

RAPPORT SUR LES PERSPECTIVES MONDIALES DE L'IMMOBILIER PUBLIC 2023

Décembre 2022



hazelview
INVESTMENTS

Une lettre de CORRADO RUSSO

Chef des investissements immobiliers publics mondiaux

Là où beaucoup de gens voient de la volatilité, nous voyons des opportunités.

Si nous regardons 30 ans en arrière, au début de l'ère mondiale des FPI, 2022 restera l'une des années les moins performantes pour le secteur, juste derrière les crises financières mondiales de 2008. Seules quatre autres années (1990, 1992, 1994 et 2008) ont entraîné des baisses à deux chiffres pour les FPI.

Les turbulences de l'économie et du marché des capitaux causées par la politique monétaire des banques centrales en 2022 ont créé un décalage important entre les évaluations des FPI publiques et celles du marché privé. Les FPI sont actuellement en vente, se négociant à des décotes importantes non seulement par rapport à l'immobilier privé, mais aussi aux actions et à nos propres estimations d'évaluation prospectives.

Nous reconnaissons que les meilleurs rendements à long terme sont habituellement générés lorsque les FPI sont achetées à escompte par rapport à leur valeur intrinsèque et lorsque le sentiment des investisseurs est au plus bas, ce qui est vrai aujourd'hui. Bien que l'histoire ne se répète pas toujours, des années de baisses à deux chiffres ont conduit à des FPI mondiales affichant des rendements totaux moyens de 35 % au cours des années suivantes.

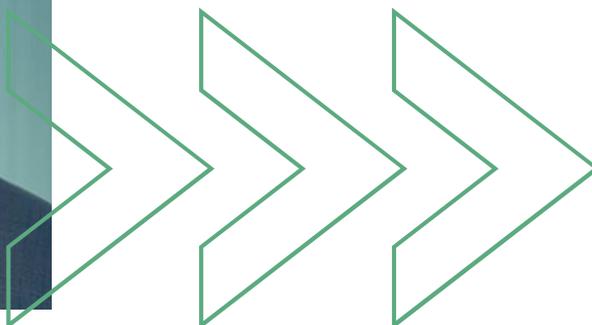
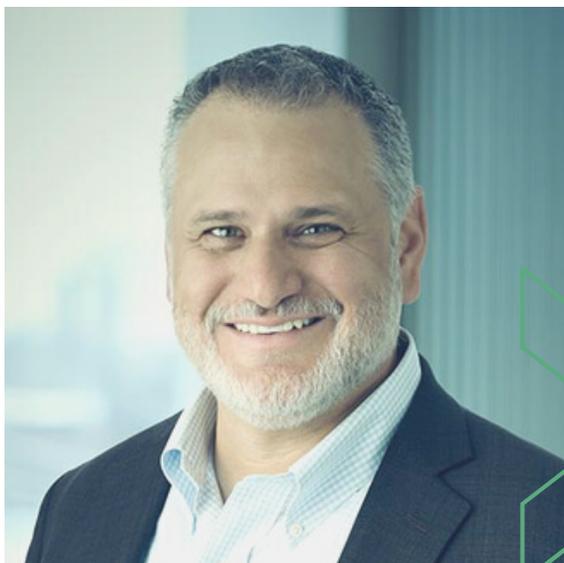
Bien que la variabilité des résultats à l'aube de 2023 soit la plus importante que nous ayons vue en près de 20 ans, nous pensons que des vents favorables pourraient se matérialiser en 2023, ce qui aiderait les FPI à combler la décote actuelle sur l'évaluation. D'un point de vue descendant, si l'année 2022 a été marquée par une inflation élevée, une politique monétaire belliciste et une croissance économique résiliente, nous pensons que 2023 sera probablement marquée par une croissance plus faible, une inflation modérée et la fin des hausses de taux ou un retournement partiel. Les bénéfices des entreprises dépassant les attentes modérées, ainsi que les fusions et acquisitions, pourraient également servir à fixer un plancher pour les cours des actions.

Pour en tirer parti, nous positionnons activement nos portefeuilles pour tirer parti du courant baissier du marché de cette année. Nous pensons que la clé de la surperformance en 2023 sera d'identifier les FPI qui pourront combler leur décote intégrée par des initiatives spécifiques à l'entreprise, plutôt que de compter sur l'appréciation globale du marché.

Je tiens à remercier nos clients et partenaires pour leur soutien indéfectible en 2022. Nous sommes impatients d'atteindre nos objectifs de placement au cours de la prochaine année.

À l'année prochaine,

Corrado Russo



Récapitulatif du marché

Les marchés boursiers mondiaux ont connu des difficultés en 2022, sous l'effet du plus vaste resserrement de la politique des banques centrales mondiales de ces 40 dernières années. L'inflation galopante, exacerbée par le conflit entre la Russie et l'Ukraine, a conduit les banques centrales d'Amérique du Nord, d'Europe et d'une partie de la région Asie-Pacifique à relever les taux d'intérêt beaucoup plus fortement et rapidement que prévu.

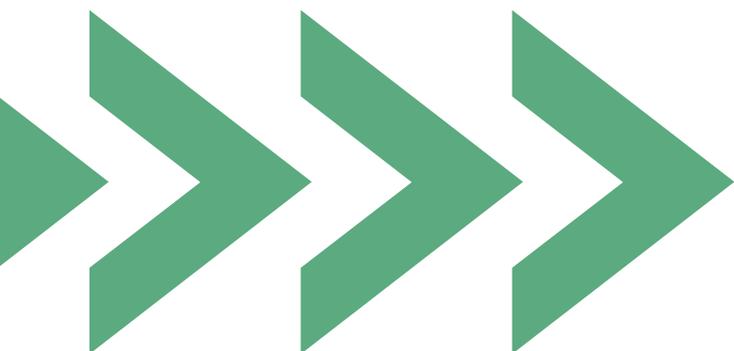
La hausse des taux d'intérêt a influencé tous les pans de l'économie mondiale, des marchés des devises aux taux hypothécaires, en passant par le logement et les prix des actions et des obligations. Jusqu'à la mi-novembre, il y a eu plus de 280 hausses de taux à l'échelle mondiale, soit plus d'une hausse par jour de bourse.¹

Jusqu'en septembre, les FPI avaient connu le pire début d'année de leur histoire (-29,4 %),² pire que la crise des caisses d'épargne de 1990, la crise de la gestion à long terme des capitaux de 1998, la crise financière mondiale de 2008 et la pandémie de COVID de 2020.

La baisse des cours des actions FPI a été provoquée par:¹

- 01 LA HAUSSE DES TAUX RÉELS**
- 02 L'ÉLARGISSEMENT DES ÉCARTS DE CRÉDIT**
- 03 LA PERSPECTIVE D'UN RALENTISSEMENT DE LA CROISSANCE ENTRAÎNANT LA DÉCOLLECTE SANS PRÉCÉDENT DES FONDS COMMUNS DE PLACEMENT FPI**
- 04 UN MORAL DES INVESTISSEURS AU PLUS BAS**

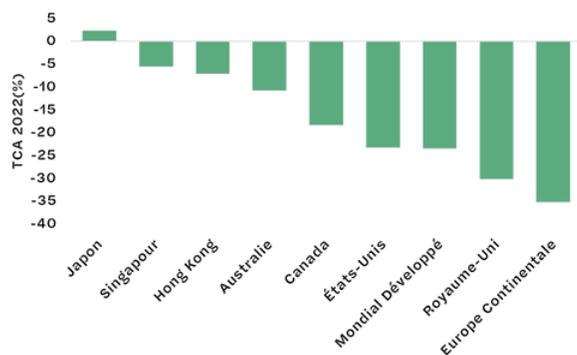
Malgré cela, les révisions positives des bénéfices tout au long de l'année ont révélé la résilience des flux de trésorerie de l'immobilier commercial et résidentiel en période de turbulences du marché et d'inflation élevée. Presque toutes les catégories d'actifs ont été touchées par le resserrement des conditions financières, et pas seulement les FPI. Pour illustrer ce point, 2022 marque la première année, au cours des 150 dernières années, où les actions américaines et les obligations à long terme ont toutes deux baissé de plus de 10 %. À la mi-novembre, les obligations d'État mondiales ont baissé de 22 % et même l'or est en baisse sur l'année.



LE SENTIMENT DES INVESTISSEURS S'EST DÉGRADÉ À DES NIVEAUX QUI DÉPASSENT LES PLUS BAS DE LA CRISE FINANCIÈRE MONDIALE DE 2008

Les pays connaissant des taux d'inflation plus élevés et un plus grand resserrement de la politique monétaire (ou des attentes de resserrement) ont connu les pires résultats en 2022 (figure 1). L'inflation en Europe a atteint des niveaux sans précédent, dépassant 10 % au Royaume-Uni et en Allemagne, ce qui a amené la Banque d'Angleterre à augmenter ses taux d'intérêt de près de 300 points de base, tandis que la Banque centrale européenne a relevé son taux cible dans les proportions les plus importantes depuis la création de la zone euro. Le contraire s'est produit au Japon, où la banque centrale a maintenu ses mesures d'assouplissement quantitatif et sa politique de contrôle de la courbe des taux, soutenant ainsi les marchés d'actions et les prix des actifs.³

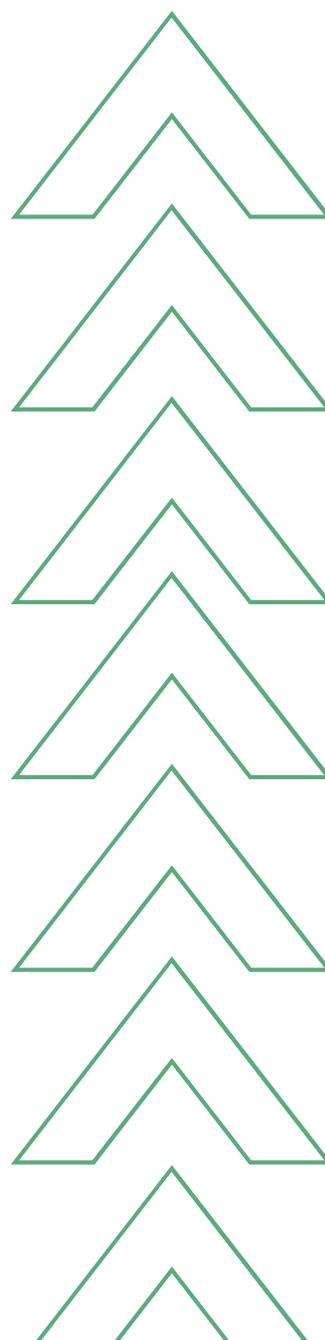
Figure 1 : Performance par pays en 2022



FTSE EPRA NAREIT Japan Index / FTSE EPRA NAREIT Singapore Index / FTSE EPRA NAREIT Hong Kong Index / FTSE EPRA NAREIT Australia Index / FTSE EPRA NAREIT Canada Index / EPRA NAREIT United States Total Return Index / FTSE EPRA NAREIT Developed Total Return Index / FTSE EPRA NAREIT UK Index / FTSE EPRA NAREIT Developed Europe Ex-UK Index / Data as of December 6, 2022.

Le sentiment des investisseurs s'est dégradé à des niveaux qui dépassent les plus bas de la crise financière mondiale de 2008, entraînant des décollectes de plus de 18 milliards de dollars des fonds communs de placement FPI et des FNB.⁴

Malgré tout ce qui s'est passé, les FPI se sont redressées au quatrième trimestre 2022, gagnant 8,5 % (jusqu'au 6 décembre),⁵ sous l'effet des premiers signes d'un ralentissement potentiel du rythme de l'inflation (comme aux États-Unis) et de la possibilité que les banques centrales soient disposées à modérer le rythme des futures hausses des taux d'intérêt (comme au Canada et en Australie), ce qui atténuerait la pression sur les cours des actions.



