

Notre perspective : Les fiducies de placement immobilier (FPI) nord-américaines sous-évaluées offrent des occasions en raison de la turbulence du marché

En 2022, les marchés boursiers se sont fortement repliés, les banques centrales ayant relevé leurs taux directeurs de manière agressive. L'indice S&P 500 a dégagé un rendement total de -19,4 %, composé d'une croissance des bénéfices par action de +3,1 % qui a été entièrement compensée par une baisse de -22,6 % du ratio cours-bénéfice. En ce qui concerne les FPI américaines, l'effondrement de leur ratio a été presque deux fois plus important que celui du marché (-39,9 %), bien que la croissance de leurs bénéfices ait été presque trois fois supérieure à celle du marché (+11,4 %).

Au Canada, la situation a été sensiblement la même, l'indice S&P/TSX ayant reculé de 8,7 %, la croissance de 11,1 % du bénéfice par action (BPA) ayant été compensée par un effondrement de 19,8 % du ratio de négociation. De même, les FPI canadiennes ont généré une croissance positive des bénéfices de +3,0 %, mais ont vu leurs ratios se contracter bien plus que le marché dans son ensemble à -23,5 % (**Tableau 1**).

Tableau 1 - indice composé S&P/TSX

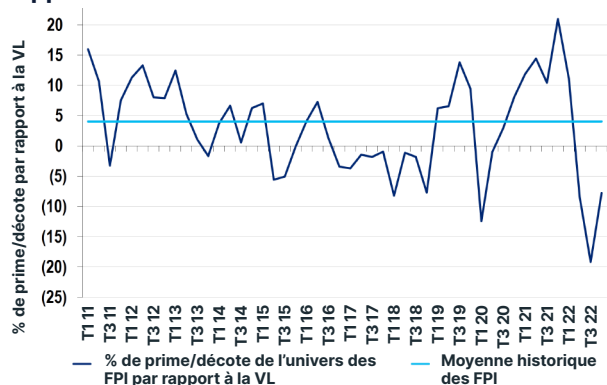
Indice	Rendement total	Croissance du BPA	Ratio C/B
Indice composé S&P/TSX	(8,7 %)	11,1 %	(19,8 %)
FPI canadiennes	(20,5 %)	3,0 %	(23,5 %)
Indice S&P 500	(19,4 %)	3,1 %	(22,6 %)
FPI américaines	(28,4 %)	11,4 %	(39,9 %)

Source : Piper Sandler, Bloomberg LLP, Starlight Capital

Remarques : Pour les secteurs des FPI, le BPA correspond aux fonds provenant de l'exploitation.

Les FPI nord-américaines étaient sous-évaluées à la fin de 2022 et se négociaient bien en dessous de leur valeur liquidative (« VL »), même après ajustement pour tenir compte de l'expansion du taux de capitalisation. Actuellement, les FPI américaines se négocient à une décote de -7,5 % par rapport à leur valeur liquidative collective (moyenne à long terme de +5 %), soit un taux de capitalisation implicite de 6,0 % (**Tableau 2**). Au Canada, les FPI se négocient à une décote de -23,0 % par rapport à leur VL collective (moyenne à long terme de 0 % de prime) ou à un taux de capitalisation implicite de 6,0 % (**Tableau 3**). Si l'on tient compte de leurs taux de croissance relatifs, les FPI nord-américaines se négocient à des niveaux de rendement total corrigé du risque très attrayants.

Tableau 2 - Prime historique / décote par rapport à la VL



Source : Citi

Tableau 3 - Prime / (décote) du secteur canadien des FPI par rapport à la valeur liquidative estimée

