, chacun sur une assiette différente :

* Un taux mensuel spécifique portage s’applique sur une assiette correspondant au prix du Terrain HT, pendant la période de portage
* Un taux mensuel classique s’appliquant sur l’assiette classique, retraitée du prix du terrain, pendant la période de portage

### Détermination de l’assiette

Le prix de revient technique TTC, identifiable comme agrégat dans le bilan d’une opération, est retraité des postes budgétaires suivants :

* Des honoraires de vente interne
* Des honoraires de vente externe/réseau
* Des frais d’actes (frais de notaire offerts)
* Des honoraires de commercialisation locative
* De la garantie locative
* Des éléments liés aux frais de financement : frais financiers (charge), frais financiers (stock) et les autres frais financiers
* Dans le cas d’une opération à 100% (c’est-à-dire sans associé co-promoteur), ce prix de revient technique est retraité aussi des honoraires de gestion groupe.

### Détermination du taux

Le taux mensuel normatif dépend des critères suivants :

* **L’activité de l’opération :**
  + Pour **les opérations classiques de promotion : tertiaire ou résidentiel**.
    - Un taux mensuel normatif est appliqué à chacune des activités : résidentiel ou tertiaire ;
    - Notons que les opérations du résidentiel ayant des ventes exclusivement en blocs sont assimilées à des opérations du tertiaire pour le calcul du plafond des fonds propres ;
    - **Les opérations des sociétés d’aménagement :** Ces opérations sont assimilées à des opérations classiques du résidentiel. Leurs taux mensuels sont donc identiques à ceux du résidentiel
* **Le portage du terrain :**
  + **Le taux mensuel portage**
  + **L’assiette de portage correspondant au prix du terrain HT**
* **L’avancement commercial de l’opération :** 
  + Seuil 1 :
    - pour le résidentiel, le mois d’atteinte du taux de commercialisation du seuil de 50% ;
    - pour le tertiaire, le mois de signature d’une VEFA avant ou le même mois que l’OS.
  + Seuil 2 :
    - pour le résidentiel, le mois d’atteinte du taux de commercialisation du seuil de 75% ;
    - pour le tertiaire, dans le cas où le mois de signature d’une VEFA tombe après le mois de l’OS, alors si un BEFA est signé préalablement à la VEFA, alors c’est le mois de signature du BEFA.
  + Facultatif :
    - Dans certains cas, nous pourrons être amené à définir : Seuil 1 = Seuil 2 = « DAT – 6 mois »
* **L’avancement des travaux**, plus particulièrement, le mois de lancement des travaux (la date OS) et le mois d’achèvement des travaux (DAT).

Le tableau suivant récapitule les règles de détermination de ce taux mensuel :

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| Activité | Conditions | Règle de gestion pour la détermination du taux mensuel |
| TERTIAIRE  (Ou résidentiel vendue exclusivement en bloc) | Lancement des travaux après la signature d’une VEFA | - Entre le début de l’opération et jusqu’à la DAT + 2 mois : **5%**  - A partir du 3ème mois après la DAT : **0%** |
| Démarrage des travaux avant la signature d’une VEFA **et** signature d’un BEFA avant la signature de la VEFA | - Entre le début de l’opération et la signature du BEFA : **50%**  - Entre la signature du BEFA et de la VEFA : **30%**  - Entre la signature de la VEFA et la DAT + 2 mois : **5%**  - A partir du 3ème mois après la DAT : **0%** |
| Démarrage des travaux avant la signature d’une VEFA **et** aucune signature de BEFA n’est prévue | - Entre le début de l’opération et la signature du VEFA : **50%**  - - Entre la signature de la VEFA et la DAT + 2 mois : **5%**  - A partir du 3ème mois après la DAT : **0%** |
| RESIDENTIEL | Avant l’atteinte de la DAT +3 mois, le % appliqué à l’assiette de calcul du plafond des fonds propres est dégressif en fonction de la progression du taux de commercialisation. Le % est égal à zéro à partir du 3ème mois après la DAT. | - Entre le début de l’opération jusqu’à la DAT +2 mois :  - Si le taux de commercialisation (ventes actées) est < 50% : **10%**  - Si le taux de commercialisation ≥ 50% et <75% : **6,7%**  - Entre le mois où le taux de commercialisation ≥ 75% et la DAT + 2 mois : **3,4%**  - A partir du 3ème mois après la DAT (inclus) : **0%** |
| PORTAGE DU TERRAIN (réserve foncière) | Acquisition du terrain sans obtention préalable des autorisations administratives définitives | Augmentation du plafond de fonds propres de l’opération de **20%** du prix du terrain hors taxes, entre la date d’acquisition du terrain sans conditions suspensives d’obtention des autorisations administratives et la date d’obtention des autorisations définitives (ex. Permis de construire ou d’aménager purgé). |