PRÉVISIONS SUR LES TITRES IMMOBILIERS MONDIAUX EN 2023

La variabilité des résultats à l'horizon 2023 est aussi importante que celle que nous avons observée au cours de presque 20 années de gestion de FPI.

Pourquoi une telle variabilité ?

Les banques centrales font preuve d'une plus grande détermination à lutter contre l'inflation et sont de plus en plus disposées à sacrifier la croissance pour y parvenir.

Cela fait des décennies que nous n'avons pas vu les banques centrales avoir besoin d'augmenter les taux de manière qu'elles freinent considérablement la croissance de l'emploi, des dépenses de consommation et des bénéfices des entreprises, ce qui rend l'environnement actuel si précaire. ([voir le rapport « Les FPI mondiales à travers les cycles économiques » de Hazelview](#))

Généralement, lorsque le monde commence à connaître une détérioration des conditions économiques et un ralentissement de la croissance, les taux d'intérêt sont abaissés.

Aujourd'hui, cette réponse typique est mise à l'épreuve, car les banques centrales ont montré une volonté limitée de modérer le rythme des augmentations de taux jusqu'à ce que des preuves claires d'une baisse de l'inflation soient présentes.

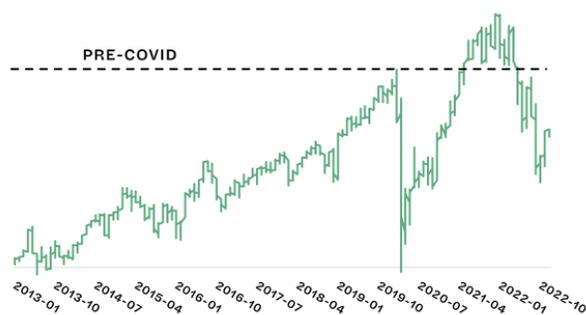
Où cela nous mène-t-il ?

Les FPI sont bon marché ! Après une année exceptionnellement difficile, principalement due à des hausses de taux d'intérêt plus agressives et plus rapides que prévu, les FPI se négocient aujourd'hui à des décotes exceptionnellement importantes par rapport aux actions publiques, à l'immobilier privé et à nos propres estimations de valorisation prospectives.

Par rapport aux actions publiques

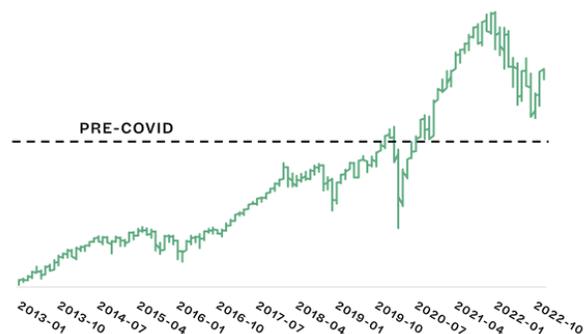
Comme le montre la Figure 2 et 3, la chute du marché cette année a effectivement effacé tous les gains réalisés par les actions au cours des deux dernières années, les FPI mondiales se négociant désormais à 14 % (USD) en dessous de leurs niveaux pré-COVID par rapport aux actions mondiales, qui se négocient légèrement au-dessus de leurs niveaux pré-COVID de février 2020.

Figure 2 : Rendement du marché mondial des REIT



Source : Bloomberg LP. Représente l'indice de rendement total développé NAREIT EPRA FTSE en dollars américains. Indice des marchés immobiliers développés mondial RUGL FTSE EPRA/NAREIT au 6 décembre 2022.

Figure 3 : Rendement des Marché boursiers mondial

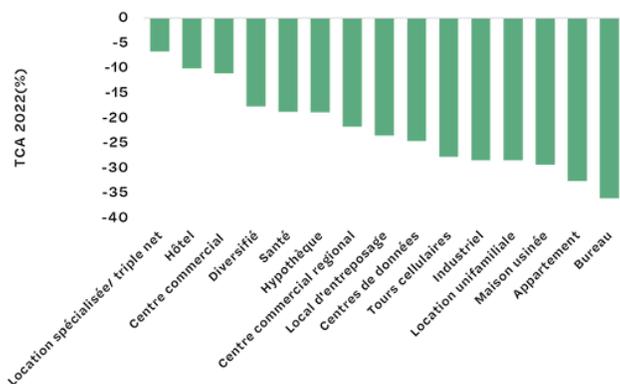


Source : Bloomberg LP. Représente l'indice MSCI World en USD. Indice des actions des marchés développés mondial MXWO MSCI au 2 décembre 2022.

Les entreprises dotées de bilans solides, de portefeuilles immobiliers de premier ordre, d'un potentiel de bénéfices supérieur et d'équipes de direction de qualité, soumises à des cycles, ont sous-performé l'indice de référence en 2022, le contraire de ce que nous observons généralement en période d'incertitude. En outre, les cours des actions de types de biens immobiliers structurés pour bénéficier de la hausse de l'inflation, tels que les appartements, les locations de maisons individuelles et les entrepôts indépendants, ont également sous-performé l'indice de référence en 2022. Les secteurs susceptibles de connaître des fondamentaux stables grâce à des vents de croissance séculaires, tels que les FPI industrielles, les centres de données, les tours de téléphonie

cellulaire et les sciences de la vie, ont été ajoutés à la liste des perdants. (Figure 4)

Figure 4 : Property Type Performance in 2022



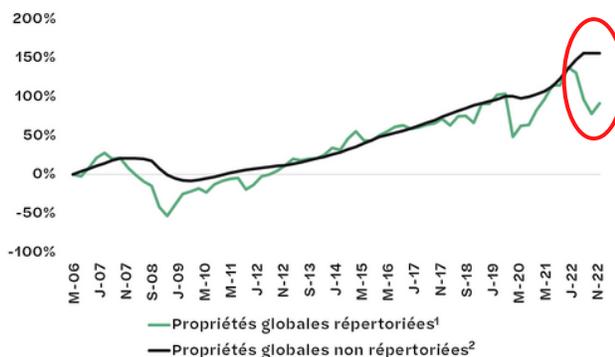
Bloomberg REIT Hotels index / Bloomberg REIT Single Tenant Index / Bloomberg REIT Shopping Center Index / Bloomberg REIT Healthcare Index / Bloomberg REIT Diversified/Mix Index / Bloomberg REIT Mortgage Index / Bloomberg REIT Regional Mall Index / Bloomberg REIT Public/Self Storage Index / Bloomberg REIT Industrial/Warehouse Index / Bloomberg REIT Apartment Index / Bloomberg REIT Office Property Index / Data as of December 6, 2022

Les raisons de cette contre-performance sont multiples. Certaines sont de nature technique (par exemple, les flux de fonds, le positionnement des investisseurs et les préférences de style), tandis que d'autres sont spécifiques à la valorisation (par exemple, l'influence de la hausse des taux d'intérêt réels sur les multiples de négociation). Quoi qu'il en soit, nous pensons que le principal moteur de performance en 2023 revient aux fondamentaux sous-jacents et s'éloigne des variations des rendements obligataires et des multiples, de sorte que les perdants d'aujourd'hui sont positionnés pour être les gagnants de l'année prochaine.

Par rapport à l'immobilier privé

Les turbulences de l'économie et du marché des capitaux causées par la politique monétaire des banques centrales en 2022 ont créé un décalage important entre les évaluations des FPI publiques et celles du marché privé. Comme le montre la figure 5, la valeur des FPI publiques est nettement inférieure à celle des biens immobiliers privés essentiels et stabilisés, une dynamique que nous avons observée au début de la crise financière mondiale de 2008, ainsi que lors de la pandémie de COVID-19 en 2020. Au cours des deux périodes, les FPI publiques ont connu une baisse initiale de leur valeur, mais elles ont ensuite enregistré des performances nettement supérieures, pour finalement combler l'écart avec le marché privé. Nous sommes confrontés à la même déconnexion aujourd'hui, mais cette fois-ci, elle est plus large et se produit plus rapidement qu'en 2008 et 2020.

Figure 5 : Décote sur les biens immobiliers privés



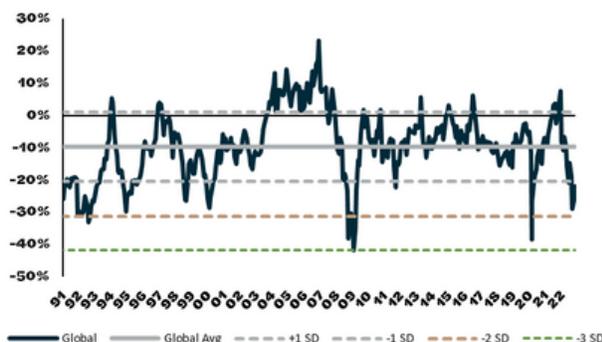
1. Indice FTSE EPRA/NAREIT Global Local Return du T2 2006 au 2 décembre 2022. 2. Indice REFI All Funds Local Return, données du T2 2006 au 30 juin 2022. Les données du 30 septembre n'étaient pas disponibles

Sur la base du graphique ci-dessus, la décote implicite entre les prix des FPI publiques et ceux du marché privé est de -26%, ce qui équivaut aux décotes les plus importantes observées au sommet de la pandémie (mars 2020) et aux décotes enregistrées en septembre 2008, lorsque Lehman et Merrill Lynch ont tous fait faillite.

Par rapport aux évaluations historiques

Comme le montre la figure 6, les FPI mondiales se négocient à une décote de par rapport à la VNA, soit 1,2 écarts-types moins chers que leur moyenne à long terme sur plus de 30 ans.

Figure 6 : Décote par rapport à la VNA des biens immobiliers mondiaux cotés en bourse



Source : UBS

Si nous essayons d'intégrer l'augmentation actuelle du coût de la dette et des capitaux propres aujourd'hui, nos modèles d'évaluation indiquent que le marché global des FPI se négocie avec une décote d'environ 20 % par rapport à nos estimations de la valeur liquidative à terme, ce qui intègre les baisses potentielles de la valeur des actifs dans les régions (Amérique du Nord, Europe et Australie) qui ont connu les plus fortes augmentations du coût de la dette depuis le début de l'année. Nous pensons que nos estimations de la VNA sont prudentes, car elles tiennent compte des changements potentiels des taux de capitalisation, plutôt que de s'appuyer uniquement sur des transactions comparables, étant donné que les volumes ont ralenti au cours des six derniers mois.

En 2022, le taux plafond implicite des FPI mondiales a augmenté d'environ 100 points de base pour atteindre environ 6 %, les augmentations les plus importantes étant observées au Royaume-Uni (~185 points de base), aux États-Unis (~125 points de base), en Australie (~120 points de base) et en Europe continentale (~80 points de base).⁵ Selon Bank of America Global Research, au cours des trois dernières récessions (y compris la grande crise financière de 2008), les taux de capitalisation des marchés privés aux États-Unis ont augmenté en moyenne de 113 points du creux au sommet. Cela implique que les FPI publiques sont déjà évaluées à un niveau où les taux plafond augmentent en période de récession.

Par rapport aux évaluations d'Hazelview

Malgré la prise en compte de l'augmentation actuelle du coût du capital que connaissent les FPI, nos modèles suggèrent que les FPI sont toujours évaluées à une décote moyenne à deux chiffres par rapport à notre valeur intrinsèque prudente (définie comme un mélange de la VNA et des flux de trésorerie actualisés), ce qui implique une hausse des prix d'environ 20 % par rapport à aujourd'hui. Si les marchés voient un allègement des taux actuels et/ou du coût du capital, nous pensons que la hausse pourrait s'accroître.

