

# Immobilier Indirect Suisse

Que se cache-t-il derrière les agios ?

7 et 8 novembre 2018

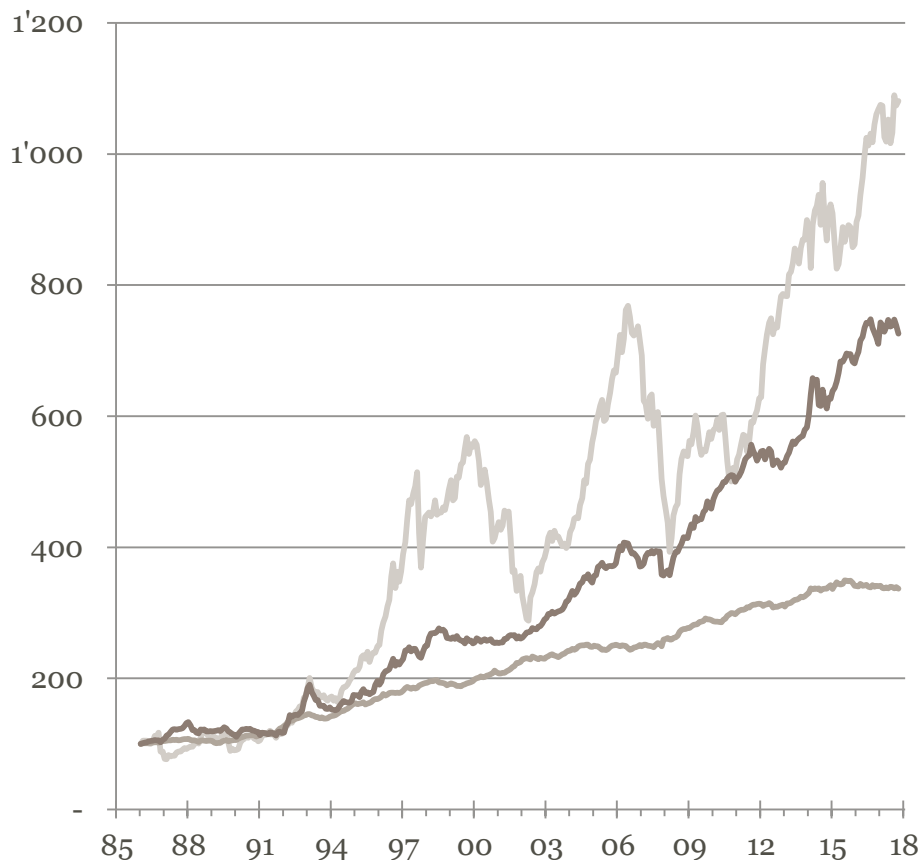
Nicolas Di Maggio, CIIA



Swiss Finance & Property Group

1. **Immobilier indirect suisse**
2. Définitions et concepts de base
3. Décomposition de la performance
4. Potentiel de valeur ajoutée
5. Exemples d'analyse
6. Base de données

# L'immobilier améliore le couple rendement risque dans l'allocation d'actifs



## Avantages de l'immobilier indirect

- Performance basée sur les revenus récurrents stables
- Volatilité inférieure aux actions
- Rendements supérieures aux obligations

Corrélations	■ Immobilier	■ Actions	■ Obligations
■ Immobilier	1.00	0.42	0.34
■ Actions	0.42	1.00	0.07
■ Obligations	0.34	0.07	1.00
Rendement	6.4%	7.8%	3.9%
Risque	7.5%	15.5%	3.1%

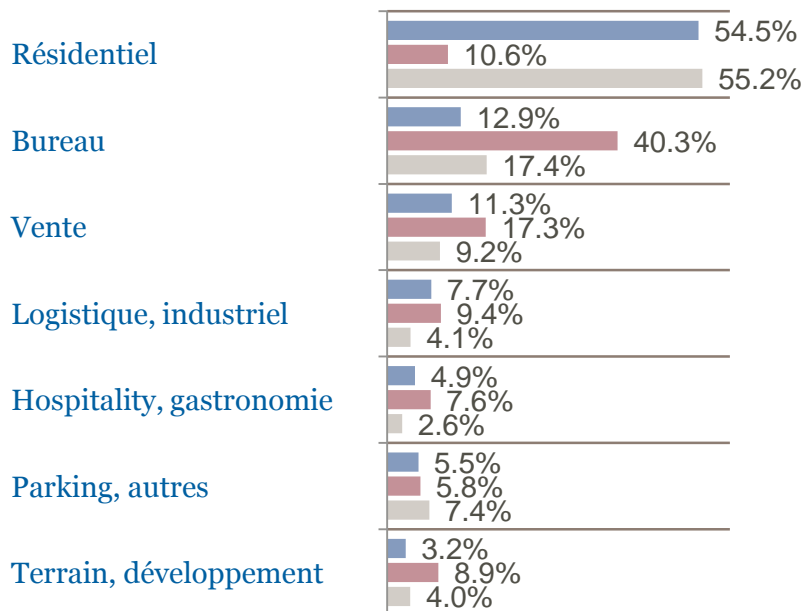
Une part de 15 à 30% d'immobilier (direct et indirect) est généralement considérée optimale dans une allocation d'actifs mixte

# Univers de placement de l'immobilier indirect suisse

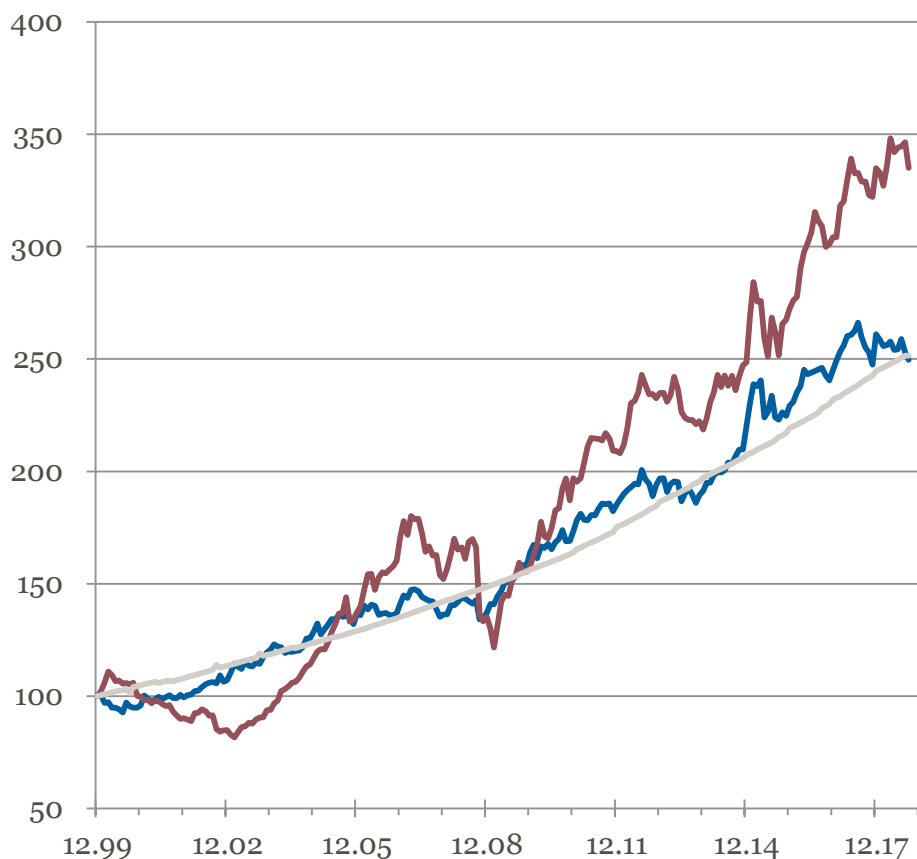
Les caractéristiques distinctes entre les véhicules de placements constituent la base d'une approche active de la classe d'actifs

	Constituant	Capitalisation
■ SXI Real Estate Funds	33	41.2
■ SXI Real Estate Shares	14	16.8
■ KGAST Immo Index	31	39.3
Non-listed Funds	20	9.9
Other Securities	7	0.9

	Funds	Shares	KGAST
1. Zurich	26.7%	51.1%	32.2%
2. Orientale	5.4%	3.2%	7.1%
3. Centrale	5.5%	7.7%	5.8%
4. Nord-ouest	17.0%	12.0%	19.0%
5. Berne	8.2%	4.3%	10.5%
6. Méridionale	4.6%	1.9%	4.1%
7. Lémanique	26.8%	18.3%	17.2%
8. Occidentale	5.8%	1.5%	4.0%
9. Autres	0.0%	0.0%	0.0%



# Les trois segments de l'immobilier indirect se complètent idéalement



## Avantages de l'immobilier indirect

- Accès à des biens et des projets non-disponible sur le marché
- Sélection des meilleurs gérants
- Liquidité et faible coût de transaction

Corrélations	Funds	Shares	KGAST
Funds	1.00	0.41	-0.01
Shares	0.41	1.00	-0.02
KGAST	-0.01	-0.02	1.00
Rendement	5.0%	6.7%	5.0%
Risque	6.4%	10.5%	1.1%

La gestion active ajoute de la valeur en tirant profit des tendances à court et à moyen terme entre les différents segments de l'immobilier indirect