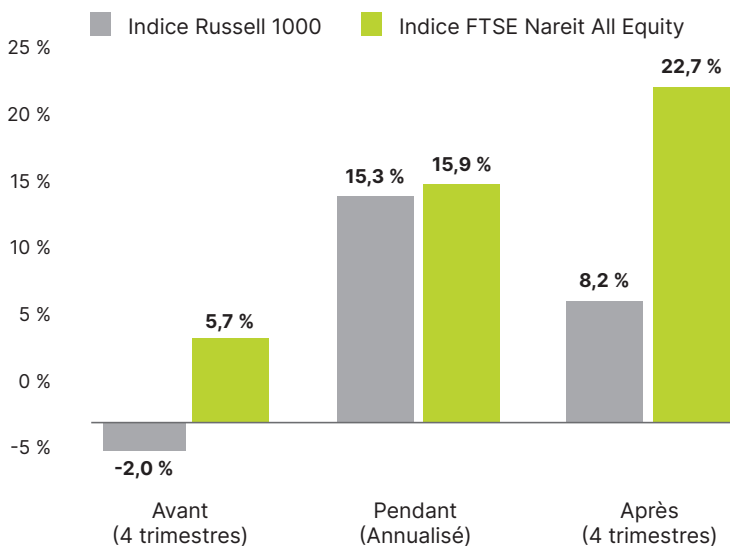


Source : RBC

Les sceptiques invoqueront la possibilité d'une récession plus tard dans l'année comme raison de ne pas investir dans les FPI dès maintenant. Nous soulignons que l'extrême sous-performance des FPI l'année dernière et leur valorisation actuelle à prix réduit sont conformes aux rendements historiques du secteur avant une récession. La Réserve fédérale et la Banque du Canada ont pratiquement achevé leur cycle de hausse des taux et l'inflation dans les deux pays a chuté pendant sept mois consécutifs. Nous croyons que les FPI nord-américains ont déjà intégré le risque de récession, tout comme les valeurs des technologies de l'information et de la consommation discrétionnaire. Historiquement, les FPI ont surperformé pendant et après les récessions et compte tenu des caractéristiques fondamentales solides de plusieurs secteurs, les FPI nord-américains sont en mesure d'offrir des rendements totaux élevés. **(Tableau 4).**

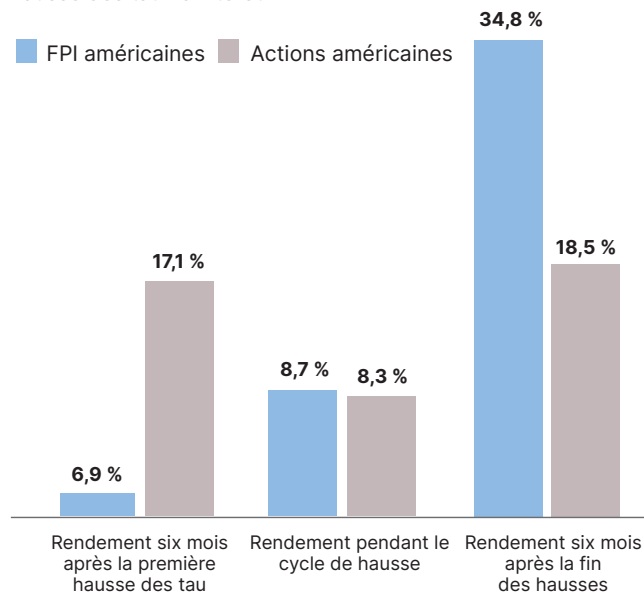
Tableau 4 - Les FPI américaines ont historiquement surclassé les actions diversifiées à la suite des cycles de hausse des taux d'intérêt par la Fed et les récessions

Rendements totaux annualisés moyens avant, pendant et après les récessions aux États-Unis



Source : Nareit

Rendements totaux annualisés moyens pendant et après une hausse des taux d'intérêt



Source : Nareit

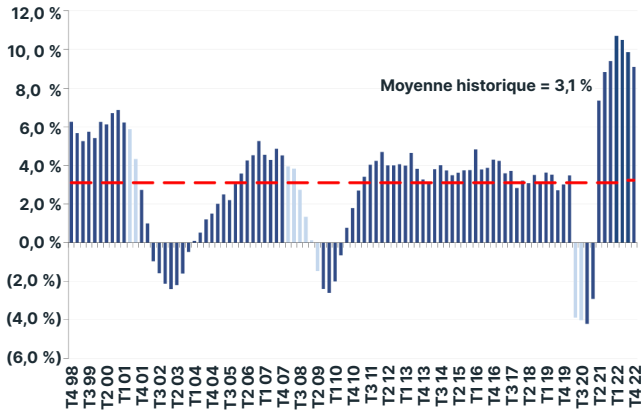
Le secteur de l'immobilier fait la manchette en raison des difficultés du secteur des bureaux. D'éminents propriétaires tels que Brookfield et Blackstone ont fait défaut sur des prêts liés à des actifs de bureaux. Nous croyons que de nombreux propriétaires d'actifs de bureaux entameront des « défaillances stratégiques » afin d'entamer des négociations avec leurs prêteurs. Les prêteurs ont le choix entre reprendre la propriété de l'actif (dans ce cas, des actifs de bureaux dont l'occupation diminue) ou négocier des conditions de renouvellement plus favorables avec l'emprunteur. Les grands investisseurs sophistiqués tels que Blackstone et Brookfield disposent des ressources financières et humaines nécessaires pour mettre en œuvre ces tactiques.