Figure 7 : Hazelview Forward-Looking Projections

	Escompte sur la valeur intrinsèque	Intérêt potentiel de la valeur intrinsèque	Rendement courant des dividendes	Rendement potentiel à la hausse
Univers mondial des FPI	-16,1 %	19,2 %	3,6 %	22,8 %
Selon la géographie				
États-Unis	-13,3 %	15,3 %	3,2 %	18,5 %
Canada	-20,7 %	26,1 %	4,5 %	30,7 %
Europe continentale	-15,5 %	18,4 %	3,8 %	22,2 %
Royaume-Uni	-15,3 %	18,0 %	4,0 %	22,0 %
Australie	-13,5 %	-15,6 %	4,3 %	-19,9 %
Hong Kong	-33,8 %	51,0 %	5,2 %	56,2 %
Japon	-17,5 %	21,2 %	3,2 %	24,4 %
Singapour	-8,4 %	9,2 %	4,6 %	13,8 %

Tableau du haut : Bloomberg U.S. Index des FPI pour chaque type de propriété.
Tableau du bas : Indice FTSE EPRA/NAREIT développé pour les régions mondiales et respectives représentées en devises locales.

Source : Bloomberg LP. Données au 2 décembre 2022.

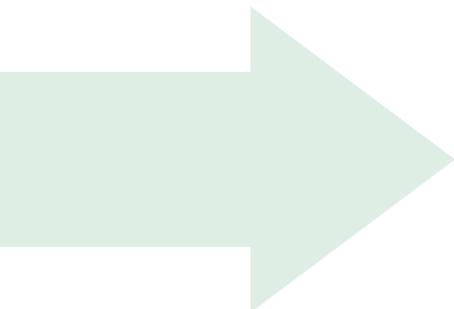
* À titre indicatif seulement. Les données hypothétiques ci-dessus sont fondées sur l'évaluation de Hazelview Securities Inc. et ne sont pas garanties. Le rendement potentiel peut être négatif.

Nous pensons que la baisse des valorisations due aux mauvaises performances de cette année constitue une grande partie de l'histoire des FPI à l'horizon 2023, le secteur se négociant comme si nous étions déjà en récession.

Alors que le marché global des FPI se négocie aujourd'hui avec des décotes exceptionnellement importantes, nous pensons que certains secteurs, certaines zones géographiques et certaines sociétés ont été punies de manière disproportionnée. En tant que tel, grâce à une gestion active, nous pensons pouvoir positionner nos portefeuilles de manière à tirer profit de la baisse des cours des actions cette année et nous visons à concentrer nos portefeuilles dans des sociétés qui se négocient avec des décotes plus importantes que le marché global.

Comment ce paradigme d'évaluation change-t-il ?

Les vents arrière qui pourraient se matérialiser en 2023 et aider les FPI à combler la décote actuelle sont le ralentissement du rythme des hausses de taux d'intérêt, les bénéfices des entreprises dépassant les attentes modérées et les fusions et acquisitions fournissant une plateforme pour les valorisations.



01 LES VENTS CONTRAIRES DES TAUX D'INTÉRÊT SE DISSIPENT

D'un point de vue descendant, si l'année 2022 a été marquée par une croissance économique résiliente, une inflation élevée et une politique monétaire belliqueuse nous pensons que 2023 sera probablement marquée par une croissance plus faible, une inflation modérée et la fin des hausses de taux ou un retournement partiel.

Bien que les variations des taux d'intérêt échappent à notre contrôle, nous pensons qu'une stabilisation du coût du capital apportera au marché la clarté qu'il recherche pour mieux déterminer les valeurs immobilières à l'avenir, ce qui contribuera à lever l'incertitude qui pèse sur les cours des actions des FPI.

Cela devrait permettre aux FPI dotées de bilans solides, des meilleurs portefeuilles immobiliers de la catégorie, d'un potentiel de bénéfices supérieur et d'équipes de gestion de haute qualité soumises à essai, de se distinguer du peloton, ce qui se traduira par de meilleures performances en 2023.

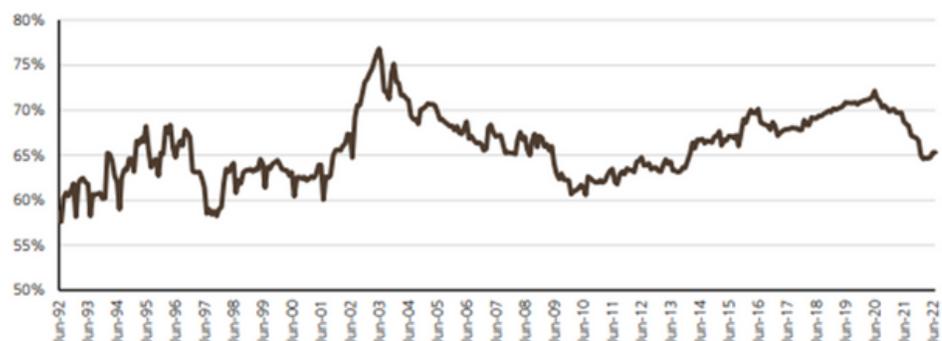
02 Les bénéfices des entreprises dépassent les attentes mitigées

Comme la politique monétaire fonctionne avec un décalage dans le temps, le resserrement des conditions financières devrait entraîner un ralentissement de la croissance économique au cours des 12 prochains mois. Selon la Bank of America, l'économie mondiale devrait croître de 2,3 % en 2023, ce qui, en dehors de la crise financière mondiale de 2008 et de la pandémie de COVID-19 de 2020, serait le taux de croissance mondiale le plus faible depuis 1993. Des pays comme les États-Unis, le Canada et l'Europe devraient flirter avec la récession en 2023.

Même si la croissance économique va ralentir en 2023, nous pensons que les bénéfices des FPI devraient se maintenir malgré la perspective d'une baisse de la création d'emplois et éventuellement de pertes d'emplois. Les bénéfices des FPI sont soutenus par des baux contractuels avec des augmentations de loyer intégrées, et/ou des augmentations de loyer réalisées lorsque les baux sont évalués à la valeur du marché à leur expiration. Selon UBS, les bénéfices des FPI cotées à l'échelle mondiale devraient augmenter de 6,2 % en 2023, et ce après avoir intégré l'augmentation des coûts d'exploitation liée aux impôts fonciers et aux salaires, ainsi que l'augmentation des coûts d'intérêts liée à la hausse des taux. La capacité des FPI à continuer d'assurer une croissance à un chiffre des bénéfices est fonction des niveaux de loyer actuels qui sont inférieurs à ceux du marché, plutôt que d'une attente de croissance des loyers du marché.

Les investisseurs se tournent vers les FPI pour obtenir des revenus, tandis que la perspective d'une croissance continue des bénéfices en 2023 ouvre la voie à une croissance continue des dividendes. Comme le montre le graphique ci-dessous, le ratio de distribution du marché mondial est d'environ 65 %, ce qui implique que les bénéfices pourraient baisser de plus de 30 %, selon nous, avant que les dividendes ne soient menacés.

Figure 8 : Ratio de distribution des dividendes des sociétés immobilières mondiales cotées en bourse



Source : UBS

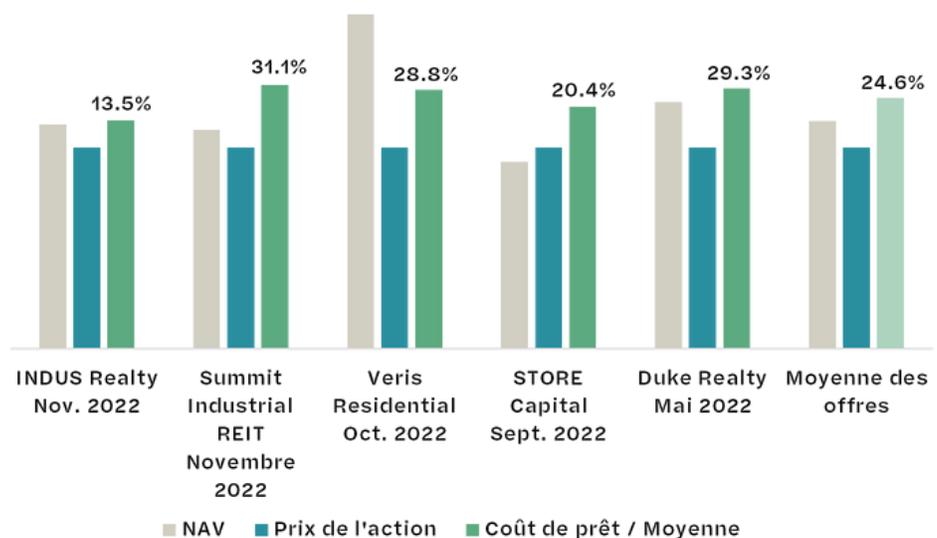
03 Les fusions et acquisitions fournissent une plateforme pour l'évaluation

Dans le secteur immobilier, les investisseurs privés éclipsent la taille du marché public, ce qui le rend mûr pour les activités de fusions et acquisitions. Ces investisseurs privés cherchent souvent à acquérir des FPI comme un moyen efficace d'accéder à des portefeuilles plus importants. Historiquement, ces acquisitions se déroulent à la valeur liquidative ou aux alentours, ce qui explique pourquoi l'immobilier public se négocie généralement en fonction des valeurs immobilières privées.

La dislocation actuelle du marché présente une opportunité encore plus attrayante où ces investisseurs privés peuvent profiter d'importantes dépréciations par rapport à la valeur du portefeuille, tout en offrant des primes par rapport au cours des actions.

Comme l'illustre la Figure 9, nous avons observé à un certain nombre d'activités de fusion et d'acquisition (M&A) en 2022, les sociétés étant acquises à un taux supérieur de 25 % à leur cours de clôture de la veille. Par exemple, au Canada, Summit Industrial Income REIT a accepté d'être acquise à un prix de 33 % par rapport à son cours de négociation des jours précédents par GIC et Dream Industrial REIT. En Europe, Brookfield a récemment acquis Befimmo, une FPI de bureaux domiciliée en Belgique, à une prime de 52 % par rapport au cours de clôture de la veille, et au Japon, Mori Trust Hotel REIT a fusionné avec Mori Trust Sogo REIT pour tirer parti des synergies entre leurs plateformes.

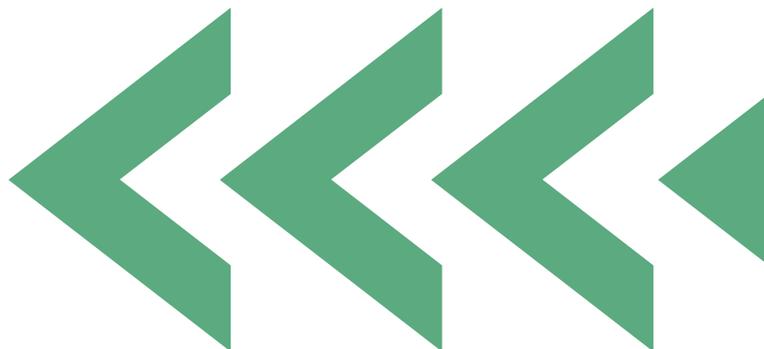
Figure 9 : Fusions et acquisitions des FPI en 2022



Comment capitaliser ?

Nous pensons que la clé de la surperformance en 2023 sera d'identifier les FPI qui pourront combler leur décote intégrée par des initiatives spécifiques à l'entreprise, plutôt que de compter sur l'appréciation globale du marché.

Pour 2023, nous partageons quelques-unes de ces entreprises qui, selon nous, sont positionnées pour créer de la valeur et se démarquer du peloton. Bien que nous n'ayons inclus que quelques exemples, nous pensons que l'année 2022 nous a offert une occasion rare de compiler un portefeuille entier de sociétés qui, selon nous, devraient dégager des rendements supérieurs à ceux des actions, des obligations et de l'immobilier privé au cours des deux ou trois prochaines années.



Nos principales opportunités d'investissement pour 2023 sont les suivantes :

États-Unis

Rexford Industrial Realty
Radius Global Infrastructure



Europe

Vonovia
Cellnex



Asie-Pacifique

Swire Properties
Mirvac



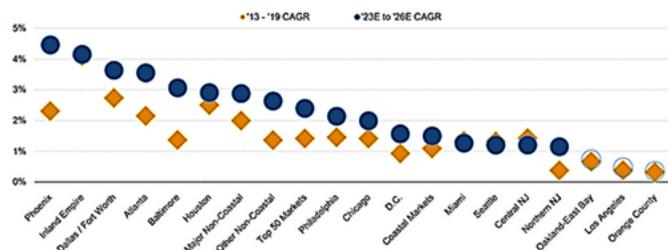
Rexford Industrial Realty⁶

Rexford Industrial Realty (REXR) est positionné comme l'une de nos idées les plus fortes pour la nouvelle année.