# Répartition du financement entre fonds propres et financement externe

La répartition du financement entre fonds propres et financement externe dépend du stade d’avancement de l’opération et de son activité :

## Phase de démarrage d’une opération

Au début d’une opération, toutes les dépenses sont financées à partir des fonds propres. Une fois que le plafond des fonds propres est atteint et l’opération a des dépenses supplémentaires, alors l’opération emprunte. Généralement, l’atteinte du plafond des fonds propres et le recours à la dette a lieu le mois de l’acquisition du terrain.

## Remboursement des fonds propres versus dette

Le remboursement des fonds propres est déclenché par la baisse du plafond des fonds propres. Le flux de remboursement des fonds propres ne peut avoir lieu si toutes les conditions suivantes ne sont pas réunies :

* Condition 1 : l’opération est toujours endettée. Ainsi, le financement externe doit être intégralement remboursé avant le remboursement des fonds propres.
* Condition 2 : Le solde bancaire doit être suffisamment provisionné pour payer les éventuels besoins de financement de l’opération le mois en question, y compris le remboursement de la dette.

Si les deux conditions sont réunies, alors le flux de remboursement de fonds propres peut être intégral ou partiel, selon le niveau de provision résiduel sur le compte bancaire (c’est-à-dire après avoir rempli la condition 2).

## Paiement de l’IS et remontée de la marge

Le résultat de l’opération, déterminé dans le bilan de l’opération doit être diminué de l’impôt sur les sociétés (IS). L’IS est décaissé dans le même mois que la remontée de la marge. Ainsi, la remontée de la marge correspond au résultat du bilan après IS.

La remontée de la marge a lieu généralement 3 mois après l’achèvement des travaux (seuil 3 = DAT + 3 mois). Le flux de remontée de la marge ne peut avoir lieu si toutes les conditions suivantes ne sont pas réunies :

* Condition 1 : l’opération est toujours endettée. Ainsi, le financement externe doit être intégralement remboursé avant la remontée de la marge ;
* Condition 2 : Le remboursement intégral des fonds propres ;
* Condition 3 : Le solde bancaire doit être suffisamment provisionné pour payer tous les éventuels besoins de financement futurs de l’opération (à partir du 1er jour du mois et ce jusqu’à la fin de l’opération), y compris le remboursement de la dette et des fonds propres.

Si les trois conditions sont réunies, alors le flux de remontée de la marge peut être intégral ou partiel, selon le niveau de provision résiduel sur le compte bancaire (c’est-à-dire après avoir rempli la condition 2).

# Autres fonctionnalités

## Financement des associés : en fond propre

Une opération peut être financée par ses associés (dont Icade Promotion par exemple), selon différents paradigme :

* Cas 1 : chacun à hauteur de sa quote-part de fonds propres
* Cas 2 : un associé en particulier met des fonds propres (une partie ou intégralement) à la place d’un ou de plusieurs associés. Dans ce cas-là, nous avons une Quote-Part de fonds propres différente de la Quote-part de répartition de la marge de l’opération.
* Cas 3 : les fonds propres mis par un associé au-delà de sa quote-part peuvent être rémunérés :
  + Par défaut : selon un taux d’intérêt mensuel fixe
  + Dans certain : afin que le TRI (taux de rentabilité interne) après financement, sur l’investissement de cet associé, soit supérieur ou égale à un certain taux. Dans ce cas, Icade Promotion par exemple se voit attribuer une partie de sa remontée de marge à cet associé, afin que sont TRI soit OK.