1. Immobilier indirect suisse
- 2. Définitions et concepts de base**
3. Décomposition de la performance
4. Potentiel de valeur ajoutée
5. Exemples d'analyse
6. Base de données

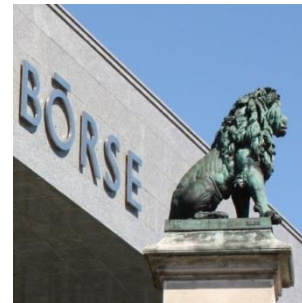
# Définitions et concepts de base

## Performance



Performance = variation du cours de bourse plus d'éventuelles distributions

La performance comprend une composante immobilière (rendement du dividende et variation des valeurs nettes d'inventaire) et une composante financière (variation du niveau de l'agio)



- Valeurs des immeubles
- Revenus locatifs

- Evolution du prix en bourse
- Dividendes

# Définitions et concepts de base

Agio (prime) / Disagio (décote)

Agio / disagio = Ecart en % entre le cours boursier et la valeur nette d'inventaire (VNI)

ACTIF

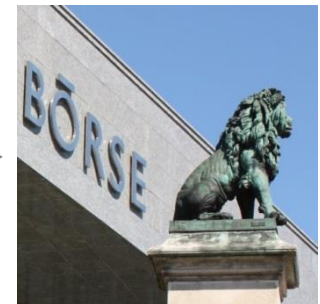
PASSIF



Dettes (Lever)

Impôts payés en cas de liquidation

Fonds propres (VNI)





# Pourquoi paye-t-on généralement un agio

Le niveau d'agio s'explique par des raisons structurelles à long terme et par des raisons cycliques à court et moyen terme

- Au niveau des raisons structurelles, on trouve dans quelques cas un certain décalage entre les valorisations des immeubles au bilan des fonds et le marché des transactions.

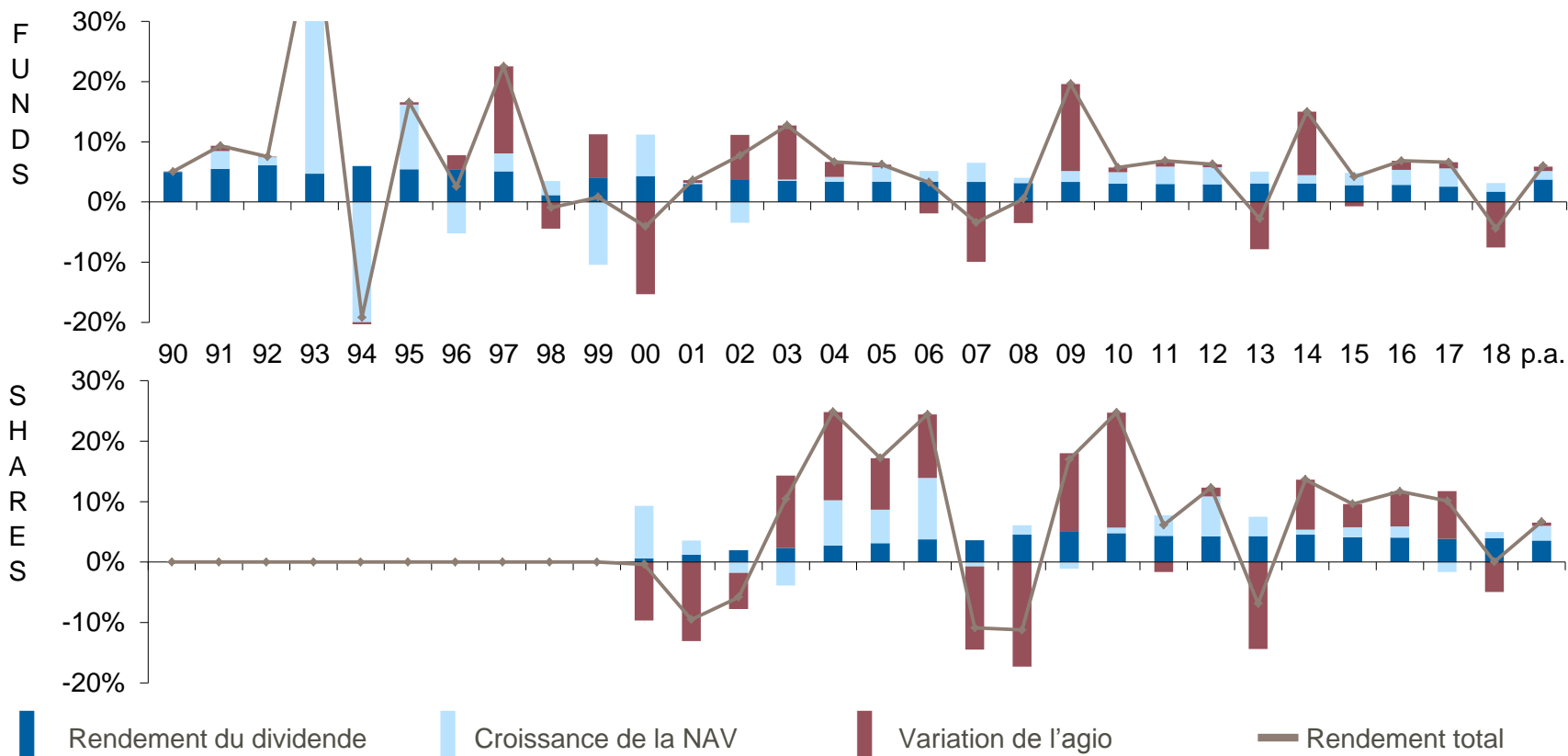
<i>Jahr</i>	<i>Anzahl Transaktionen</i>	<i>Buchwert CHF 1'000</i>	<i>Verkaufspreis CHF 1'000</i>	<i>Verkaufsgewinn CHF 1'000</i>	<i>Verkaufsgewinn %</i>
2007	39	198'876	225'476	26'600	13.4%
2008	25	189'014	210'896	21'882	11.6%
2009	37	463'436	490'537	27'101	5.8%
2010	73	548'178	561'858	13'680	2.5%
2011	51	547'754	660'882	113'128	20.7%
2012	22	155'202	186'090	30'888	19.9%
2013	35	492'839	563'143	70'304	14.3%
2014	18	192'797	206'558	13'761	7.1%
2015	9	311'845	398'070	86'225	27.6%
<b>Total</b>	<b>309</b>	<b>3'099'941</b>	<b>3'503'509</b>	<b>403'568</b>	<b>13.0%</b>

- L'investisseur accepte une prime pour la liquidité et la diversification offerte mais surtout par le fait que les valeurs nettes d'inventaires des titres immobiliers s'entendent après impôts payés en cas de liquidation et ne reflètent pas complètement la valeur de l'actif.
- A moyen terme, le niveau des taux d'intérêt influence le niveau de la prime payée par les investisseurs. Plus les taux d'intérêt sur le marché des capitaux seront bas, plus les investisseurs accepteront un faible rendement au dividende et seront donc prêts à payer un niveau d'agio élevé.

1. Immobilier indirect suisse
2. Définitions et concepts de base
3. **Décomposition de la performance**
4. Potentiel de valeur ajoutée
5. Exemples d'analyse
6. Base de données

# Décomposition de la performance des fonds

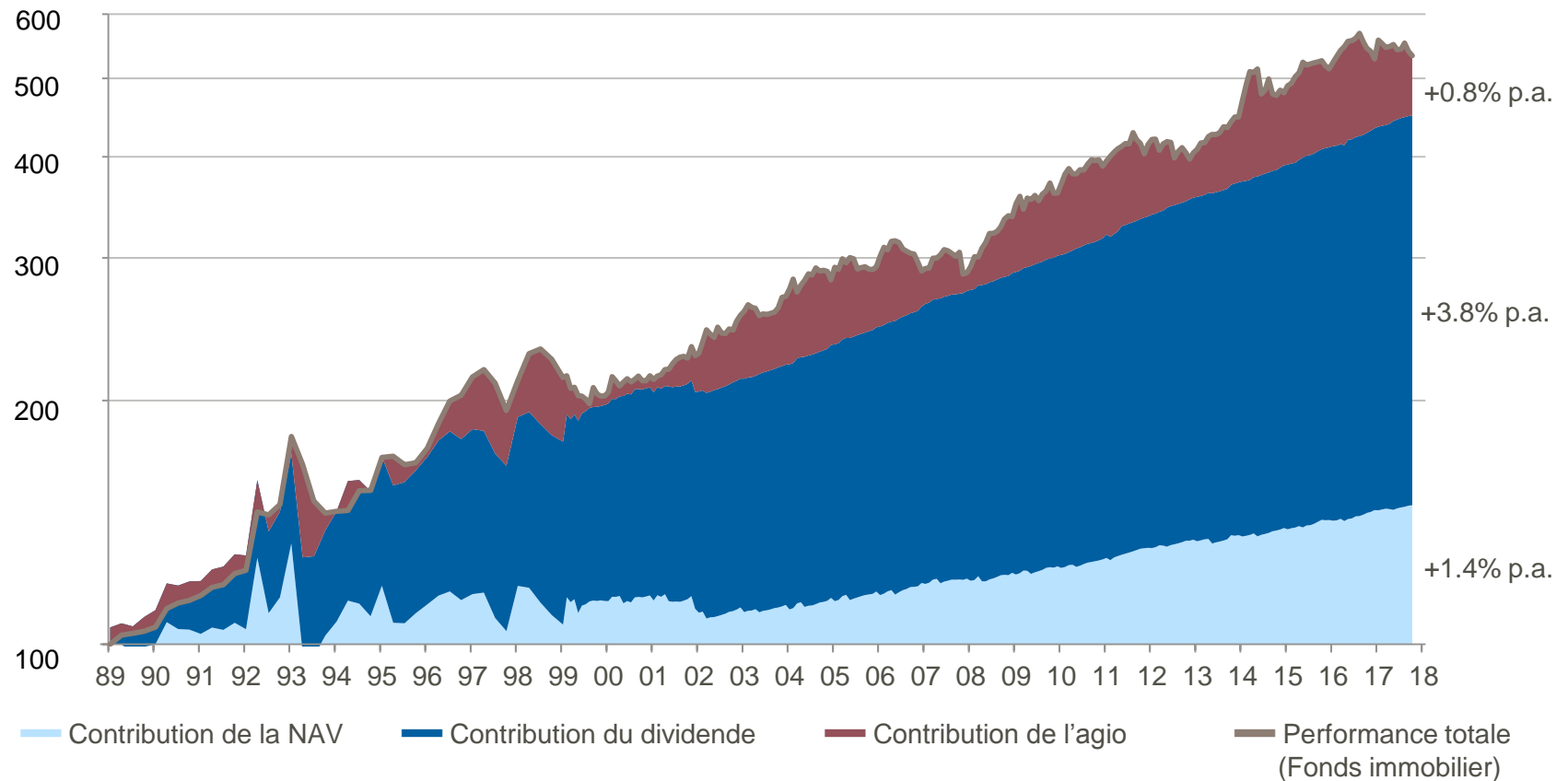
Le rendement immobilier constitue la base de la performance future