Rexford est l'un des principaux propriétaires, exploitants et promoteurs de biens immobiliers industriels aux États-Unis, avec une empreinte opérationnelle de plus de 41,7 millions de pieds carrés et 3 millions de pieds carrés supplémentaires en cours de développement ou de repositionnement. Contrairement à bon nombre de ses pairs, Rexford est entièrement concentré sur un marché, dont la région de la Californie du Sud, qui est largement considérée comme l'un des marchés industriels les plus importants et les plus précieux des États-Unis.

L'un des facteurs d'attractivité du marché de la Californie du Sud est l'absence relative de pression de l'offre par rapport au marché industriel américain au sens large. CBRE estime que la réserve actuelle de biens immobiliers industriels en cours de construction aux États-Unis s'élève à plus de 661 millions de pieds carrés, ce qui représente un peu plus de 4 % du stock existant. Ce chiffre est bien plus bas pour le marché cible de Rexford, qui se caractérise par un manque de terrains disponibles, une forte opposition de la communauté à un développement industriel plus poussé et des utilisations améliorées des sites fonciers. En ce qui concerne l'avenir, Green Street Advisors prévoit que les marchés principaux de Rexford, Los Angeles et Orange County, connaîtront la plus faible croissance de l'offre de tous les grands marchés américains jusqu'en 2026 (Figure 10), ce qui constitue un tampon de sécurité dans une classe d'actifs de plus en plus soumise à la pression de l'offre.

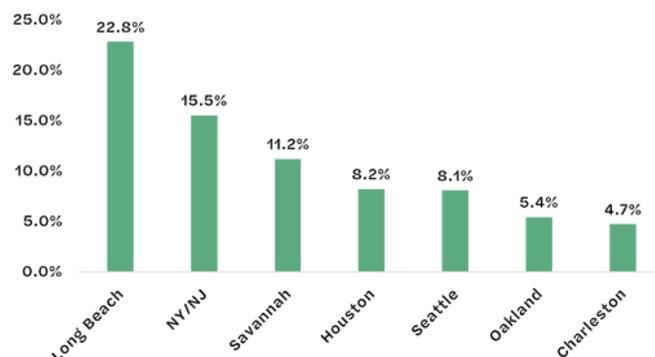
Figure 10 : Prévisions de l'offre selon certains marchés en pourcentage du stock existant



Source : Green Street Advisors. À compter du 22 novembre 2022.

D'autres facteurs expliquent l'attrait des marchés industriels de Rexford en Californie du Sud : la demande à long terme, alimentée par deux des ports américains les plus actifs, et la consommation plus large du commerce électronique dans les régions de Los Angeles et de San Diego. Les ports de Los Angeles et de Long Beach représentent collectivement plus de 40 % de la part de marché totale des États-Unis. Les volumes de conteneurs dans les ports maritimes (Figure 11) créent une forte demande d'espace d'entreposage à proximité pour les commerçants qui ont besoin de stocker les marchandises importées avant leur livraison.

Figure 11 : Part de marché au T3 2022 selon le volume total des conteneurs pour les 8 plus importants ports maritimes américains



Source : Bloomberg LP. À compter du 31 octobre 2022.

En combinant les vents arrière positifs de la demande et de l'offre, nous prévoyons que Rexford augmentera ses fonds issus de l'exploitation par action à un taux de croissance annuel composé de près de 14 % jusqu'en 2024, principalement grâce à la croissance du revenu net d'exploitation (RNE). Cette croissance surdimensionnée du RNE devrait se traduire par une forte croissance de la valeur nette d'inventaire (VNA) de Rexford, ce qui, selon les recherches historiques, est un facteur prédictif important de l'appréciation du cours des actions FPI et de la surperformance relative.

L'attrait du profil de croissance solide de Rexford est renforcé par le fait qu'une grande partie de cette croissance est « verrouillée », ce qui signifie que le risque pour atteindre cette croissance est minimal. Cela s'explique principalement par les loyers en place de Rexford, qui sont inférieurs de 60 % aux taux du marché au troisième trimestre 2022. Avec environ 10 à 15 % des baux en place expirant chaque année, Rexford dispose ainsi d'un vent arrière pluriannuel pour accroître ses flux de trésorerie, indépendamment de la direction et de l'ampleur de la croissance future des loyers du marché.

En plus des vents arrière provenant de la mise sur le marché des baux arrivant à échéance, Rexford a également augmenté régulièrement la taille des clauses d'indexation contractuelles contenues dans leurs baux, atteignant un nouveau sommet de 4,4 % sur les baux signés au T3 2022, contre 3,2 % pour l'ensemble du portefeuille. Ces clauses d'indexation contractuelles puissantes et croissantes s'appliquent aux 80 à 85 % des baux qui n'expirent pas chaque année et renforcent la nature à faible risque des revenus de Rexford. En combinant l'augmentation de 60 % du loyer sur les 10 à 15 % des baux qui expirent chaque année, avec l'augmentation de plus de 3 % du loyer sur les 80 à 85 % des baux qui n'expirent pas chaque année, on obtient un algorithme de croissance pluriannuelle à un chiffre (haut de fourchette) ou à deux chiffres (bas de fourchette), qui ne s'améliore que si la croissance des loyers du marché se poursuit.

Outre le profil de croissance solide et à faible risque de Rexford, nous sommes également rassurés par son bilan, qui compte parmi les moins endettés du secteur des FPI aujourd'hui. À l'heure où les investisseurs examinent les bilans plus attentivement que jamais au cours de la dernière décennie (avec une attention particulière pour la dette à taux variable et les échéances à court terme), nous pouvons dormir sur nos deux oreilles en sachant que l'endettement total de Rexford ne représente que 16 % de la valeur totale de l'entreprise à la fin du troisième trimestre 2022, et qu'il n'y a pas d'échéance importante avant 2024. Ce profil à faible effet de levier signifie qu'une moindre part de la croissance de leurs revenus sera compensée par des charges d'intérêts plus élevées.

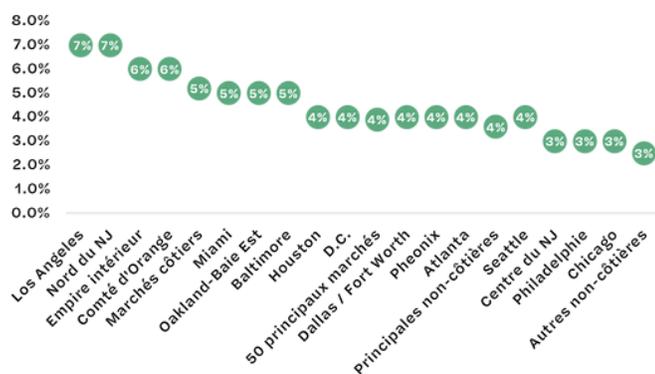
Le bilan à faible effet de levier de Rexford alimente également sa plateforme d'acquisition, ce qui constitue un autre différentiateur clé pour Rexford par rapport à ses pairs. Les acquisitions sont l'un des principaux moteurs de la croissance externe de Rexford et découlent de sa pipeline d'informations exclusives et de ses relations avec les propriétaires d'actifs industriels sur ses marchés cibles. Ce réseau s'est constitué au cours des nombreuses années d'activité en Californie du Sud et lui permet d'acquérir des actifs essentiellement hors marché, évitant ainsi les guerres d'enchères coûteuses. Depuis le début de l'année 2022, ce pipeline s'est traduit par plus de 2 milliards de dollars d'acquisitions réalisées, après la clôture de 1,8 milliard de dollars supplémentaires en 2021, et nous prévoyons que Rexford restera très dynamique en matière d'acquisitions en 2023.

Notre thèse d'investissement pour Rexford en 2023 est complétée par la valorisation, qui nous semble très convaincante aujourd'hui. Rexford se négocie actuellement avec une décote de 22 % par rapport à nos estimations de la valeur liquidative à terme et un taux de capitalisation implicite d'environ 4,1 %. Si le taux de capitalisation implicite peut sembler faible à première vue, nous notons à nouveau que les loyers en place de Rexford dans l'ensemble du portefeuille sont inférieurs de 60 % aux loyers actuels du marché. Si ce flux de revenus en place était évalué au prix du marché aujourd'hui, ce taux de capitalisation implicite serait plus proche de 6,6 %. Bien qu'il existe un certain degré de flou concernant les taux de capitalisation actuels pour les actifs industriels, nous sommes convaincus que le bon chiffre se situe à plusieurs centaines de points de base en dessous de 6,6 %, en particulier sur le marché de Rexford en Californie du Sud, qui est sans doute le plus attractif des États-Unis.

La récente privatisation de Summit REIT au Canada, qui va être privatisé dans le cadre d'une transaction évaluant la société à un taux de capitalisation de 3,3 % sur le revenu net d'exploitation sur place, renforce l'évaluation de Rexford. Cela représente une compression de 80 points de base par rapport au taux de 4,1 % auquel Rexford se négocie actuellement, pour un portefeuille Summit dont la valeur de marché est inférieure et dont la qualité est incontestablement inférieure. Le cours de l'action Rexford devrait s'apprécier de 25 % par rapport aux niveaux actuels pour se négocier à un taux de capitalisation implicite similaire de 3,3 %.



Figure 12 : Prévisions de croissance des loyers selon certains marchés, TCAC de 2023-2026



Source : Green Street Advisors. À compter du 22 novembre 2022.

En résumé, nous pensons que Rexford est prêt à surperformer en 2023, en raison d'une dynamique favorable de l'offre et de la demande sur ses marchés, qui devrait conduire à une croissance continue des loyers du marché au cours des 12 prochains mois. Selon une étude récente de Green Street Advisors, ces vents contraires de la demande, comme le montre la Figure 12, associés à des prévisions de croissance de l'offre modérées, devraient entraîner une croissance des loyers à la pointe du secteur pour les marchés principaux de Rexford à Los Angeles et Orange County jusqu'en 2026. Cette croissance des loyers ne fera qu'améliorer la trajectoire de son algorithme de bénéfices à faible risque et à forte croissance, soutenue par un bilan à faible effet de levier qui garantit qu'une plus grande partie de la forte croissance des revenus de Rexford se traduit par une rentabilité. Et enfin, tous ces attributs positifs sont disponibles à un prix par action qui, selon nous, sous-évalue considérablement le portefeuille de Rexford.

Radius Global Infrastructure⁷

Nous pensons que Radius Global Infrastructure est l'une des opportunités d'investissement les plus intéressantes pour 2023.

Dans un monde d'incertitude macroéconomique croissante, nous pensons que la combinaison des fondamentaux des tours de téléphonie cellulaire, du profil d'expiration moyen pondéré très visible des baux sur neuf ans de Radius et du flux de trésorerie protégé contre l'inflation s'avérera être un pilier de force en 2023.

Radius est l'une des principales sociétés d'investissement dans la location de tours de téléphonie cellulaire au monde, axée sur l'acquisition de baux fonciers de sites individuels et de toits sous des tours de téléphonie cellulaire. La stratégie de l'entreprise est de consolider les sites à des rendements attractifs par rapport à son coût du capital. Aujourd'hui, le marché adressable total est de plus d'un million de sites sans fil et le portefeuille de Radius comprend 8 900 flux de location sur 6 800 sites, dans 21 pays en Amérique du Nord, en Europe, au Royaume-Uni, en Amérique latine et en Australie.