La plupart des FPI nord-américaines ont une cote de crédit de première qualité qu'elles utilisent pour émettre des obligations non garanties plutôt que des hypothèques garanties par des actifs spécifiques. Elles bénéficient ainsi d'une plus grande flexibilité financière et d'un coût de la dette moins élevé pour un portefeuille d'actifs immobiliers qui se situe généralement dans le premier quartile. Pendant la crise financière mondiale, seule une FPI (General Growth Properties Inc., propriétaire d'un centre commercial) a connu des difficultés financières liées au refinancement de sa dette. Pendant la pandémie de COVID-19, seules deux FPI (CBL & Associates Properties Inc., propriétaire de centres commerciaux, et Washington Prime Group, propriétaire de centres commerciaux) ont fait face à des difficultés financières liées au refinancement de leur dette. L'écrasante majorité des FPI cotées en Bourse ont simplement refinancé leur dette (hypothèques à court terme, remboursement du principal) de manière tactique pour réduire les coûts du service de la dette et ont traversé sans encombre la crise financière mondiale et la pandémie de COVID-19.

Les FPI résidentielles, industrielles, les tours et les centres de données bénéficient de moteurs de croissance structurels à long terme et la croissance du revenu d'exploitation net qui en résulte compensera en grande partie l'expansion des taux de capitalisation due à la hausse des taux d'intérêt. Les FPI nord-américaines génèrent une croissance historiquement forte du revenu d'exploitation net malgré la pandémie, les hausses de taux et le ralentissement de l'activité économique **(Tableaux 5 et 6)**. Pour chacun de ces secteurs, la demande reste élevée et

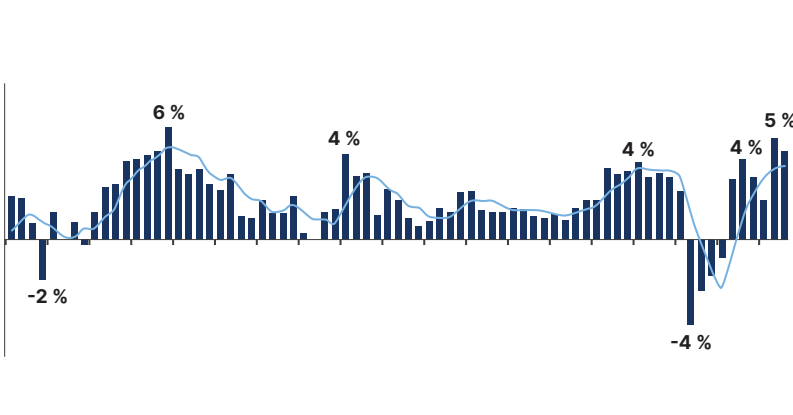
l'offre modérée (dans certains cas, un pic en 2023 suivi d'un retour immédiat à la moyenne), ce qui donne lieu à des taux d'occupation élevés, à une forte croissance des loyers, au financement des flux de trésorerie et à la croissance de la distribution.

Tableau 5 - La croissance du revenu net d'exploitation de magasins comparables aux FPI n'est devenue négative qu'en période de récession



Source : Citi

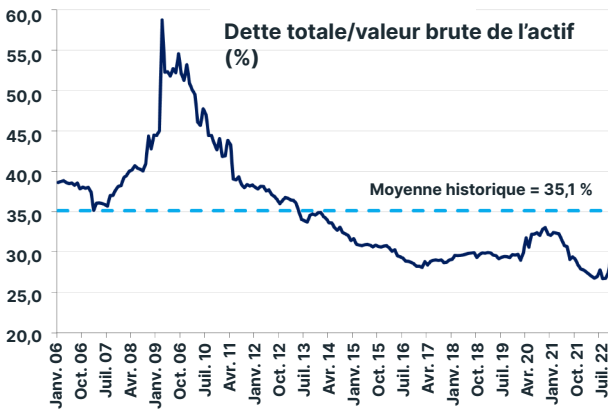
Tableau 6 - Croissance du revenu net d'exploitation du même immeuble (2004 à T3/22)



Source : RBC

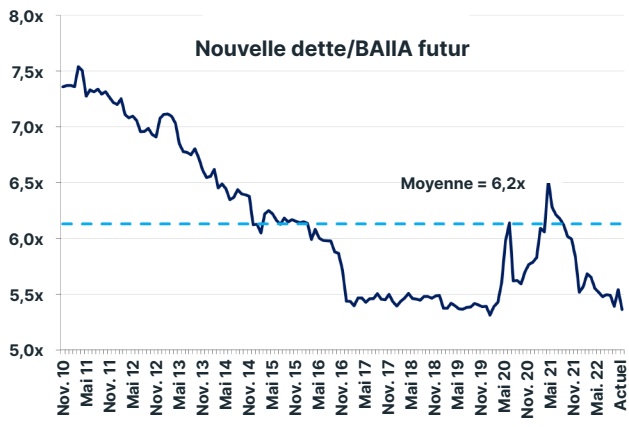
Pendant la crise financière mondiale, l'immobilier américain a souffert bien plus que l'immobilier canadien. Les FPI américaines affichaient des niveaux d'endettement agressifs et des ratios de distribution élevés, inspirés par ce qu'elles considéraient comme un pic d'occupation. Aujourd'hui, les FPI américaines sont en bien meilleure posture, avec un ratio dette totale/valeur de l'actif brut d'environ 30 % (Tableau 7), un ratio dette nette/BAIIA à venir de 5,4 (Tableau 8) et une durée moyenne de leur dette de plus de 7 ans (Tableau 9). Toutes ces variables sont nettement supérieures à leurs moyennes à long terme et démontrent la santé financière du secteur américain des FPI.