Le comportement «mean reverting» de la classe d'actifs offre des opportunités pour une gestion active

# Drivers de la performance

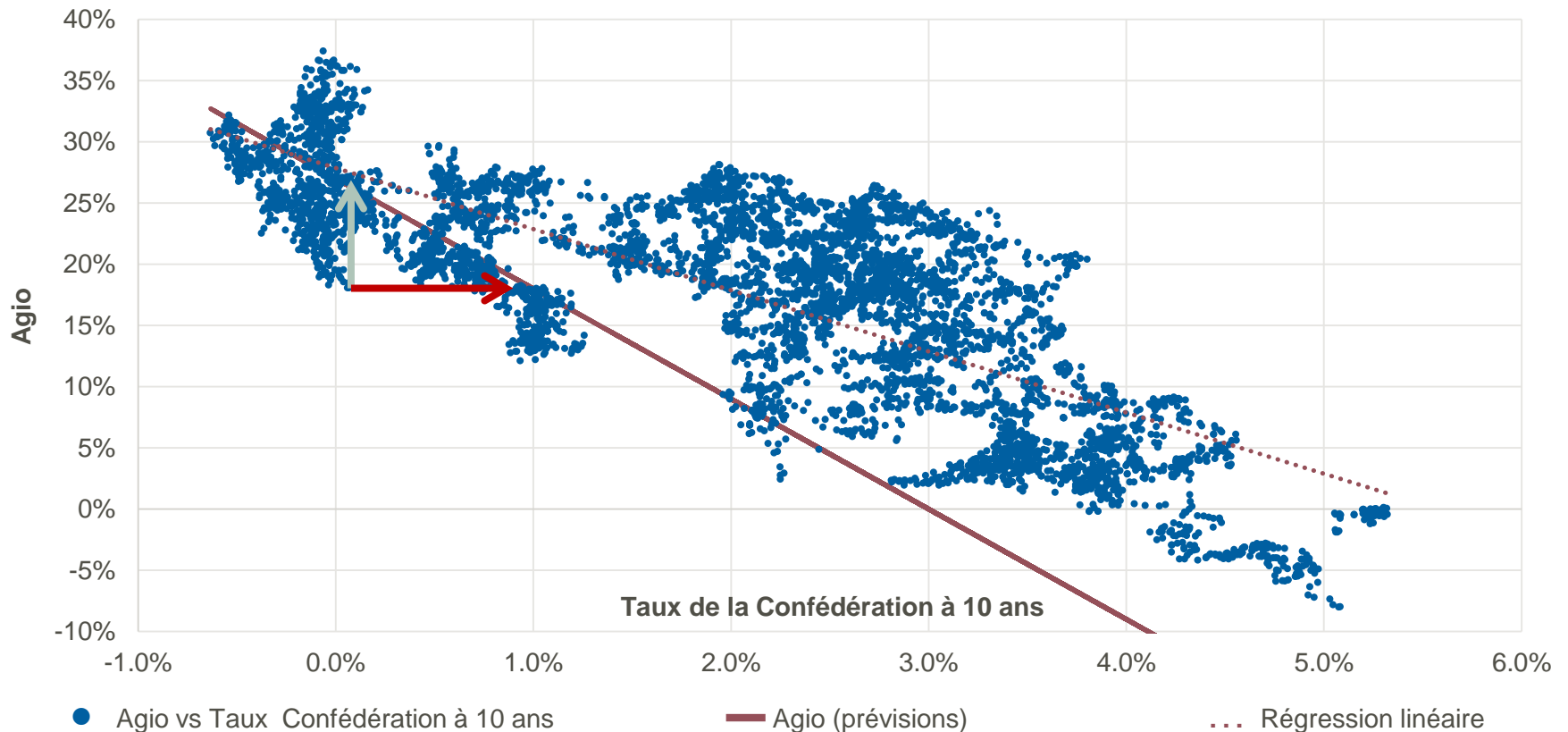
A long terme, la performance immobilière (dividende et NAV) reste le contributeur majeur de la performance



A court terme, la volatilité des prix est importée des marchés financiers

# Taux d'intérêt versus agio (1995-2018)

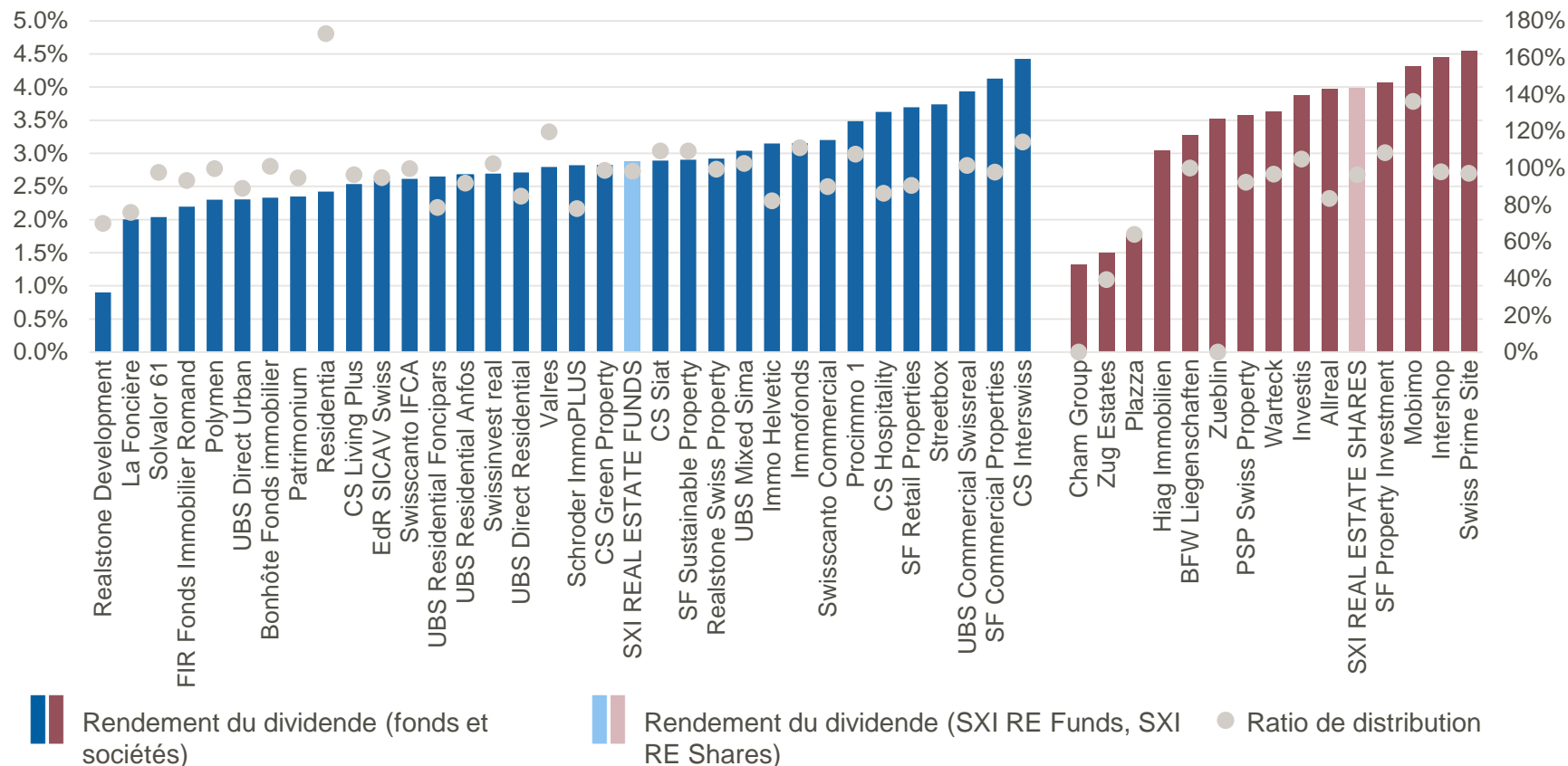
Comparé au niveau des taux d'intérêt, le niveau d'agio de 18.5% reste relativement faible