## Avances non associés

Dans certains montages, un tiers non associé peut avancer des fonds à l’opération, pendant une certaine période, et à un certain taux d’intérêt mensuel.

# Illustrations

## Financement d’une opération résidentiel avec portage de terrain

Ci-dessous le profil d’une opération résidentiel classique avec le portage du terrain :

* Le financement global de l’opération devient significatif avec l’acquisition du terrain. Avant l’acquisition, le plafond des fonds propres correspond à 10% du prix de revient technique TTC retraité. Sur le graphique, comme l’opération n’a pas besoin de financement significatif, ce plafond n’est pas atteint ;
* Le terrain est acquis en mars 2021 et la purge du permis de construire a lieu en janvier 2022. Il s’agit donc d’un portage du terrain. Le plafond de fonds propre est augmenté pendant cette période pour permettre l’utilisation du financement externe et d’acquérir le terrain. Le plafond de fonds propres augmente de 20% du prix du terrain hors taxes;
* Une fois le permis de construire purgé, le plafond des fonds propres revient à son niveau initial, et ce jusqu’à l’atteinte de 50% de taux de commercialisation en décembre 2022 ;
* Ensuite, le plafond baisse de nouveau sur la période s’étalant jusqu’à l’atteinte de 75% de taux de commercialisation, soit entre décembre 2022 et juin 2023. Durant cette période, le plafond correspond à 6,7% du prix de revient technique TTC retraité ;
* Puis, il baisse au niveau de 3,4% jusqu’au 3ème mois après la DAT, avant d’atteindre zéro euro ;
* Enfin, la marge de l’opération est remontée à partir du 3ème mois de l’opération, dans la limite de la trésorerie disponible (compte bancaire suffisamment provisionné) et les flux de trésorerie restant. Dans cet exemple, l’opération est en mesure de décaisser en une seule fois toute la marge de l’opération le 3ème après la DAT.



## Financement d’une opération tertiaire

Ci-dessous le profil d’une opération tertiaire avec un niveau de risque très faible :

* L’acquisition du terrain de l’opération, la signature de la VEFA et la signature de l’OS ont lieu le même mois. Le plafond des fonds propres est le plus bas possible, soit 5% du prix de revient technique TTC retraité ;
* Ce plafond tombe à zéro euro le 3ème mois après la DAT ;
* La remontée de la marge après IS de l’opération démarre à partir du 3ème mois de l’opération selon la capacité de l’opération à décaisser la marge à terminaison. Dans le schéma ci-dessous, elle aura lieu en trois temps : en avril 2023, en juin 2023 et enfin en août 2023.



# Présentation du modèle Excel

Le modèle développé permet de calculer le TRI d’une opération avant et après financement.

Pour effectuer ce calcul, un ensemble d’information est requis, principalement :

* Le bilan de l’opération à extraire sous Excel (de Primpromo)
* Les flux de trésorerie à extraire sous Excel (de Primpromo ) :
  + Soit les flux prévisionnels de trésorerie
  + Soit les flux réels, constatés mensuellement depuis le début de l’opération jusqu’au dernier mois clôturé, complétés par les flux prévisionnel jusqu’à la fin de l’opération
* L’activité de l’opération pour la modélisation des fonds propres théoriques
* La répartition de la marge et des fonds propres de l’opération
* Les hypothèses centrales définies par la direction financière : les plafonds des fonds propres par activité et par seuil, le taux de l’impôt sur les sociétés…
* Le taux fixe d’intérêt mensuel de la dette

Un point de contrôle essentiel pour la bonne exécution du modèle est le cadrage entre les deux fichiers sources : Bilan versus Plan de Trésorie. Ces deux fichiers sont importés dans les onglets préfixés par “i\_”. En effet, le résultat constaté dans le bilan doit correspondre à la différence entre la somme de tous les flux mensuels de trésorerie des recettes diminués des dépenses. Cet écart doit inférieur à 100 k.