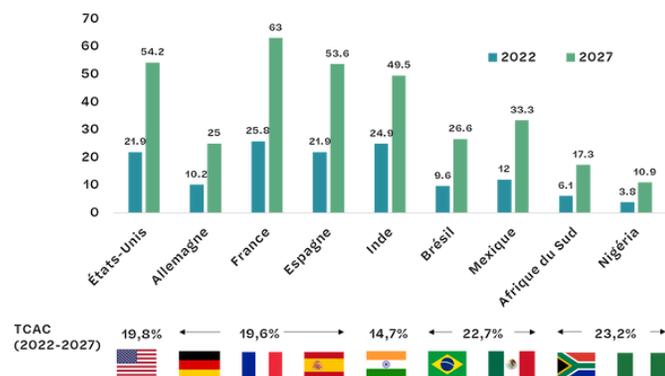
Les fondamentaux des tours de téléphonie cellulaire sont solides, stables et traditionnellement moins corrélés au cycle économique global. La demande d'espace dans les tours de téléphonie cellulaire est stimulée par les dépenses en immobilisations de la part des fournisseurs de services sans fil, qui devraient dépasser 50 milliards de dollars en 2023, et par l'utilisation des données mobiles, qui devrait augmenter à un taux de croissance annuel composé de 20 %+ au cours des 5 prochaines années (Figure 13).¹ Le déploiement de la 5G dans le monde entier signifie que les fournisseurs sans fil auront besoin de plus de tours pour compléter leur réseau 5G. Par conséquent, l'activité de location va probablement s'accélérer au cours des 12 prochains mois.

Du point de vue de la croissance des bénéfices, Radius devrait générer une croissance des bénéfices de près de 20 % jusqu'en 2024. D'après notre expérience, la croissance des bénéfices entraîne une croissance des dividendes, et la croissance de la valeur liquidative, ainsi que ces facteurs, ont une forte corrélation avec la surperformance du cours des actions.

Alors qu'une inflation élevée entraînera des vents contraires sur les dépenses d'exploitation et une pression sur les marges en 2023 en raison de la hausse des coûts de l'impôt foncier, des services publics et des assurances, Radius est absous de ces vents contraires car la structure de location de la société est triple net, ce qui signifie que les dépenses d'exploitation sont supportées par le locataire et non par le propriétaire foncier. La structure de location triple net de Radius signifie que le flux de trésorerie brut des marges de trésorerie, qui étaient de 95 % au cours des trois premiers trimestres de 2022, ainsi que les dépenses d'investissement de maintenance sont négligeables à moins de 1 %.

En outre, les actifs de Radius constituent une excellente couverture contre l'inflation, car plus de 75 % de leurs baux sont directement ou indirectement indexés sur l'IPC ou l'indice d'inflation locale. Au cours des 12 derniers mois, les indexations contractuelles des loyers en vigueur ont augmenté à 4,8 %, mais nous nous attendons à ce qu'elles augmentent de manière significative au cours des quatre prochains trimestres, de sorte qu'à partir de 2023, les indexations contractuelles des loyers peuvent augmenter de 5, 6 ou 7 % par année, ce qui est énorme.

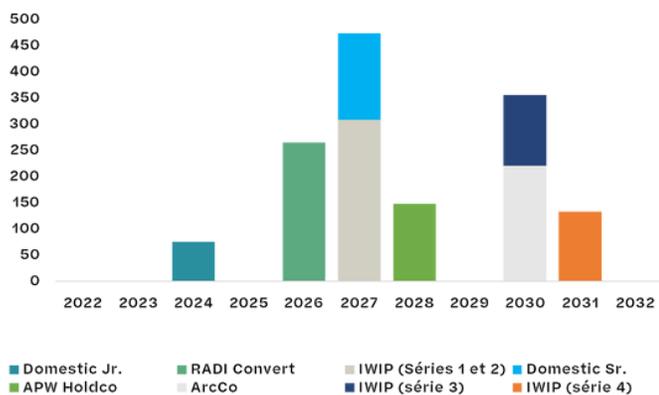
Figure 13 : Utilisation mensuelle moyenne des données des téléphones intelligents (Go/mois)



Source : Ericsson Mobility Report juin 2022, American Tower

De plus, nous sommes optimistes quant au bilan solide de Radius. Nous croyons fermement qu'investir dans des FPI ayant un bon bilan est une stratégie gagnante, car en période d'incertitude sur les marchés financiers, comme aujourd'hui, nous voulons investir dans des entreprises qui peuvent tirer parti de la détresse. Comme le montre la Figure 14, la société n'a pas d'échéance de dette avant 2024 et sa seule échéance avant 2026 est un petit prêt de 75 millions de dollars qui représente moins de 6 % de la dette totale.¹ Fait tout aussi important, 100 % de la dette de Radius est fixe et/ou plafonnée, de sorte que l'entreprise n'est pas soumise à des vents contraires liés aux charges d'intérêts.

Figure 14 : Profil des échéances de la dette Radius



Source : Radius Global Infrastructure. Graphique en millions de dollars américains au 30 septembre 2022.

Le profil de liquidité de Radius est également attrayant, avec ~500 millions de dollars de liquidités qui seront investies sur une base d'écart positif en 2023, ainsi qu'une ligne de 1,2 milliard de dollars de capacité d'emprunt disponible non engagée.¹ Au cours des neuf premiers mois de 2022, Radius a acquis 324 millions de dollars d'actifs à un rendement initial de 6,3 %. Nous prévoyons que le volume d'acquisition de 2023 sera égal ou supérieur à 400 millions de dollars, à des rendements égaux ou plus attrayants que les acquisitions de la société en 2022.



Enfin, l'évaluation est extrêmement convaincante. Sur la base du cours actuel de l'action de la société, nous prévoyons une hausse de 65 % du prix. Par rapport à ses pairs de FPI de tours de téléphonie cellulaire publiques, Radius se négocie à un taux de capitalisation implicite 300+ plus élevé et à une décote multiple de 6x sur les flux de trésorerie. Nous croyons que la performance future de la société est soutenue par le fait que les FPI de tours de téléphonie cellulaire, qui sont les plus grands locataires de Radius, sont des acheteurs captifs des actifs de la société. Nous pensons que Radius est en mesure de surperformer en 2023, sur la base d'une trajectoire de croissance robuste, d'un flux de trésorerie très résilient, d'un bilan sans échéance de dette à court terme et d'une valorisation qui est considérablement décotée par rapport aux marchés publics et privés.

Le secteur résidentiel allemand, et en particulier Vonovia, a enregistré des performances nettement inférieures en 2022, en raison de facteurs macroéconomiques (non fondamentaux) tels que les inquiétudes liées à la hausse des taux d'intérêt et l'influence que cela peut avoir sur les taux de capitalisation, la hausse des coûts énergétiques, la capacité des locataires à payer leur loyer et les craintes générales de récession en Allemagne.

Bien que nous soyons d'accord sur certains des défis macroéconomiques à venir, nous pensons qu'il existe une opportunité dans un secteur survendu, sur la base des fluctuations du sentiment à court terme. Nous pensons que la sous-performance de Vonovia en 2022 jette les bases d'une surperformance significative en 2023, car la valorisation impliquée dans le cours actuel de l'action de la société est si faible qu'aujourd'hui, les investisseurs paient essentiellement un peu plus que la valeur foncière pour le portefeuille.

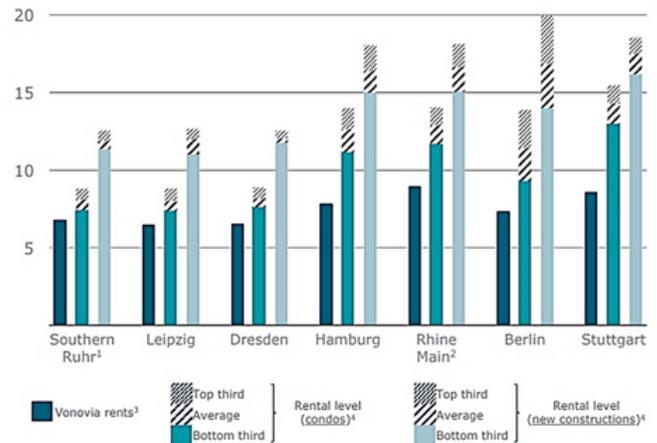
Le marché multifamilial allemand est très diversifié et fortement ancré dans la société, car le logement est l'un des besoins les plus fondamentaux. L'Allemagne possède le plus grand marché résidentiel d'Europe, avec ~42 millions d'unités de logement, dont ~23 millions sont des unités de location. La structure de propriété est très fragmentée, et la majorité des propriétaires sont des propriétaires non professionnels, le secteur coté ne représentant qu'environ 4 % du parc locatif existant. Nous pensons que le secteur résidentiel est « trop grand pour faire faillite » et qu'il devrait donc être l'une des classes d'actifs les plus résistantes aux chocs externes.

Où se trompe le marché ?

Tout d'abord, nous pensons que le marché est en train d'intégrer plus de négativité qu'attendu à long terme. Le taux de capitalisation implicite de Vonovia est aujourd'hui supérieur à 4 %, alors que les taux de capitalisation du marché privé sont de 2,6 %. Nous pensons que le rythme de croissance du revenu net d'exploitation est susceptible de s'accélérer à l'avenir en raison de l'inflation et d'une moindre réglementation des loyers. Actuellement, le taux d'occupation de Vonovia est de 2,2 %, ce qui suggère que la demande de logements multifamiliaux est forte et, à notre avis, le restera.

Comme le montre la Figure 15, le niveau des loyers en vigueur de Vonovia, qui s'élève à 7,5 €/par mètre carré (m²) et par mois, est bien inférieur à celui d'options de logement comparables, comme les nouvelles constructions ou les condos. Il convient également de mentionner que tous les coûts des services publics sont répercutés sur le locataire, donc la crainte que la hausse des coûts énergétiques entraîne une augmentation des loyers impayés n'est pas fondée.

Figure 15 : Loyer en vigueur de Vonovia par rapport aux condos et aux nouvelles constructions

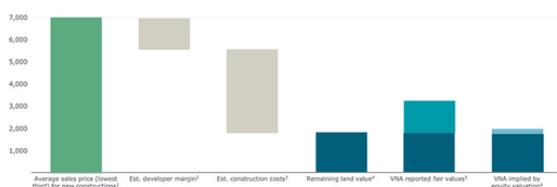


Source : Appel sur les résultats Vonovia 9M 2022, le 4 novembre 2022.

1. Les données du marché sont la moyenne simple de Dortmund et Essen. 2. Les données du marché sont la moyenne simple de Francfort et de Wiesbaden. 3. Valeurs et loyers de Vonoviarefer à la moyenne de ce marché régional. 4. Source : Perspectives sur les données de valeur (anciennement empirica-systeme), T3 2022.

Deuxièmement, aux niveaux de loyer actuels, le coût de remplacement plus élevé rend la nouvelle construction extrêmement difficile. Les coûts de construction actuels pour les appartements nouvellement construits sont supérieurs à 5000 € par m² et augmentent en raison de la hausse du coût des matériaux, du manque de main-d'œuvre, de la longueur des délais d'obtention des permis et de la hausse des taux d'intérêt sur les dettes nouvellement émises. La valorisation moyenne du bilan de Vonovia s'élève actuellement à environ 3 000 euros par m², contre une valorisation implicite (basée sur le cours de l'action) de 2 000 euros par m². Si l'on exclut le coût du terrain, la valeur implicite du bâtiment, basée sur le cours actuel de l'action Vonovia, est d'environ 200 € par m², soit 5 % du coût de remplacement pur. Compte tenu des loyers actuels sur place et de l'augmentation des coûts, nous commençons à voir les niveaux de construction neuve diminuer, Vonovia elle-même ayant annulé toutes les mises en chantier. Pourtant, le gouvernement estime avoir besoin de 400 000 nouvelles unités, soit environ 1,7 % du stock par année, comparé à une offre de 250 000 unités au cours des dernières années.