Tableau 7 - Dette historique par rapport à la valeur de l'actif brut



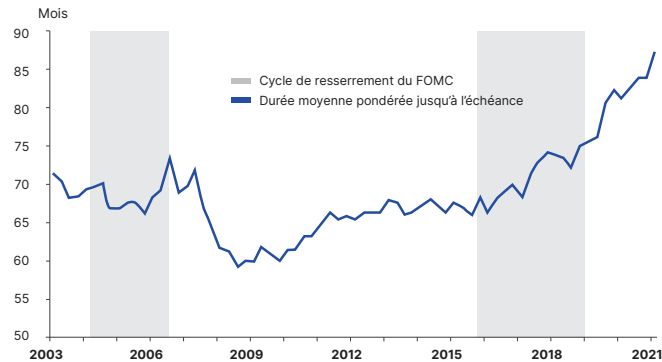
Source : Citi

Tableau 8 - Dette nette historique par rapport au BAIIA futur



Source : Citi

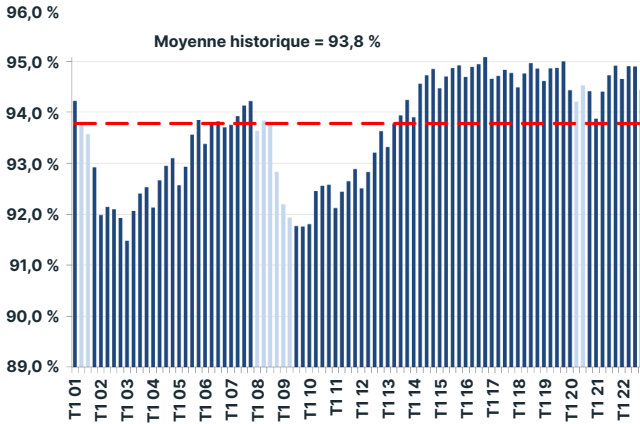
Tableau 9 - Durée moyenne pondérée jusqu'à échéance sur 7 ans pour les FPI



Source : Nareit

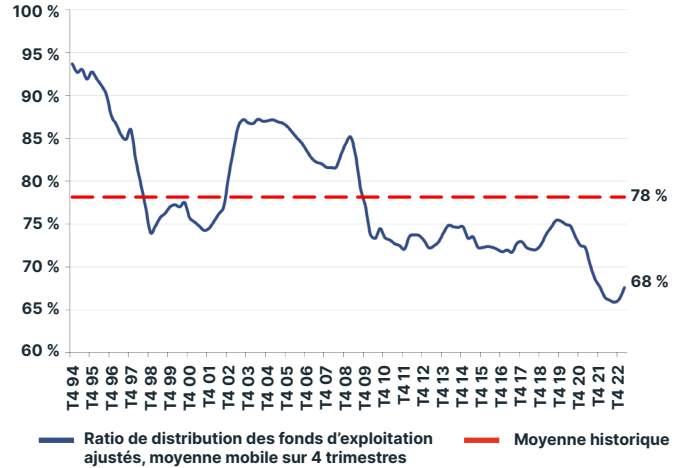
Soutenues par un taux d'occupation élevé et une offre nouvelle faible, les FPI américaines ont généré une forte croissance des loyers et des flux de trésorerie. Cela leur a permis d'augmenter régulièrement leurs dividendes, même si les ratios de distribution ont baissé (**Tableaux 10, 11 et 12**). L'avantage de rendement dont bénéficient les FPI américaines par rapport aux actions diversifiées en fait une option de revenu attrayante, même avec des certificats d'investissement garantis offrant des rendements de 4 %.