Deux tables de correspondance sont mis en place dans le modèle pour agréger des lignes du bilan ou du plan de trésorerie : onglet préfixé par “c\_”.

L’onglet h\_hypothèse recense les hypothèses centrales.

Les onglets m\_PlanTréso et m\_PlanTrésoTer correspondent respectivement aux onglets de modélisation de l’activité résidentiel et tertiaire. Dans ces onglets, les formules sont cablés sur les 4 premières périodes. Puis elles sont “tirés” via Excel.

L’outil de calcul du TRI est composé de deux modèles Excel :

* Un modèle pour calculer le TRI pour un scenario WinSIM : « Polaris – Template TRI v.X.Y –AA.MM.JJ.xlsm »
* Un modèle de consolidation de plusieurs scénario (éventuellement de plusieurs codes opérations) : « Polaris – Template CONSOLIDATION TRI v.X.Y – AA.MM.JJ.xlsm »

# Mode opératoire

## Modèle par opération

L’utilisation du modèle de calcul consiste à suivre les étapes suivantes :

1. Etape 1 - Identification de l’opération : Renseigner les identifiants de l’opération : nom tranche opération, type activité, quote-part détention Icade Promotion
2. Etape 2 – Récupération des données d’entrées : Charger les données les données du bilan à terminaison et du plan de trésorerie
3. Etape 3 – Importer et mettre en forme les données d’entrées
   1. Initialiser le modèle de calcul
   2. Renseigner le chemin des fichiers Excel exportés de Primpromo : le bilan et les flux de trésorerie
4. Etape 4 – Définir les caractéristiques de l’opération
   1. Renseigner les jalons nécessaires pour la modélisation
   2. Préciser si le solde du compte bancaire n’est pas vide et/ou le taux de rémunération des fonds propres injectés pour le compte du co-promoteur par Icade Promotion
5. Etape 5 – Personnaliser le financement et calculer le TRI
   1. Renseigner le taux du financement externe
   2. Déclarer le cas échéant les avances des tiers non associés
   3. Ajuster les remontées de flux (cas exceptionnel – à éviter)
   4. Lancer les calculs la 1ère fois. Cette étape permet d’adapter l’onglet de calcul pour prendre en compte tous les paramètres renseignés ci-avant.
   5. Relancer les calculs des frais financiers, notamment suite au changement d’un paramètre du modèle. Attention, si les dates ont évolué dans le plan de trésorerie, alors il faut lancer les calculs de nouveau. (cf point précédent)
6. Etape 6 – Contrôler les résultats et exporter des restitutions
   1. Contrôler que la marge du bilan correspond bien à la marge déduite des flux mensuels de trésorerie. Généralement, les raisons de cet écart sont les suivantes :
      1. Les opérationnels ont paramétré une répartition manuelle de certains postes budgétaires, puis ils ont fait varier le poste au bilan sans remettre à jour la répartition manuelle
      2. Un défaut dans l’état « export du réalisé » de Primpromo, notamment au niveau de la ligne « Total dépenses TTC ». En sommant les flux mensuels de dépenses, le montant total des dépenses est supérieur à celui du bilan. Il s’agit souvent des lignes de modélisation de la TVA
   2. Dans certains cas, le modèle calcule des frais financiers plus importants que ceux de Primpromo. Si la marge du bilan ne peut pas les absorber, alors il convient de revoir le bilan de l’opération
7. Etape 8 – Apprécier la cohérence de la modélisation en analysant l’onglet de restitution et les graphiques associés.

## Modèle consolidé

Il faut utiliser le deuxième fichier Excel, « Polaris – Template CONSOLIDATION TRI .xlsm», sélectionner le chemin vers le fichier « Polaris – Template TRI .xlsm» propre à chaque scénario, puis appuyer sur le bouton « Récupérer ». Une fois le traitement terminé, il faut analyser l’onglet restitution et l’onglet graphiques.