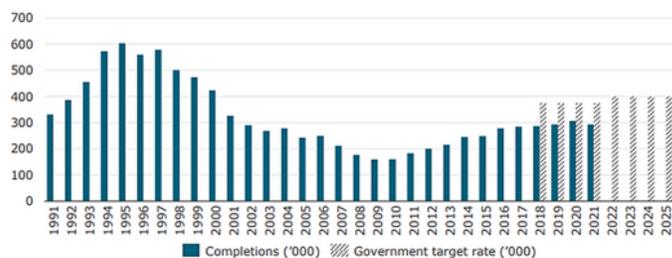
Figure 16 : Comparaisons avec le marché et les valeurs implicites des bâtiments



Source : Appel sur les résultats Vonovia 9M 2022, le 4 novembre 2022.
 1. Perspectives sur les données de valeur (anciennement empirica-systeme), T3 2022 ; 2. Hypothèse : 20 % du prix de vente. 3. Point médian de la fourchette estimée de 3,500 € à 4 0000 €. 4. Valeur résiduelle du prix de vente moins la marge bénéficiaire du promoteur moins les coûts de construction. 5. Moyenne pondérée dans les régions Berlin, Rhin Main, Sud de la Ruhr, Rhin, Dresde, Hambourg, Stuttgart, Leipzig. 6. Juste valeur implicite fondée sur le prix de l'action de 22 € et IRPV de 43,4 %.

Troisièmement, la demande est susceptible d'augmenter encore. En Allemagne, la demande de logements locatifs a continué de croître, sous l'effet de l'urbanisation et de l'immigration, pour répondre aux besoins en matière d'emploi. Le déficit structurel des appartements estimé par l'Association allemande des locataires est de 1,5 - 2,0 millions. La location est de loin l'option de logement la plus abordable en Allemagne, donc si le gouvernement voit des problèmes surgir, comme des coûts énergétiques plus élevés qui pourraient peser sur les consommateurs, il est probable qu'il introduise des programmes d'aide financière, à l'instar de ce qui a été annoncé au quatrième trimestre 2022.

Figure 17 : Comps & Implied Building Values



Source : Appel sur les résultats Vonovia 9M 2022, le 4 novembre 2022.
 Office fédéral de la statistique pour les achevements réels ; gouvernement CD/SPD pour 2018-2021 et coalition gouvernementale actuelle (SPD, Greens, FDP (Libéraux)) pour taux de cible 2022-2025.

Quatrièmement, les fluctuations de valeur des propriétés résidentielles ont une faible corrélation à court terme avec les obligations. Les facteurs influençant les évaluations sont les taux de plafonnement des transactions, l'évolution des loyers actuels, l'évolution des loyers du marché, l'inflation, ainsi que la contribution en dioxyde de carbone du portefeuille. Bien que la structure réglementaire en Allemagne ne permette pas d'augmenter rapidement les taux de location annuels, les loyers du marché augmentent régulièrement sur une base annuelle, ce qui constitue la base de la croissance future des loyers intégrés. Compte tenu du manque de transactions et de l'absence de vendeurs en difficulté en 2022, nous pensons que les évaluateurs seront probablement prudents avant de procéder à des changements de valeur importants. Les ventes d'unités individuelles ont été très résilientes car les appartements existants se vendent à un prix moyen de 4500 € par mètre carré, soit environ 30 % de moins que les produits nouvellement construits. Sur la base des évaluations actuelles du bilan de Vonovia, les marges bénéficiaires des cessions ont été supérieures à 40 % et seraient encore plus élevées sur la base des évaluations de privatisation.

Cinquièmement, les marchés de la dette sont ouverts, et les flux de trésorerie peuvent absorber des coûts d'intérêt plus élevés. Aujourd'hui, les écarts de marge sur la dette garantie des sociétés résidentielles allemandes sont d'environ 100 à 120 points de base, alors que les obligations d'entreprise se situent dans une fourchette de 350 points de base. En supposant que le coût moyen de la dette de Vonovia au cours des deux prochaines années lors du refinancement des échéances existantes soit de 4 %, la croissance du bénéfice d'exploitation de 5 % par année serait suffisante pour compenser la hausse des coûts d'intérêt. Nous pensons que cela est tout à fait réalisable.



Enfin, la valorisation est extrêmement faible, le cours de l'action Vonovia se négociant à une décote de plus de 30 % par rapport à la valeur brute des actifs et de 60 % par rapport à la valeur liquidative. Depuis la Seconde Guerre mondiale, le secteur résidentiel allemand n'a pas connu de correction des valorisations de plus de 10 % d'un sommet à l'autre. C'est pourquoi nous pensons que le marché public surestime largement les baisses de valorisation potentielles du marché privé. Le secteur multifamilial allemand produit l'un des flux de trésorerie locatifs les plus résilients, globalement soutenu par une structure de révision des loyers uniquement à la hausse, avec une offre nouvelle limitée en raison du coût de remplacement élevé. Nous voyons en Vonovia une opportunité unique de générer des rendements supérieurs en 2023, lorsque certains des vents contraires macroéconomiques ci-dessus se dissiperont, permettant aux évaluations du marché public de mieux refléter celles du marché privé.

Nous croyons que Cellnex, qui est le principal propriétaire de tours de téléphonie majeures en Europe, est sur le point de renverser sa sous-performance en 2022. Nous croyons que la sous-performance de l'entreprise est attribuable à des facteurs exogènes, comme le déclin du secteur de la technologie, les flux de fonds provenant d'actifs de longue durée et l'incidence des taux d'intérêt réels plus élevés sur les multiples opérations plutôt que sur les facteurs fondamentaux sous-jacents, étant donné que la demande d'espace demeure forte.

Cellnex gère un portefeuille de 137 000 sites, qui comprend des nouvelles constructions déjà identifiées jusqu'en 2030, sur des marchés tels que l'Espagne, l'Italie, les Pays-Bas, la France, la Suisse, le Royaume-Uni, l'Irlande, le Portugal, l'Autriche, le Danemark, la Suède et la Pologne. Cellnex signe fréquemment des contrats de location principale et des accords de services principaux auprès de locataires qui les aident à faciliter la construction de leurs réseaux sans fil. Cellnex a une durée de location très favorable, puisque la compagnie a inventé une clause « tout ou rien », qui donne au locataire l'option de renouveler toutes ses tours avec Cellnex ou aucune, empêchant ainsi les entreprises de services sans fil de choisir uniquement ce qui leur convient. Cette clause n'est pas une norme européenne et n'est pas utilisée par les FPI de tour américaines.

Au cours des cinq dernières années, Cellnex a été l'un des plus grands regroupements de tours de téléphonie cellulaire en Europe, acquérant des portefeuilles vendus par des exploitants de télécommunications qui avaient besoin de capitaux pour construire leurs réseaux 5G. Depuis 2015, l'entreprise a intégré 25 portefeuilles et plateformes différents évalués à environ 40 milliards d'euros (Figure 18). La cession, en juillet 2022, par Deutsche Telekom GD Towers Portfolio à Brookfield et DigitalBridge pour 17 milliards d'euros (environ 27 fois le BAIIA) illustre à quel point Cellnex est bon marché (BAIIA 2023 de 19,2 fois) par rapport aux prix du marché privé.

Figure 18 : Acquisitions de Cellnex

Date	Pays	Acquisition	Volume entrant MEUR	Tour	VE / site
01/31/2017	France	Bouygues	500,00	1 800	278
07/25/2017	France	Bouygues	170,00	600	283
06/30/2017	Pays-Bas	K2W	12,60	32	394
12/26/2017	Espagne	MASMOVIL	36,00	551	65
05/24/2017	Suisse	Swiss Towers Ag	430,00	2 339	184
01/31/2018	Espagne	N/A	45,00	375	120
12/18/2018	Espagne	MASMOVIL	3,40	85	40
12/19/2018	Suisse	Sunrise	34,00	133	256
05/06/2019	France	Illiade	2 000,00	5 700	351
05/06/2019	Italie	Illiade	600,60	2 200	273
05/06/2019	Suisse	Salt	778,40	2 800	278
09/10/2019	Irlande	Cignal	210,21	546	385
10/08/2019	R.-U.	Arquiva	2 301,40	7 400	311
01/02/2020	Portugal	Altice	801,00	3 000	267
04/14/2020	Portugal	NOS	375,00	2 000	188
10/23/2020	Pologne	Play	1 330,00	7 000	190
11/12/2020	Europe	Hutchinson	10 012,20	24 600	407
02/26/2021	Pologne	Cyfrowy Pollat	1 603,00	7 000	229

Source : Hazelview Securities Inc.

Maintenant que bon nombre des cession-bail à grande échelle ont été cristallisés, nous nous attendons à ce que Cellnex déplace son orientation stratégique de la croissance externe (2015 à 2022) à la croissance interne (2023 et au-delà), ce qui devrait servir de catalyseur positif pour le cours des actions de la société. Par le passé, lorsque Cellnex a émis de nouvelles actions pour financer des acquisitions, bien qu'elle a contribué positivement, elle a aussi créé des vents contraires à court terme vers la performance, jusqu'à ce que la taille et la portée de chaque placement en actions soient annoncées et digérées par le marché.

Nous croyons que la croissance interne de Cellnex est prête à s'accélérer, les bénéfices étant sur le point d'augmenter de 20 % par année au cours des deux prochaines années, en raison de l'augmentation des locations dans ses tours existantes, de la hausse de l'indexation et des augmentations semblables à l'inflation des baux actuels, de la construction de nouvelles tours et du démantèlement des sites redondants, ce qui devrait tous mener à une amélioration des marges.

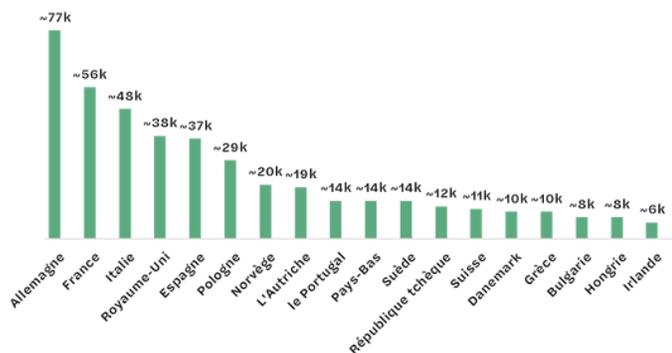
L'amélioration des ratios de location est un exemple clair du potentiel de croissance intégré que nous voyons dans le portefeuille de Cellnex. Le ratio de locataires de Cellnex se situe actuellement à 1,35x comparativement à 1,35x Les FPI de tour américaines se situent entre 2,0 et 2,5 fois en moyenne. La raison pour laquelle le portefeuille de Cellnex a un ratio de location plus faible est que les propriétaires de ses tours ont toujours été les entreprises de services sans fil elles-mêmes, et qu'elles voyaient leurs tours comme des points de vente uniques qui n'étaient pas partagés avec les concurrents. Maintenant que Cellnex se concentre sur l'ajout de plusieurs locataires à la même tour, nous nous attendons à une accélération de la croissance des modifications (c.-à-d. plus d'équipement par tour).

De plus, en période d'incertitude macroéconomique élevée, nous considérons les faibles coûts de main-d'œuvre de Cellnex et l'absence d'exposition à la volatilité des coûts énergétiques comme un atout majeur.

Cellnex possède un excellent bilan et n'a pas besoin de refinancement avant 2024, et les actifs de l'entreprise génèrent suffisamment de liquidités pour rembourser toutes ses dettes à échéance à partir de 2027. Le profil de liquidité de Cellnex est solide, totalisant 4,3 milliards d'euros, soit 900 millions d'euros en espèces et 3,4 milliards d'euros de lignes de crédit inutilisées. Plus de 85 % de la dette est fixée à une échéance moyenne de six ans et n'est assortie d'aucun engagement financier, de nantissement ou de garantie. L'entreprise est actuellement cotée « Niveau investissement » par Fitch (BBB-), et nous voyons une forte probabilité que S&P rehaussera l'entreprise au niveau de l'investissement avec des perspectives positives maintenant que Cellnex se concentre davantage sur la croissance stratégique vers la maximisation de la croissance interne en mettant moins l'accent sur la croissance externe.