Tableau 10 - Taux d'occupation des FPI proche de ses niveaux les plus élevés



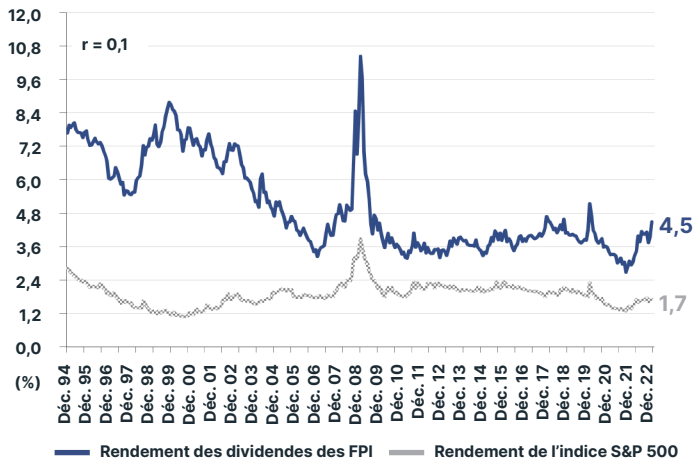
Source : Citi

Tableau 11 - Ratios historiques de distribution des dividendes



Source : Citi

Tableau 12 - Rendement des dividendes des FPI par rapport au rendement de l'indice S&P 500

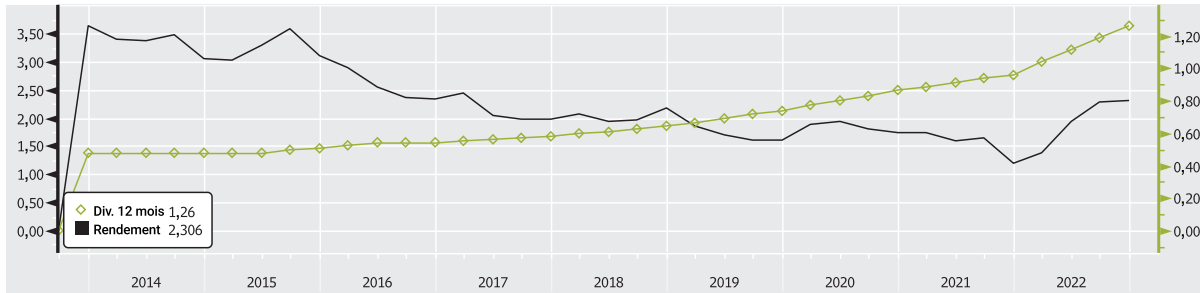


Source : Nareit

Le Fonds d'immobilier mondial Starlight est un portefeuille concentré de titres immobiliers mondiaux générant un flux de trésorerie important et une croissance constante des dividendes et des distributions. En 2022, le portefeuille a connu 31 augmentations de dividendes et de distributions, soit une augmentation moyenne de +12,7 %. Cette tendance se poursuit en 2023 avec 11 augmentations de dividendes et de distributions, soit une augmentation moyenne de +16,2 %. Le portefeuille se concentre sur des secteurs (résidentiel, industriel, tour, centre de données) avec un taux d'occupation et une demande élevés, une offre faible et une forte croissance des loyers. Alors que les investisseurs pourraient être tentés d'allouer simplement du capital aux FPI à grande capitalisation, nous avons trouvé des occasions dans les FPI nord-américaines à petite et moyenne capitalisation dans chaque secteur qui offrent un plus grand potentiel de croissance de la distribution. Les huit sociétés de placement immobilier nord-américaines énumérées ci-dessous en sont des exemples.

FPI industrielles

Rexford Industrial Realty Inc.