# Rendement du dividende et payout opérationnel

Dividende de 2.87% pour les fonds avec un payout ratio de 98.1%

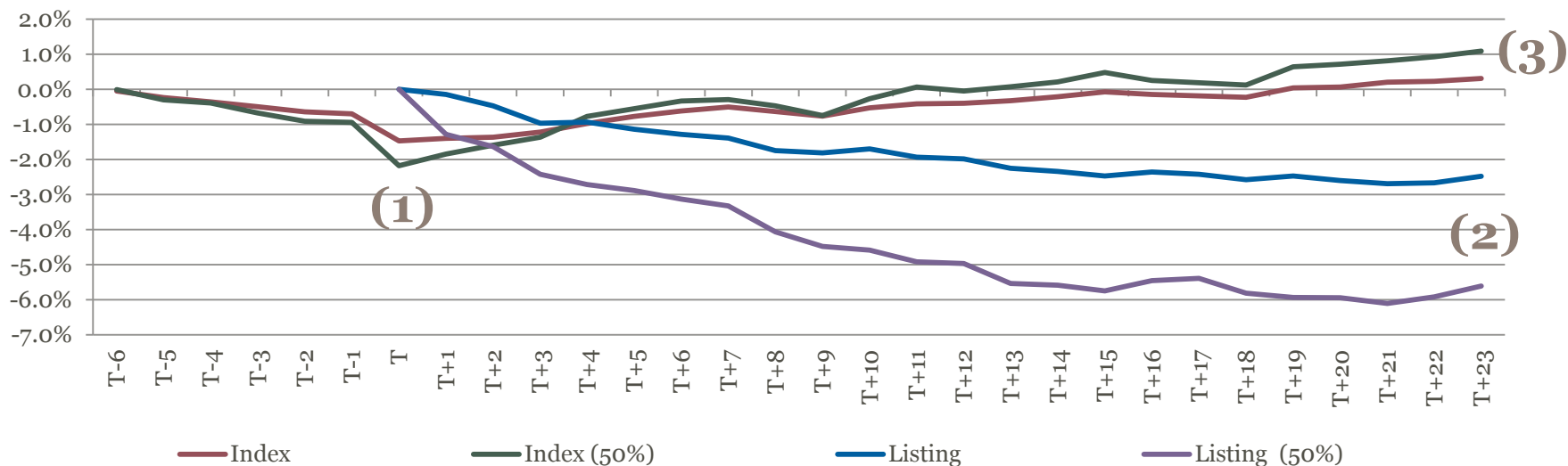
Dividende de 3.98% pour les sociétés avec un payout ratio de 96.3%



1. Immobilier indirect suisse
2. Définitions et concepts de base
3. Décomposition de la performance
4. **Potentiel de valeur ajoutée**
5. Exemples d'analyse
6. Base de données

# Potentiel lors d'une nouvelle cotation

La cotation d'un nouveau produit (fonds) est source de volatilité et offre un timing intéressant pour se positionner sur le marché

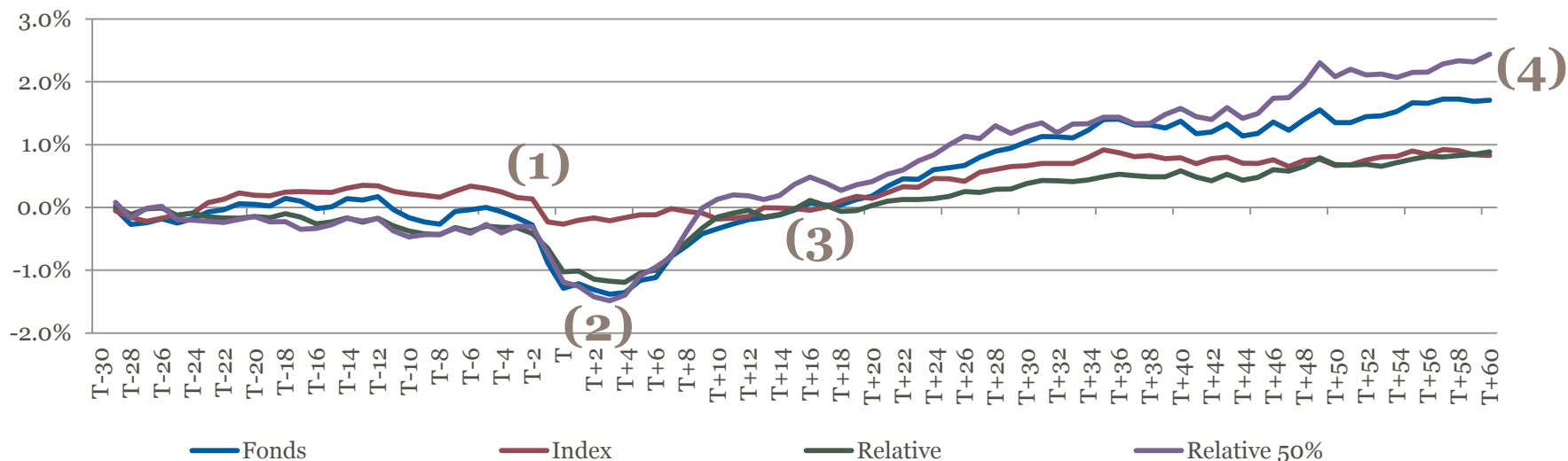


Une analyse des 20 dernières nouvelles cotations montre que, dans la moitié des cas, le marché affiche un recul de plus de 1,2% de l'indice de référence au cours du premier jour de cotation du nouveau fonds (1). Le fonds perd ensuite en moyenne 3% au cours du premier mois de cotation (2) tandis que le marché retrouve sa tendance de fond (3)



# Potentiel lors d'une augmentation de capital

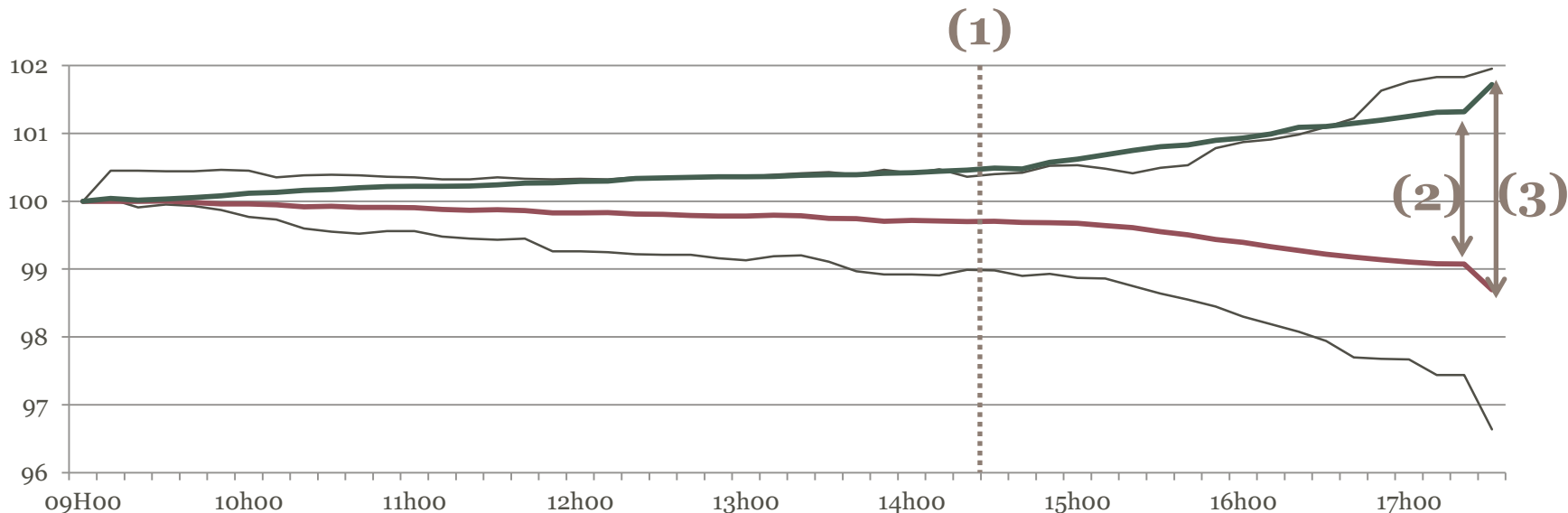
Une sous-performance suivie d'un rattrapage est souvent la règle lors des augmentations de capital



Nous avons analysé l'ensemble des 84 dernières augmentations de capital depuis le début des années 2000. Le marché, représenté par l'indice de référence, perd en moyenne 0,3% le jour précédant le début d'une augmentation de capital d'un de ses constituants (1). Le fonds concerné est lui en recul en moyenne de plus de 1% le premier jour de souscription (2). Il reste sous pression les 2 premiers jours de cotation avant de bénéficier d'un effet de rattrapage lui permettant de combler le retard accumulé au cours du premier mois (3) et de surpasser le marché par la suite (4)