Figure 19 : Nombre de tours Cellnex européennes par pays



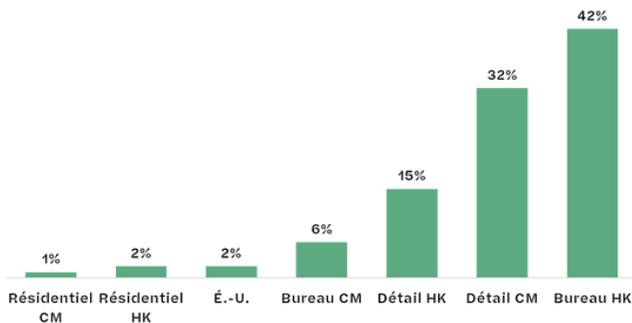
Source : Green Street Advisors

Enfin, nous croyons que l'évaluation est attrayante, les actions de la société étant assorties d'un prix supérieur de 28 % et se négociant à un rabais de 22 % par rapport à notre valeur liquidative à terme. Nous croyons que Cellnex offre aux investisseurs une capacité unique de posséder l'une des plateformes de tours cellulaires les plus diversifiées et évolutives de la plus haute qualité en Europe (Figure 19), à un prix nettement réduit par rapport aux valeurs du marché privé.

Nous pensons que Swire Properties est sur le point de surperformer en 2023, alors que Hong Kong se dirige vers une réouverture sans restriction, entraînant une reprise du trafic client, des ventes au détail et de l'activité de location de bureaux.

Swire Properties est un propriétaire et promoteur commercial de premier ordre avec des investissements principalement à Hong Kong et en Chine (Figure 20). La société se concentre sur les propriétés commerciales, les bureaux et les hôtels de haute qualité, connectés aux transports en commun dans les zones métropolitaines densément peuplées. La propriété d'immeubles de placement stabilisés représente plus de 90 % des bénéfices bruts totaux de la société.

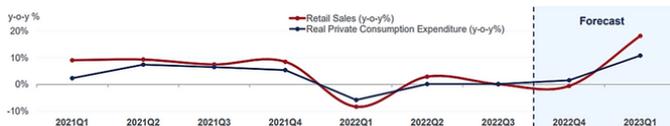
Figure 20 : Revenu de location brut par région



Source : Swire Properties

Nous pensons que le pivot de Hong Kong vers une réouverture complète des frontières devrait stimuler les actifs commerciaux et de bureaux de Swire (Figure 21). Les ventes actuelles des locataires de détail de Hong Kong sont inférieures de 20 % à 30 % aux niveaux d'avant la pandémie en raison de l'absence de touristes en Chine continentale. Avant la pandémie, les touristes de Chine continentale représentaient plus de 70 % de tous les touristes de Hong Kong. Alors que la Chine continentale commence également à rouvrir, nous nous attendons à ce que les loyers au comptant remontent pour le portefeuille de vente au détail de Swire, qui fonctionne actuellement presque à pleine occupation.

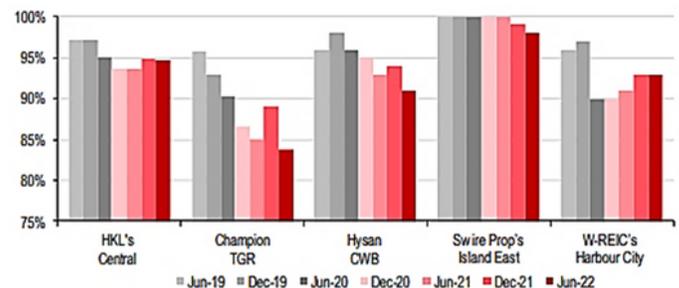
Figure 21 : Ventes au détail et dépenses de consommation à Hong Kong



Source : Cushman & Wakefield Research

Sur le front des bureaux, l'empreinte décentralisée des bureaux de Swire à Island East est une destination attrayante pour les sociétés multinationales qui cherchent à déménager pour réduire les coûts, car le sous-marché d'Island East commande des loyers de l'ordre de 50 à 60 \$/pi2 par rapport à Central à 110+/pi2.1 En 2023, nous prévoyons une croissance supplémentaire des bénéfices provenant du développement Two Taikoo de 1 million de pieds carrés, qui a atteint un taux d'engagement pré-location de 50 % au premier semestre de 2022. En plus d'Island East, l'empreinte des bureaux de Swire à Admiralty, qui est centrée sur Pacific Place, a récemment été renforcée avec l'ouverture du lien Sha Tin-Central MTR. Pacific Place, un complexe de bureaux, de commerces de détail et d'hôtels à usage mixte, se trouve maintenant au-dessus de quatre lignes de métro, offrant une accessibilité et une circulation améliorées. Le taux d'occupation moyen des bureaux est resté dans les années 90 par rapport au taux d'inoccupation global des bureaux de Hong Kong de 11%+. Nous nous attendons à ce que les loyers des bureaux commencent à se redresser l'année prochaine, car les loyers des bureaux et des commerces de détail se réinitialisent cette année après une agitation sociale et les sommets de la pandémie.

Figure 22 : Taux d'occupation des propriétaires de bureaux de Hong Kong



Source : HSBC

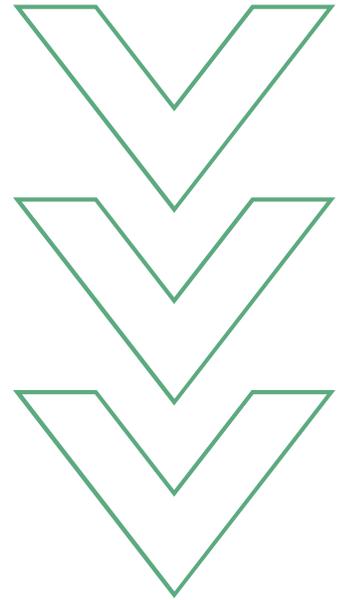
En plus de la reprise que nous voyons prendre forme en 2023 pour le portefeuille de Swire à Hong Kong, nous voyons leur portefeuille de Chine continentale également bien positionné pour faire un retour en force après avoir subi des confinements en 2022. Swire possède l'un des portefeuilles immobiliers à usage mixte de la Chine continentale de la plus haute qualité, avec des emplacements dans des villes de premier plan telles que Pékin, Shanghai, Guangzhou et Chengdu. Swire a toujours maintenu une croissance du taux d'occupation et des loyers supérieure à la moyenne en raison de sa capacité à attirer des locataires de classe mondiale dans ses centres commerciaux et ses immeubles de bureaux. Malgré les taux d'occupation actuels à deux chiffres des bureaux et la concurrence féroce dans le commerce de détail, les immeubles de vente au détail et de bureaux de Swire ont maintenu des taux d'occupation compris entre 95 % et 100 %. Du point de vue du commerce de détail, les confinements liés à la COVID ont entraîné des rabais de loyer et une perte de ventes pour les locataires de détail, que nous prévoyons récupérer en 2023. Avant les confinements, la relocalisation des dépenses de vente au détail de luxe en Chine continentale a entraîné une forte croissance des ventes au détail de plus de 10 % et 30 % en 2020 et 2021. Nous prévoyons que cette tendance se poursuivra dans les années à venir, car la classe moyenne supérieure de la Chine devrait croître de 68 % entre 2020 et 2030.

Enfin, les développements commerciaux de Swire en Chine comprennent généralement des bureaux, des commerces de détail, des résidences et des hôtels, créant ainsi un lieu social dynamique où les gens peuvent se rassembler. Ils ont tendance à se trouver dans des zones urbaines de premier ordre, avec une forte accessibilité des transports en commun et des emplacements densément peuplés qui, selon nous, créeront de la valeur pour l'entreprise au cours des prochaines années.

Swire Properties est une société de premier rang en matière d'initiatives environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) au monde : Elle figure au premier rang de l'indice de durabilité Hang Seng, est membre de l'indice mondial de durabilité Dow Jones depuis 2017 et a une note GRESB 5 étoiles en tant que leader mondial du secteur pour les développements à usage mixte. La position de Swire en tant que leader du marché de la construction de bâtiments écologiques à usage mixte les aide à maintenir des taux d'occupation plus élevés ainsi qu'à générer un flux de trafic et un potentiel de croissance locative plus élevé dans leurs projets à usage mixte existants et nouveaux. Les entreprises à la recherche d'immeubles de bureaux haut de gamme avec un espace plus économe en énergie recherchent de plus en plus la qualité. Swire est sur le point de bénéficier de ses capacités ESG de pointe.

Swire a l'un des meilleurs bilans de l'industrie des FPI avec un ratio d'endettement de 5,3 %. La société a la capacité d'accroître sa base d'actifs grâce à des développements, ainsi que de tirer parti des opportunités en difficulté si elles se présentent. Au cours de la prochaine décennie, le plan d'investissement de Swire se concentrera sur les développements à usage mixte en Chine, la densification des bâtiments existants à Island East et Admiralty, l'établissement d'une présence en Asie du Sud-Est et le lancement de développements résidentiels, qui soutiendront tous une croissance annuelle du dividende par action (DPS) de 5% +.

Enfin, du point de vue de la valorisation, nous pensons que Swire Properties se négocie près des niveaux de valorisation bas à 35 cents par dollar en raison des vents contraires macroéconomiques entourant la politique zéro Covid de la Chine et le statut de Hong Kong en tant que centre financier mondial.



Nous prévoyons un rendement annualisé attendu de 30 %, dont un rendement du dividende de 5,5 %. Depuis l'introduction en bourse de la société en 2017, l'activité résiliente de Swire dans l'immobilier commercial a conduit à une croissance régulière du DPS à un chiffre. Nous prévoyons une croissance du DPS de 6 % en 2023, soutenue par une reprise des ventes de locataires, des remises de loyer et des contributions complètes aux bénéfices des développements achevés. Sur la base de notre présence sur le terrain à Hong Kong, nous pensons que les vents contraires macroéconomiques mentionnés ci-dessus sont exagérés pour une société de premier rang en matière d'ESG, qui détient l'un des meilleurs portefeuilles immobiliers commerciaux du marché, garanti par l'un des meilleurs bilans au monde et géré par une équipe de direction ayant de solides antécédents de croissance des distributions par part.

Nous considérons Mirvac comme l'une des meilleures opportunités d'investissement dans la région Asie-Pacifique, grâce à la plate-forme australienne intégrée de la société, qui comprend des capacités de gestion d'actifs dans l'immobilier commercial, les entreprises résidentielles et les actifs. Environ 64 % des revenus de Mirvac proviennent des revenus locatifs de propriétés (65 % de bureaux, 26 % de commerces de détail et 9 % de logistique), le reste étant lié aux activités résidentielles (32 %) et à la gestion de fonds (4 %).

D'un point de vue ascendant, nous pensons que le marché australien du logement connaîtra une offre nette limitée de nouveaux produits au cours des prochaines années, en raison de la hausse des prix des terrains, des coûts fixes et du financement de la construction. Lorsqu'ils sont combinés à une reprise de la migration intérieure vers les grandes villes, ainsi qu'à une reprise de la migration internationale en provenance de Chine une fois les frontières rouvertes, les taux d'inoccupation résidentiels (Figure 23) devraient encore baisser, poussant les taux de location à la hausse en 2023, rendant un marché déjà tendu encore plus serré. Nous croyons que la plateforme de location de Mirvac est la mieux placée pour bénéficier de ces vents favorables fondamentaux. En outre, nous pensons que les prix des maisons en Australie pourraient atteindre un creux une fois que la banque centrale du pays aura marqué une pause dans la hausse des taux d'intérêt, la croissance démographique alimentant davantage la reprise.