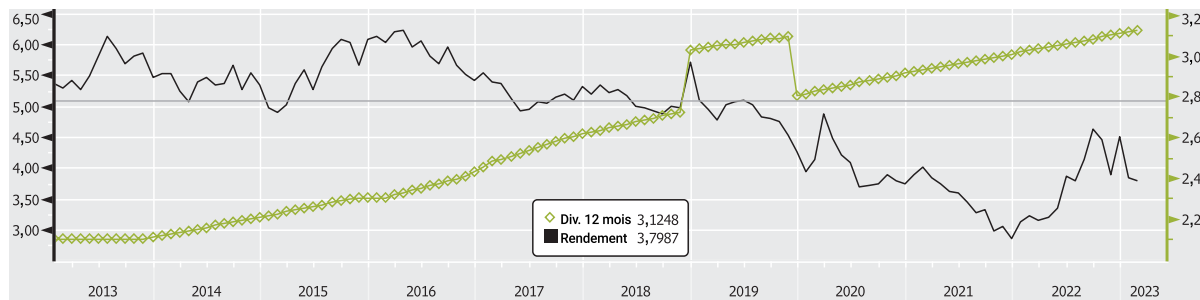


Rendement actuel :
2,6 %

TCAC des dividendes :
1 an : 31,3 %
3 ans : 19,4 %
5 ans : 16,8 %

Source : Bloomberg

Granite REIT



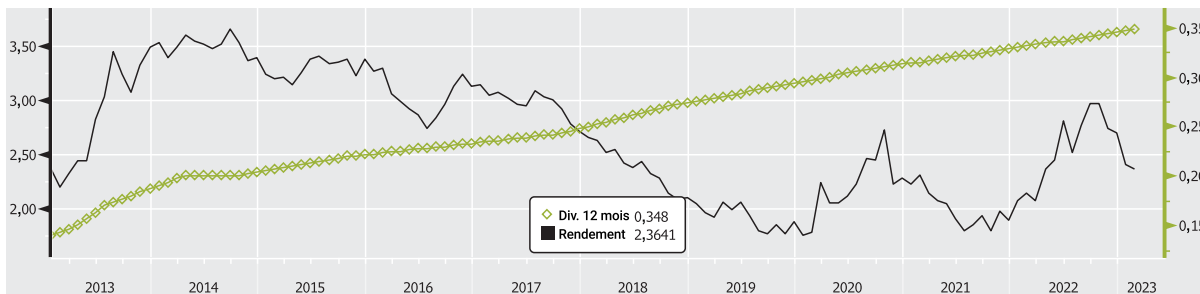
Rendement actuel :
3,9 %

TCAC des dividendes :
1 an : 3,3 %
3 ans : 3,4 %
5 ans : 3,5 %

Source : Bloomberg

FPI résidentielles

InterRent REIT

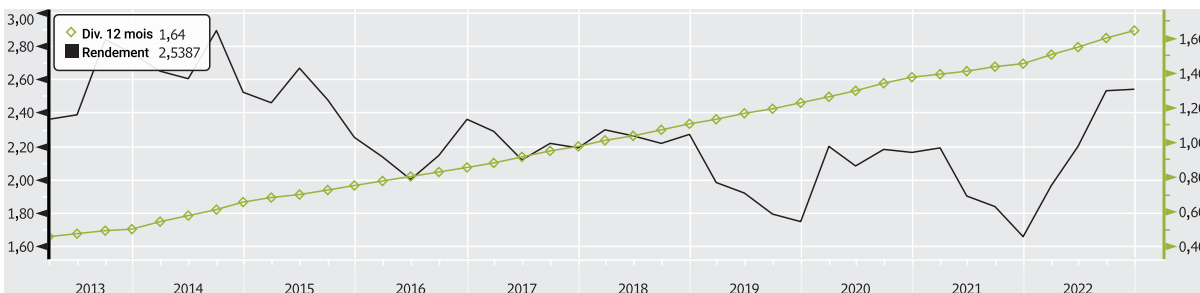


Rendement actuel :
2,8 %

TCAC des dividendes :
1 an : 5,1 %
3 ans : 5,5 %
5 ans : 6,7 %

Source : Bloomberg

Equity Lifestyle Properties inc.



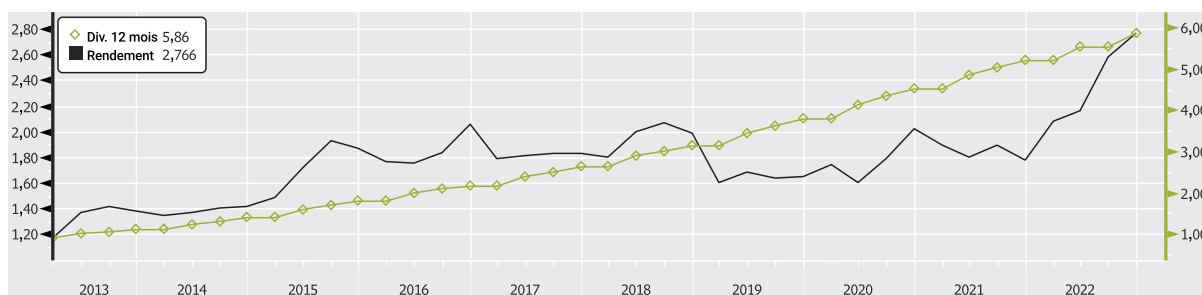
Rendement actuel :
2,7 %

TCAC des dividendes :
1 an : 13,1 %
3 ans : 10,2 %
5 ans : 11,0 %

Source : Bloomberg

Infratechnologies

American Tower Corp.

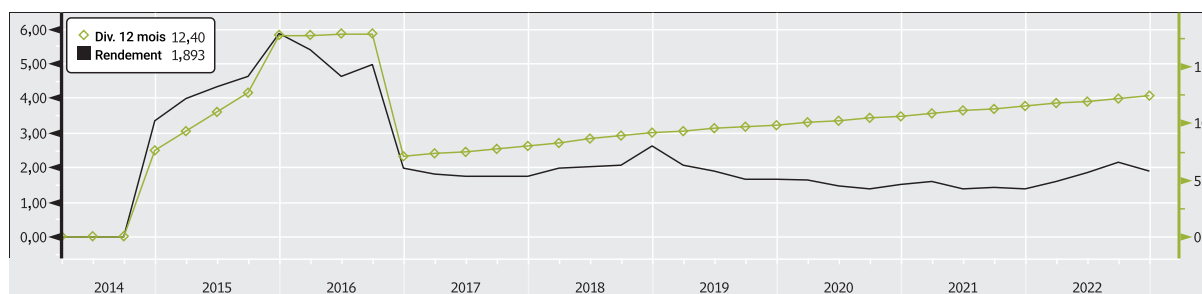


Rendement actuel :
3,1 %

TCAC des dividendes :
 1 an : 12,5 %
 3 ans : 15,7 %
 5 ans : 17,5 %

Source : Bloomberg

Equinix Inc.