# Potentiel lors de flux dans des produits passifs

La part des investisseurs passifs sur un marché peu liquide entraîne des distorsions importantes



Le constat est sans appel: dans les heures qui suivent le cutoff (heure limite pour les souscriptions et les rachats) (1) les prix décalent de plus de 0,5% à mesure que les gérants investissent ou désinvestissent les montants nécessaires au rebalancement de leur portefeuille (2). Ce phénomène atteint son point culminant lors du closing (fermeture du marché), offrant aux investisseurs actifs la possibilité de se positionner face à la tendance respective (3)

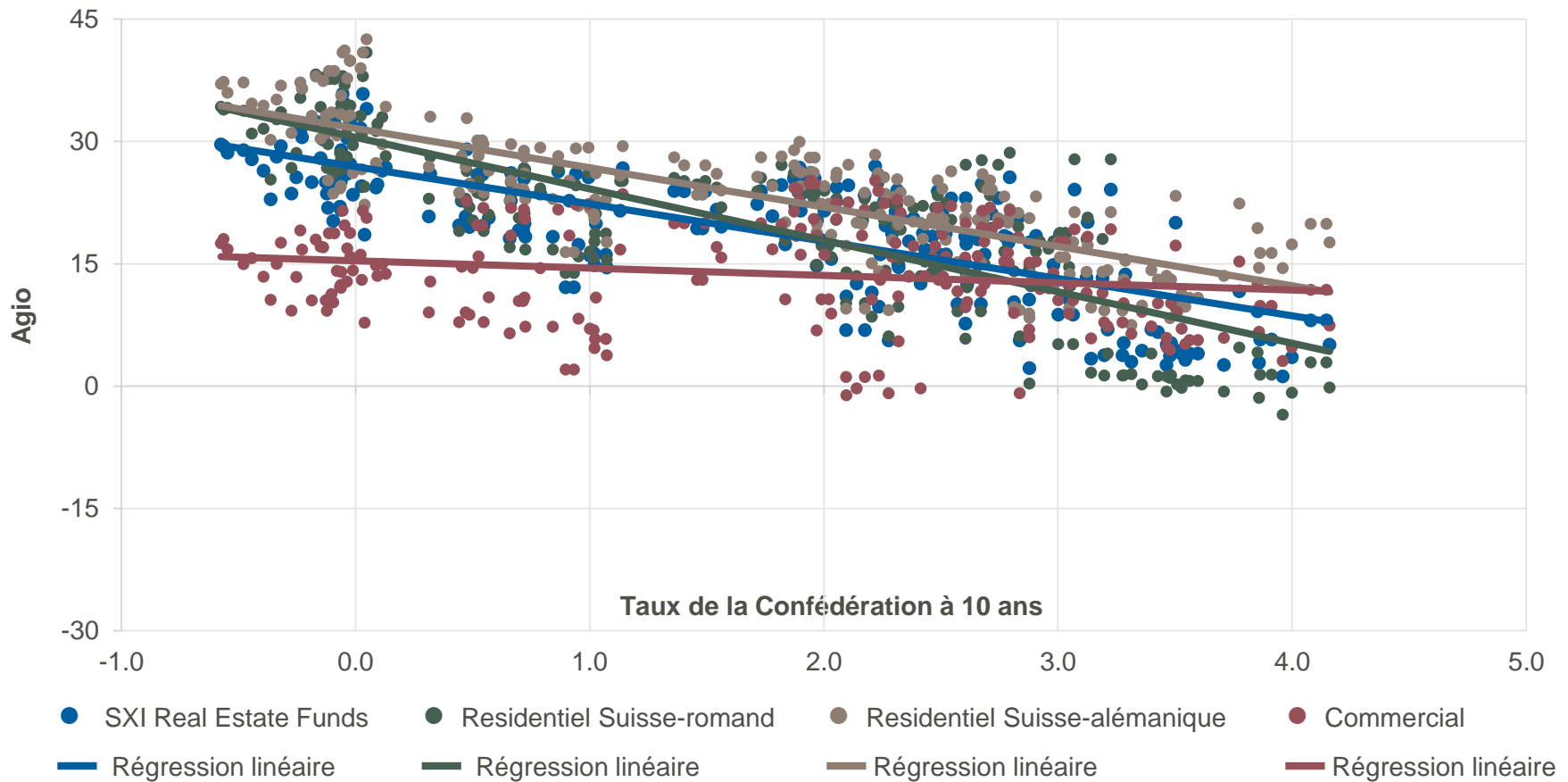
# Constats

- le marché immobilier coté est fortement influencé par le marché des capitaux
- les investisseurs passifs doivent répliquer la pondération des fonds inclus dans l'indice de référence. Ils doivent systématiquement mettre en oeuvre des achats ou des ventes, quel que soit le niveau de prix
- L'investisseur actif, en revanche, peut se positionner non seulement en reproduisant la pondération du marché des titres sous-jacents, mais aussi en intégrant les évaluations sous-jacentes et les informations prospectives pour sa décision d'investissement, selon sa propre analyse

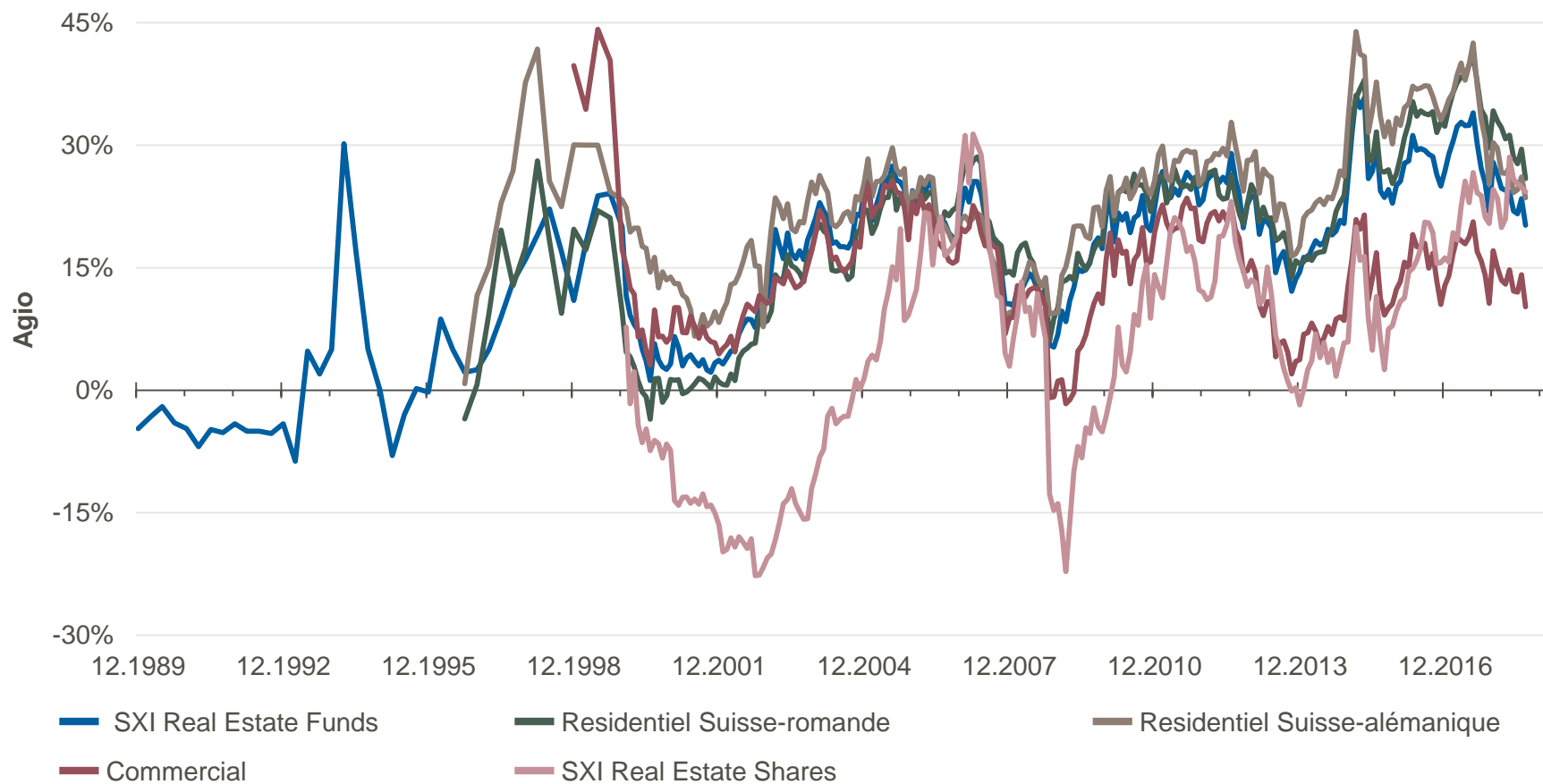
1. Immobilier indirect suisse
2. Définitions et concepts de base
3. Décomposition de la performance
4. Potentiel de valeur ajoutée
5. **Exemples d'analyse**
6. Base de données