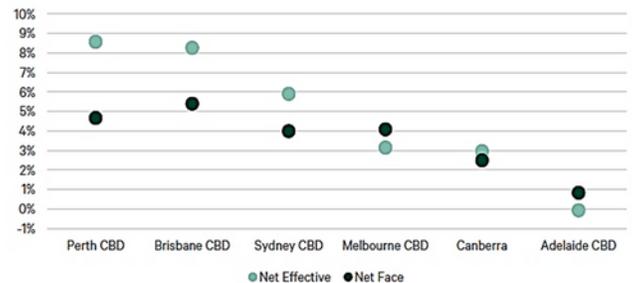
Figure 23 : Taux d'inoccupation dans les villes capitales



Source : SQM Research, Macrobond. À compter du 2022 septembre 2022.

Contrairement aux marchés de bureaux en Amérique du Nord, nous pensons que les principaux marchés de bureaux australiens offrent des perspectives de croissance attrayantes en 2023, avec des bâtiments de la plus haute qualité, situés au centre et les plus récents dans les grandes villes offrant les meilleurs fondamentaux. Nous nous attendons à ce que les loyers du marché dans plusieurs marchés australiens de bureaux entrent dans un cycle de location à la hausse au cours des prochains trimestres, après avoir connu une reprise modeste jusqu'en 2022 (Figure 24). Les vents favorables qui pousseront les loyers du marché à la hausse comprennent une demande pour la qualité qu'offre les meilleurs bâtiments (qui sont exactement le type de propriétés que Mirvac possède), un accent plus fort sur les actifs conforme aux normes ESG et des sociétés qui définissent bien leur configuration de bureaux post-Covid. Par exemple, les nouveaux contrats de location intègrent un espace de travail flexible amélioré, une configuration à distance, des cabines pour les réunions virtuelles et un format d'espace ouvert qui offre un style de travail collaboratif.

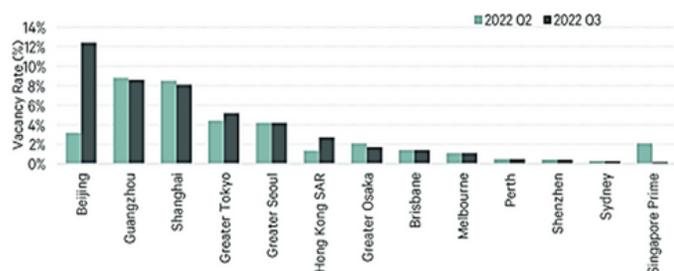
Figure 24 : Croissance du loyer par marché au troisième T3 2022



Source : CBRE Research, T3 2022

Nous croyons que le portefeuille industriel de Mirvac bénéficiera d'un marché favorable aux propriétaires en raison de la rareté de l'offre et de la forte demande, ce qui se traduira par des taux d'inoccupation toujours bas (Figure 25), tandis que les centres commerciaux du centre-ville de la société profiteront d'une reprise du tourisme et du retour des employés. En outre, les activités de gestion de fonds de la société et l'introduction de partenaires de capitaux externes amélioreront le rendement du capital investi et des bénéfices. Enfin, le pipeline de développement de 30 milliards de dollars australiens de Mirvac favorisera la croissance au cours des 12 prochains mois.

Figure 25 : Prédiction du taux d'inoccupation (logistiques)



Source : CBRE Research, T3 2022

Nous prévoyons que le bilan de l'entreprise est destiné au succès en 2023, avec un endettement bas à 21,3%, ce qui se situe à l'extrémité inférieure de sa fourchette cible. La maturité moyenne de la dette est aujourd'hui de 5,6 ans, ce qui a récemment été confirmé par Moody's and Fitch, avec une note de crédit A3/A- et des perspectives stables.



Nous croyons que la valorisation est convaincante, l'action se négociant à une décote de 39 % par rapport à notre valeur liquidative à terme, qui intègre déjà un taux de capitalisation appliqué de manière prudente qui sert de tampon si les rendements augmentent. Nous prévoyons une hausse de 29 % du prix et nous nous attendons à ce que le titre se négocie plus près de notre estimation de la juste valeur marchande à mesure que les vents favorables mentionnés ci-dessus commencent à souffler tout au long de 2023. Nous entrevoyons un fort potentiel de reprise du cours de l'action grâce à une forte visibilité sur la croissance des bénéfices au sein d'une plateforme diversifiée, aux meilleures normes ESG et de gouvernance d'entreprise, à des mesures de bilan solides et à une gestion de confiance avec un historique de performance à long terme.

Enfin, d'un point de vue descendant, grâce au ralentissement de l'inflation en Australie par rapport à l'Europe et à l'Amérique du Nord, les perspectives de croissance en 2023 dans la région Asie-Pacifique sont relativement plus positives, avec un PIB qui devrait croître d'au moins 2 % et encore s'accélérer en 2024.

Notre équipe



Corrado Russo
analyste financier agréé, MBA
Associé gérant et
responsable des titres mondiaux
Toronto
11 ans avec Hazelview



Sam Sahn
MBA
Associé gérant gestionnaire
de portefeuille
New York
10 ans avec Hazelview



Claudia Reich Floyd
MBA
Associé gérant gestionnaire
de portefeuille
Hamburg
10 ans avec Hazelview



Daniel Feldmann
MBA, Ph.D.
Partenaire, Placements
mondiaux en valeurs mobilières
Hong Kong
10 ans avec Hazelview



Jin Shi
Associé gérant. TI et
opérations de valeurs mobilières
Toronto
10 ans avec Hazelview



Philip Du
Partenaire, Analyse du
portefeuille mondial de valeurs
mobilières
Toronto
9 ans avec Hazelview



Sunny Rai
Associé
Négociation
Toronto
1 an avec Hazelview



Kyle Yancan
Associé, Placements mondiaux en
valeurs mobilières
Toronto
4 ans avec Hazelview



Richard Colburn
CFA
Associé, Placements mondiaux en
valeurs mobilières
Toronto
2 ans avec Hazelview



Luca Kersken
Associé
Toronto
3 ans avec Hazelview



Alex Heusch
Associé
Hamburg
4 ans avec Hazelview



Felix Pun
Associé, Placements mondiaux
en valeurs mobilières
Hong Kong
5 ans avec Hazelview



Jennifer Kong
CA, CPA
Associée
Opérations mondiales en
valeurs mobilières
Toronto
3 ans avec Hazelview



Elly Lin
FRM, CAIA, MFin
Associée
Analyse du portefeuille
mondial
de valeurs mobilières
2 ans avec Hazelview

Contactez-nous

Institutionnelle

Cameron Goodnough

MBA, LL.B

Associé gérant et responsable des capitaux et des partenariats
cgoodnough@hazelview.com

Joseph Shaw

CFA, MSc RE, MBA

Associé gérant, Chef des ventes institutionnelles
jshaw@hazelview.com

Lindsay Gobin

Partenaire, Comptes nationaux
lgobin@hazelview.com

Michael Wallis (U.S.)

Responsable de la distribution aux États-Unis
Représentant enregistré avec Patrick Capital Markets
Membre FINRA / SIPC
mwallis@patrickcapital.com

David Brandt (U.S.)

Responsable de la distribution aux États-Unis
Représentant enregistré avec Patrick Capital Markets
Membre FINRA / SIPC
dbrandt@patrickcapital.com

Peter Brackett (Europe)

Fondateur, directeur général
Institutional Adviser Limited
peter.brackett@institutionaladviser.co.uk

Robert Hau (Europe)

Marketing et ventes allemands
bavi consulting GmbH
hau@bavicon.de

Détail

George Ganas

MBA, CFA

Associé gérant, Chef des ventes nationales
gganas@hazelview.com

Jennifer Williams

Partenaire, Canal consultatif, ON
jwilliams@hazelview.com

Paolo Santini

Partenaire, Canal consultatif QC
psantini@hazelview.com

John Leong

Partenaire, Canal consultatif CB et MB
jleong@hazelview.com

Adriano Deabreu

Partenaire, Canal consultatif ON
adeabreu@hazelview.com

Jimmy Underdahl

Partenaire, Canal consultatif AB et SK
junderdahl@hazelview.com

Avis de non-responsabilité et sources

1. BofA Global Research. En date du 22 novembre 2022. 2. Bloomberg LP. Représente l'indice de rendement total développé FTSE EPRA NAREIT en dollars américains. Données du 31 décembre 2021 au 30 septembre 2022. 3. IPC au Royaume-Uni et en Allemagne au cours des 12 derniers mois se terminant en octobre 2022. 4. Citi Research. En date du 2 décembre 2022. 5. Bloomberg LP Représente l'indice de rendement total développé FTSE EPRA NAREIT en dollars américains. 6. Hazelview Investments Inc. En date du 6 décembre 2022. 7. Supplément de revenu de Radius Global Infrastructure T3 2022. En date du 8 novembre 2022. 8. Appel sur les résultats Vonovia 9M 2022. En date du 4 novembre 2022. 9. Recherche de Hazelview Investments Inc. 10. Rapport annuel de Swire Properties T3 2022. et recherche de Hazelview Investments Inc. 10. 11. Mirvac Operational. Mise à jour en date du 26 octobre 2022.

Avis de non-responsabilité : Certaines déclarations contenues dans cette présentation au sujet de Hazelview Securities Inc. (« Hazelview ») et de ses activités et stratégies commerciales, ainsi que de son rendement et de sa situation financière peuvent constituer des informations prospectives, des informations financières prospectives ou des perspectives financières (collectivement, les « Informations prospectives »). Les informations prospectives sont déclarées à la date de cette présentation et sont fondées sur des estimations et des hypothèses formulées par Hazelview en fonction de son expérience et de sa perception des tendances historiques, des conditions actuelles et des développements futurs prévus, ainsi que d'autres facteurs que Hazelview estime appropriés et raisonnables dans les circonstances. Rien ne garantit que ces énoncés prospectifs s'avéreront exacts, car les résultats, rendements, niveaux d'activité, performances ou réalisations réels ou événements ou développements futurs pourraient différer considérablement de ceux exprimés ou sous-entendus dans l'information prospective.

Ce document est fourni à titre informatif seulement et ne constitue pas une offre ou une sollicitation pour négocier des titres. Toute opinion ou estimation contenue dans le présent document est faite de façon générale et ne doit pas être invoquée pour prendre des décisions d'investissement. Les déclarations faites aux présentes peuvent contenir des prévisions, des projections ou d'autres renseignements prospectifs concernant la probabilité d'événements ou de résultats futurs liés aux marchés financiers ou aux titres. Ces déclarations ne sont que des prédictions. Les événements ou les résultats réels peuvent différer considérablement, car le rendement passé ou projeté n'est pas révélateur des résultats futurs. Les lecteurs doivent faire leur propre évaluation de la pertinence, de l'exactitude et de l'adéquation de l'information contenue dans le présent document et des enquêtes indépendantes qu'ils jugent nécessaires ou appropriées aux fins de cette évaluation. Le présent document ne constitue pas une recherche d'investissement. Par conséquent, il n'a pas été préparé conformément aux exigences d'une quelconque autorité en ce qui concerne l'indépendance de la recherche d'investissement ou l'interdiction de négocier avant la diffusion de la recherche d'investissement. Toute recherche ou analyse utilisée dans la préparation du présent document a été fournie par Hazelview Securities Inc. pour sa propre utilisation. L'exactitude des informations n'est pas garantie.

Les informations fournies sont de nature générale et ne doivent pas être considérées comme des conseils fiscaux, juridiques, comptables ou professionnels. Les lecteurs doivent consulter leurs propres comptables, avocats et/ou autres professionnels pour obtenir des conseils sur leur situation spécifique avant d'entreprendre toute action. Les informations contenues dans le présent document proviennent de sources jugées fiables, mais leur exactitude ne peut être garantie.

Hazelview Securities Inc. est actuellement inscrit auprès de la Commission des valeurs mobilières de l'Ontario en tant que gestionnaire de portefeuille, gestionnaire de fonds de placement et courtier sur le marché dispensé. Hazelview Securities Inc. est une filiale en propriété exclusive de Hazelview Investments Inc.