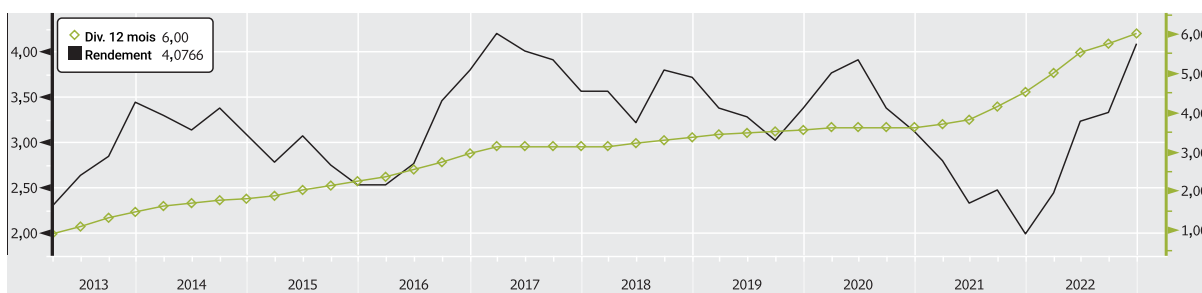
Rendement actuel :
1,9 %

TCAC des dividendes :
 1 an : 8,5 %
 3 ans : 8,2 %
 5 ans : 9,0 %

Source : Bloomberg

Stockage

Extra Space Storage Inc.



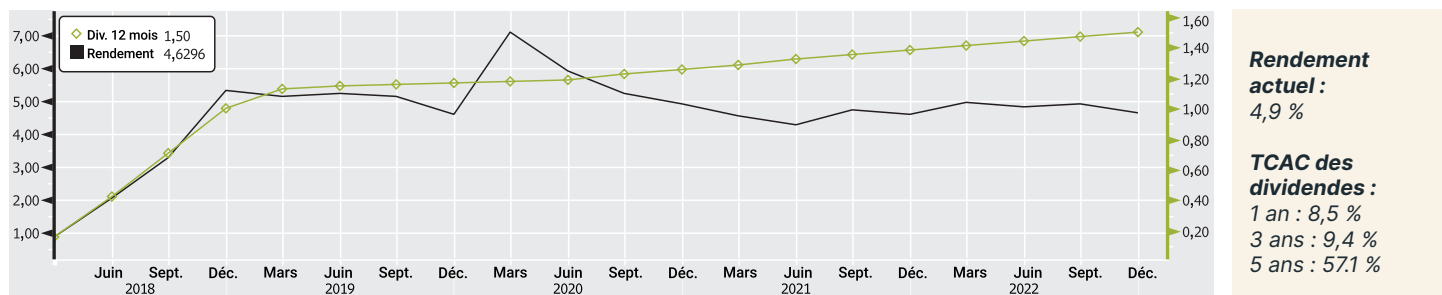
Rendement actuel :
4,0 %

TCAC des dividendes :
 1 an : 22,4 %
 3 ans : 19,4 %
 5 ans : 14,4 %

Source : Bloomberg

Triple Net Lease

VICI Properties Inc.

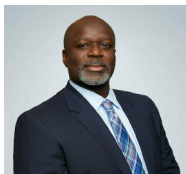


Source : Bloomberg

L'évaluation actuelle du secteur permet également aux investisseurs d'acquérir le fonds avec un rendement fiscalement avantageux de 6,7 % (série F, 65,6 % de remboursement du capital et 29,3 % de gains en capital en 2022) payé mensuellement, tout en permettant une forte appréciation du capital à mesure que l'inflation diminue et que le cycle de hausse des taux d'intérêt mondiaux s'achève. Alors que l'incertitude et la volatilité du marché sont élevées, l'occasion de rendement total des FPI nord-américains est convaincante.

Nous vous invitons à vous associer à nous.

Équipe de gestion de placement



Dennis Mitchell,
MBA, CFA, CBV
Directeur général et
chef des placements

La gestion du portefeuille des sociétés de personnes est dirigée par Dennis Mitchell, directeur général et chef des placements.

Dennis possède plus de 20 ans d'expérience dans le secteur de l'investissement et a occupé des postes de direction à Sprott Asset Management, en tant que vice-président principal et gestionnaire de portefeuille principal, et chez Investissements Sentry, à titre de vice-président exécutif et chef des placements.