# Agio par secteur et taux de la Confédération

Le secteur résidentiel est davantage impacté par l'évolution des taux que le secteur commercial



# Evolution de l'agio par secteur d'activité



# Points chauds sur le marché des bureaux à Zurich Nord

## Focus sur Glattpark et la Thurgauerstrasse



(a) Light Cube – Allreal



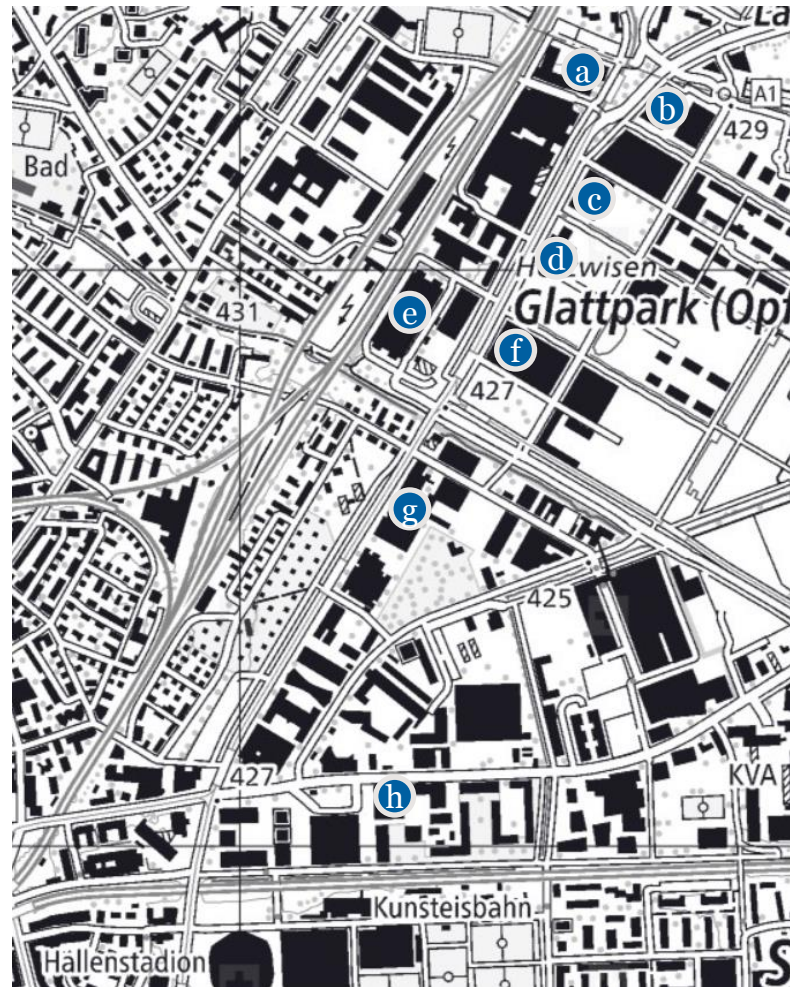
(c) Portikon – Acron



(e) Ambassador House – Credit Suisse & UBS



(g) Leonardo – Credit Suisse



(b) Air Center – Credit Suisse



(d) Kameha – UBS



(f) Wright Place – UBS



(h) SkyKey – Swiss Prime Site



# Quelques immeubles emblématiques au nord de Zurich

Les grands locataires dominent la demande avec leurs mouvements



## Light Cube – Allreal

- Spéculativement développé en 2004-06 et loué avec succès à Kraft Food à la fin. Avec l'acquisition de Kraft Food par Mondelez, les effectifs de Zurich ont été réduits. Fin du bail en 2019.
- Espace de bureau de 500 m<sup>2</sup> pour 190 CHF / m<sup>2</sup> p.a. pour la sous-location (le loyer est d'environ 280 CHF / m<sup>2</sup>). Mondelez paie plus de 350 CHF/m<sup>2</sup>.



## Portikon – Acron Helvetica VII

- Propriété réalisée selon la norme stricte Minergie-P en 2009. Cependant, les économies de coûts ont été décevantes. Takeda a prolongé le bail et couvre maintenant plus de 10'000 m<sup>2</sup>. Le loyer très élevé a été réduit. En 2019, environ 4'500 m<sup>2</sup> seront restitués par Baxter. Hochtief a quitté l'immeuble définitivement



## Air Center – CS 1a Immo PK

- La propriété est en cours de rénovation et d'agrandissement. Les locataires bénéficient d'un service de conciergerie. Le plan d'étage permet une petite subdivision de l'espace de bureau d'environ 300 à 1'700 m<sup>2</sup>. L'apparence sera améliorée. Il reste un bâtiment de conception ancienne, sans plancher surélevé



## Kameha – UBS Sima

- Hôtel 5 étoiles avec 245 chambres, bar et restaurant, salle de bal pour événements et réunions jusqu'à 960 personnes et espace spa ouvert en 2015
- En raison de l'emplacement décentralisé entre Oerlikon et Zurich, l'établissement en tant qu'hôtel 5 étoiles ne s'est pas encore établi. L'hôtel est à vendre



# Quelques immeubles emblématiques au nord de Zurich

Les grands locataires dominent la demande avec leurs mouvements



## Ambassador House – Credit Suisse & UBS

- La propriété de 50'000 m<sup>2</sup> a été entièrement rénovée après le départ de Zurich Versicherung. Elle offre de grands espaces de bureaux de 7'000 m<sup>2</sup>, un espace de co-working, une crèche, un club de fitness et un restaurant. La commercialisation est difficile.
- Les coûts de conversion conduisent à une baisse de valeur de plus de CHF 200 m



## Leonardo – CS 1a Immo PK

- La propriété est réorganisée pour plusieurs locataires après le départ de Zurich Versicherung
- L'assureur a payé ses obligations locatives en espèces, ce qui permet une conversion anticipée. La commercialisation commence actuellement et semble difficile



## Wright Place – UBS Sima

- Très grande propriété avec 90 appartements, services, bureaux, un Migros, un club de fitness et un restaurant a été développé par Mettler2Invest
- Les appartements ont été loués depuis leur achèvement en 2014 malgré des loyers élevés. Certains magasins individuels et des bureaux sont toujours vides



## SkyKey – Swiss Prime Site

- Acheté clé en main auprès du développeur Steiner AG.
- Zurich Assurance loue tout l'immeuble. Elle reste ancrée à Zurich Nord. D'autres emplacements, comme à Manegg, sont conservés pour le moment. Ils pourraient être abandonnés en faveur de Zurich Nord par la suite

# Etude d'un cas – Exemple UBS Anfos



Swiss Finance & Property Funds

CH-8008 Zürich

[www.sfp.ch](http://www.sfp.ch)

Dernière mise à jour

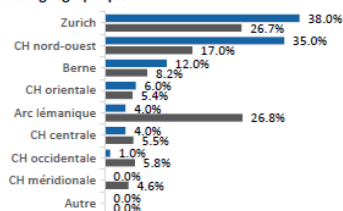
30.09.2018

Swiss Finance & Property Group

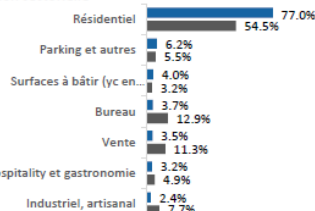
UBS Residential Anfos

SXI Real Estate Funds Broad

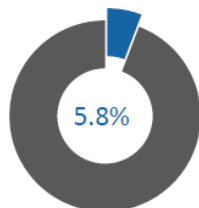
## Répartition géographique



## Répartition sectorielle



## Poids %



## Données de marché

	Titre	Index
Flotteur libre	100.0%	
Nombre des actions	35'513'306	
Prix	67.4	
Dividende	1.80	-
Dividend (Date)	30.11.2017	
Rendement au dividende	2.67%	2.87%
Ratio de Distribution	91.7%	98.1%
Adjusted NAV	55.0	
Agio	22.7%	18.5%
Agio (avant impôts différés)	12.3%	10.0%

## Statistiques

	Titre	Index
TER GAV	0.79%	0.76%
TER MV	0.86%	0.84%
Retour sur investissement	2.80%	2.96%
Retour d'investissement	3.60%	3.83%
Marge d'EBIT	71.2%	70.8%
Return on equity (ROE)	3.60%	3.73%
Taux d'escompte	3.70%	
Endettement	16.4%	20.7%
Coûts de la dette	0.90%	1.10%
Durée restante	4.5	3.8

## Portefeuille

	Titre	Index
Nombre de bâtiments	150	-
Taux desertes sur loyer	5.20%	5.07%

## Principaux locataires

0		
---	--	--

## Statistiques

	Titre	Index
Bénéfice par action (EPS)	1.93	2.87%
Flux de trésorerie réalisé par act	1.96	2.91%
Flux de trésorerie d'exploitation (excl gains r	1.96	2.91%
% / BV		3.63%
P & L réalisé de l'investissement	-	0.00%
P&L non réalisé de l'investissem	-0.02	-0.02%
Provisions	0.01	0.02%
Succès réalisé	1.95	2.89%