Il est titulaire des titres d'analyste financier agréé (CFA) et d'évaluateur d'entreprise agréé et a obtenu une maîtrise en administration des affaires de la Schulich School of Business de l'Université York ainsi qu'un baccalauréat spécialisé en administration des affaires de l'Université Wilfrid Laurier of Business.

Au sujet de Starlight Capital

Starlight Capital est une société canadienne indépendante de gestion d'actifs qui gère plus d'un milliard \$. Nous gérons des investissements privés et publics diversifiés à l'échelle mondiale et nord-américaine dans des catégories d'actifs traditionnelles et alternatives, y compris l'immobilier, l'infrastructure et le capital-investissement. Notre objectif est d'offrir aux investisseurs un rendement total ajusté au risque supérieur grâce à une méthode d'investissement rigoureuse de placements ciblés axés sur les entreprises. Starlight Capital est une filiale à 100 % de Starlight Investments. Starlight Investments est un chef de file mondial de l'investissement immobilier et de la gestion d'actifs, avec plus de 360 employés et 25 milliards \$ d'actifs sous gestion. Il s'agit d'une société privée qui possède, développe et gère plus de 77 000 appartements multi-résidentiels et plus de 8 millions de pieds carrés d'espace commercial. Pour en savoir plus, consultez le site www.starlightcapital.com et rejoignez-nous sur LinkedIn à l'adresse <https://www.linkedin.com/company/starlightcapital/>.

Investissez avec nous

Pour plus d'informations sur nos solutions d'investissement, consultez le site starlightcapital.com ou contactez notre équipe de vente.

Déni de responsabilité important.

Les opinions exprimées dans cette mise à jour sont susceptibles d'être modifiées à tout moment en fonction des conditions du marché ou d'autres conditions et sont à jour au 28 mars 2023. Bien que tout le matériel soit considéré comme fiable, l'exactitude et l'exhaustivité ne peuvent être garanties.

Certains énoncés contenus dans le présent document sont de nature prospective. Les énoncés prospectifs (« EP ») sont des énoncés de nature prévisionnelle, qui dépendent d'événements ou de conditions futurs ou qui s'y réfèrent, ou qui contiennent des termes tels que « peut », « sera », « devrait », « pourrait », « s'attendre à », « anticiper », « avoir l'intention de », « planifier », « croire » ou « estimer », ou d'autres expressions similaires. Les EP qui se réfèrent à l'avenir ou qui comprennent autre chose que des informations historiques sont soumis à des risques et à des incertitudes, et les résultats, actions ou événements réels pourraient différer matériellement de ceux présentés dans les EP. Les EP ne sont pas des garanties de rendements futurs et sont, par nature, basés sur de nombreuses hypothèses. Bien que les EP contenus dans le présent document soient fondés sur ce que Starlight Capital et le gestionnaire de portefeuille considèrent comme des hypothèses raisonnables, ni Starlight Capital ni le gestionnaire de portefeuille ne peuvent garantir que les résultats réels seront conformes à ces ESF. Le lecteur est prié d'examiner attentivement les prévisions financières et de ne pas s'y fier indûment. Sauf si la loi applicable l'exige, il n'y a pas d'intention ou d'obligation de mettre à jour ou de réviser les EP, que ce soit à la suite de nouvelles informations, d'événements futurs ou autres. Les fonds d'investissement peuvent donner lieu à des commissions, des commissions de suivi, des frais de gestion et des dépenses. Veuillez lire le prospectus avant d'investir. Les fonds d'investissement ne sont pas garantis, leur valeur change fréquemment et les performances passées peuvent ne pas se reproduire.

Le contenu de ce document (y compris les faits, les points de vue, les opinions, les recommandations, les descriptions ou les références à des produits ou à des titres) ne doit pas être utilisé ou interprété comme un conseil en investissement, une offre de vente ou la sollicitation d'une offre d'achat, ni comme une approbation, une recommandation ou un parrainage d'une entité ou d'un titre cité. Bien que nous nous efforcions d'en garantir l'exactitude et l'exhaustivité, nous n'assumons aucune responsabilité quant à leur utilisation. Les investissements dans les fonds communs de placement peuvent donner lieu à des commissions, des commissions de suivi, des frais de gestion et d'autres frais. Veuillez lire les documents d'offre avant d'investir. Les investisseurs doivent consulter les investisseurs doivent consulter leurs conseillers avant d'investir.

Starlight Capital

1400-3280, rue Bloor Ouest
Toronto, Ontario, Canada M8X 2X3
info@starlightcapital.com
1-833-752-4683
starlightcapital.com

StarlightTM **CAPITAL**
Placements ciblés