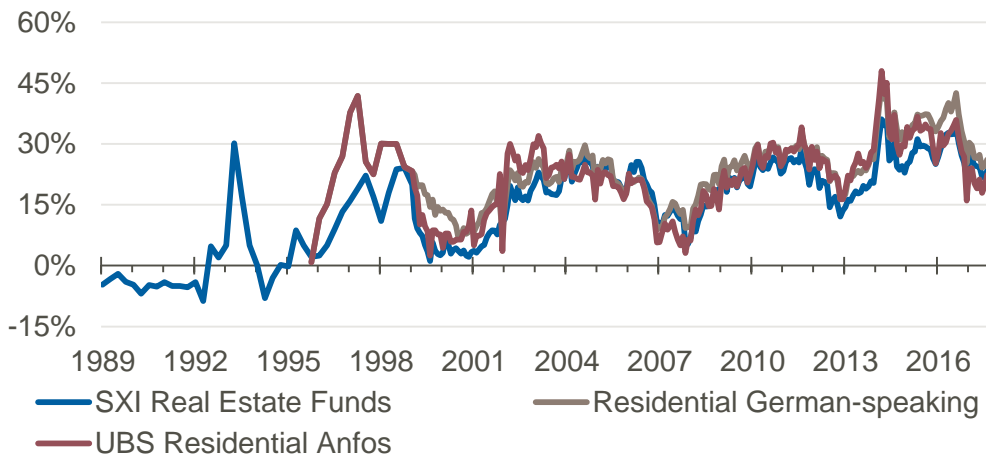
## Statistiques

	Titre	Index
Bruttoerträge	4.69%	4.77%
Bruttoerträge (excl. Bauland)	4.97%	4.95%
Liquidität / Gesamtfondsvermögen	0.29%	0.40%
Fourniture (% du VNI)	3.38%	2.89%
Dépréciation (% du VNI)	2.56%	2.12%
Estimation des taxes de liquidation / juste	7.20%	5.71%
PER (revenu total)	34.9	34.1
PER (revenu réalisé)	34.6	35.2
PER (flux de trésorerie d'exploitation)	34.3	35.4

Dividende	Dividend yield	Yield spread	Yield spread		
			1Y	3Y	10Y
Taux confédération 10 ans	+0.04%		-0.02%	-0.17%	0.74%
SXI Real Estate Funds	2.87%	2.91%	2.76%	2.88%	2.21%
Résidentiel German-speaking	2.82%	2.78%	2.78%	2.90%	2.21%
UBS Residential Anfos	2.67%	2.63%	2.76%	2.94%	2.36%
Delta vs secteur	-0.15%	-0.15%	-0.02%	+0.04%	+0.15%
Delta vs index	-0.20%	-0.28%	0.00%	+0.06%	+0.15%

## Agio

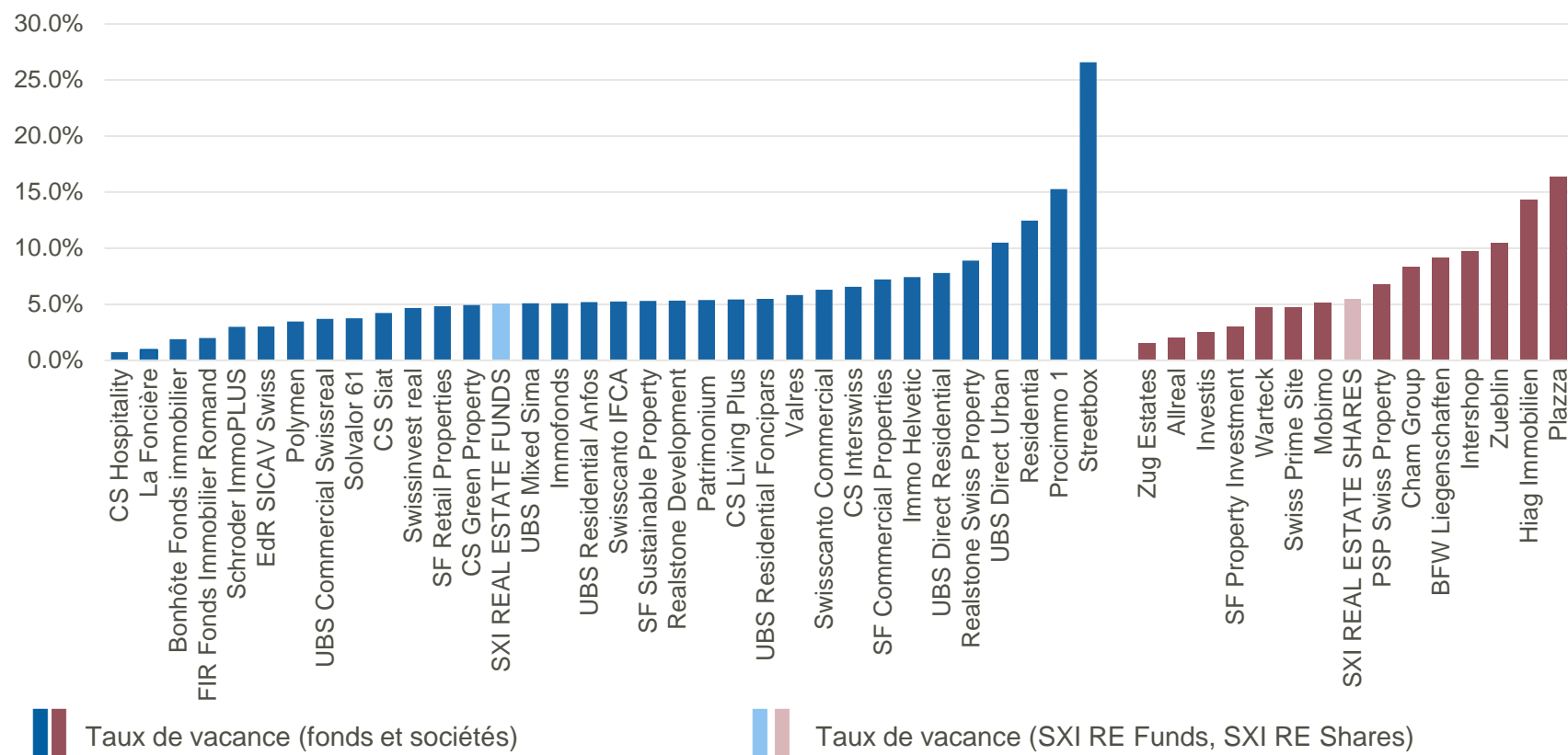
	Agio	Agio Théorique	Delta	Delta vs secteur	Delta vs Index
SXI Real Estate Funds	18.5%	26.7%	-8.2%		
Résidentiel German-speaking	22.2%	31.4%	-9.2%		-1.0%
UBS Residential Anfos	22.7%	29.7%	-7.1%	+2.1%	+1.1%



1. Immobilier indirect suisse
2. Définitions et concepts de base
3. Décomposition de la performance
4. Potentiel de valeur ajoutée
5. Exemples d'analyse
6. **Base de données**

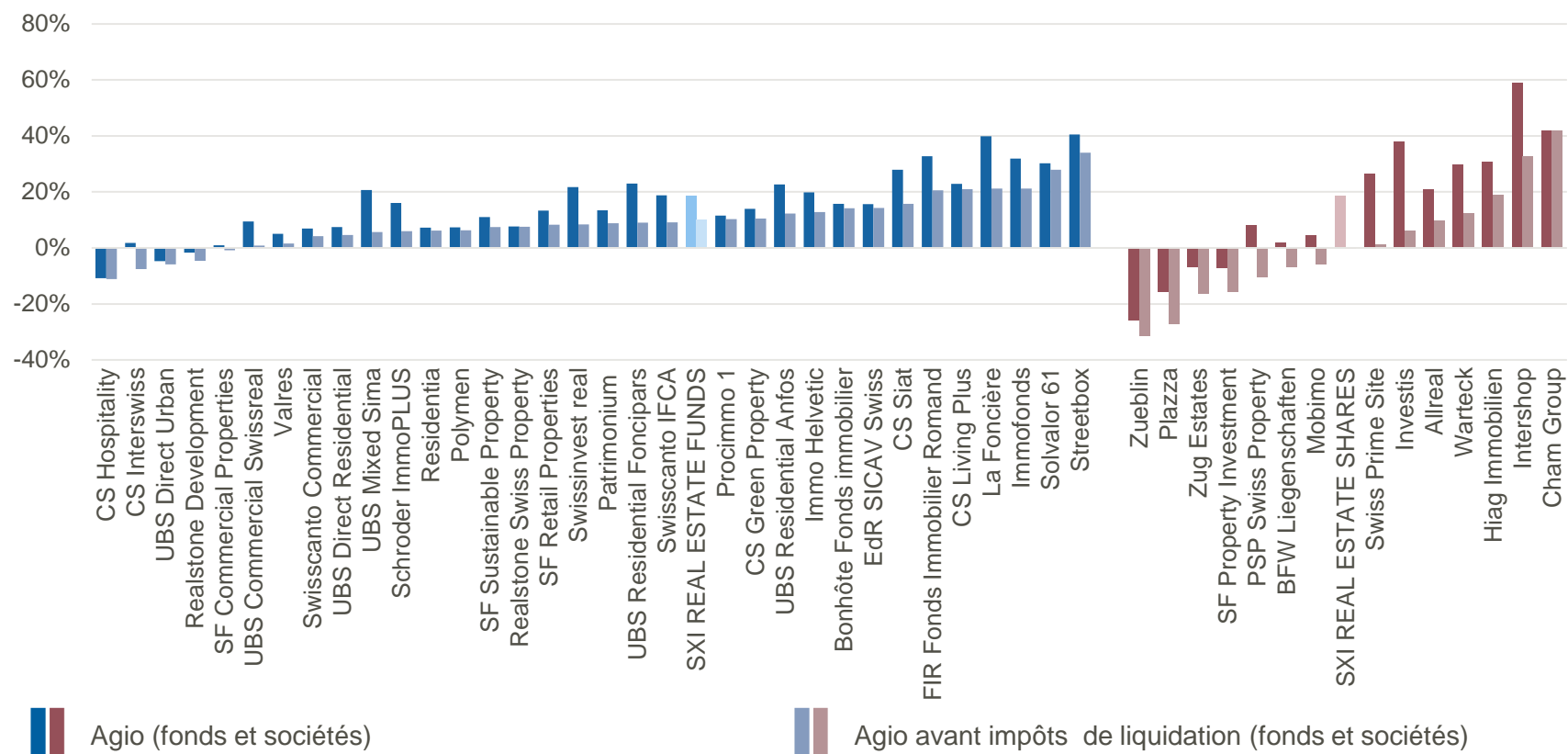
# Taux de vacance

Taux de vacance de 5.1% pour les fonds et de 5.4% pour les sociétés



# Niveau d'agio

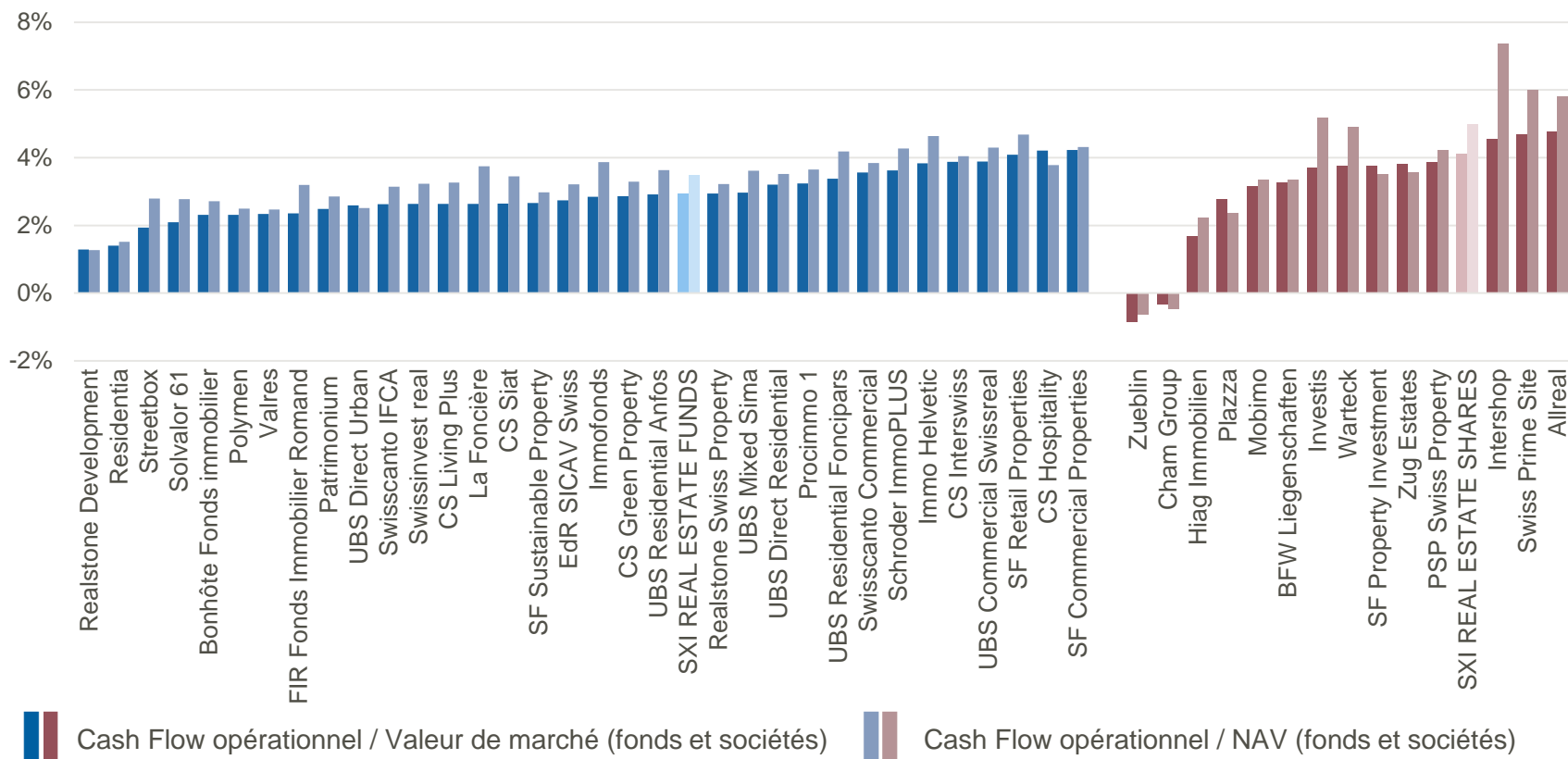
La moyenne des agios est de 18.5% pour les fonds et de 18.7% pour les sociétés avec une dispersion en augmentation



L'analyse de l'agio avant impôts de liquidation apporte des enseignements supplémentaires

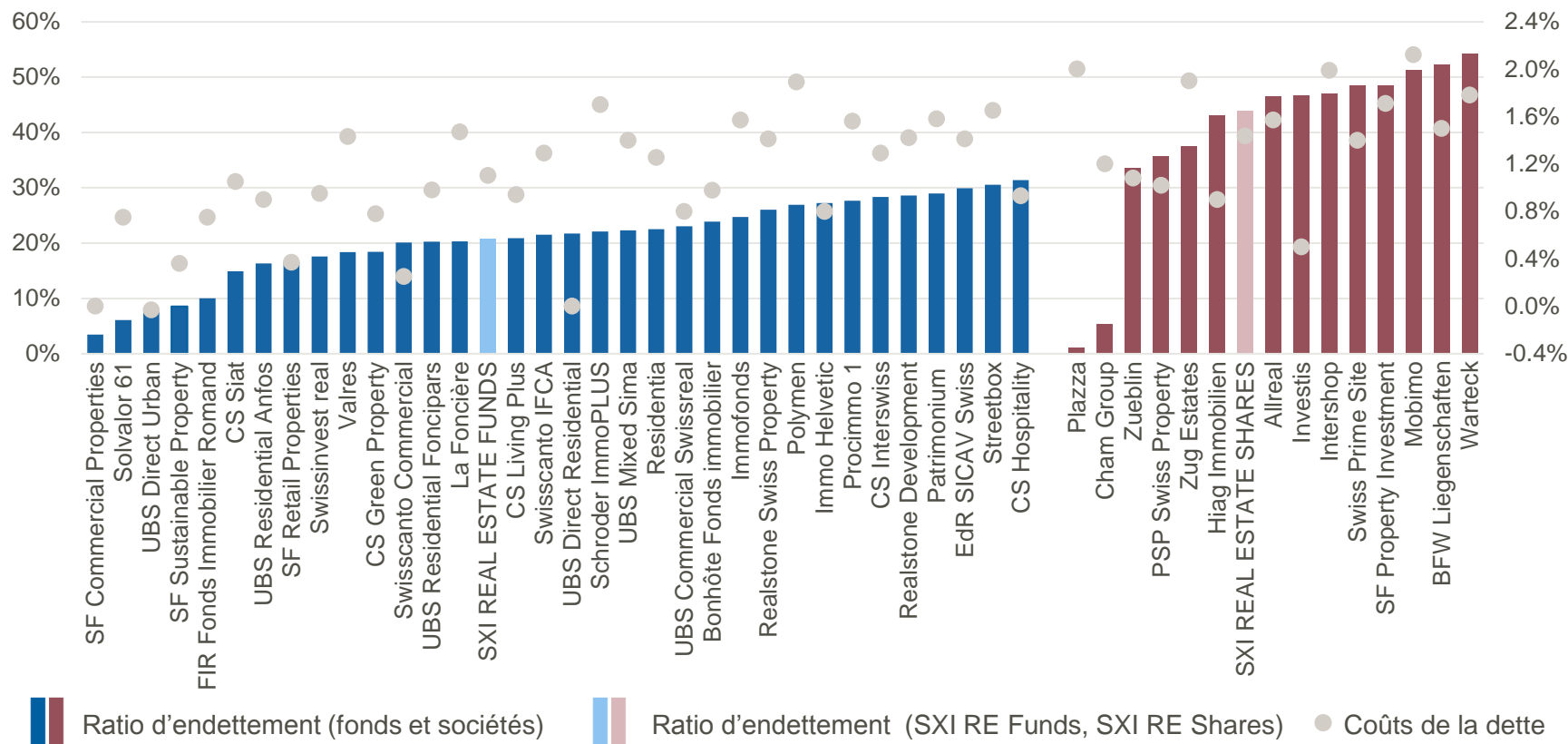
# Cash flow opérationnel

Le marché tend à payer plus cher les titres offrant des cash flow plus élevés



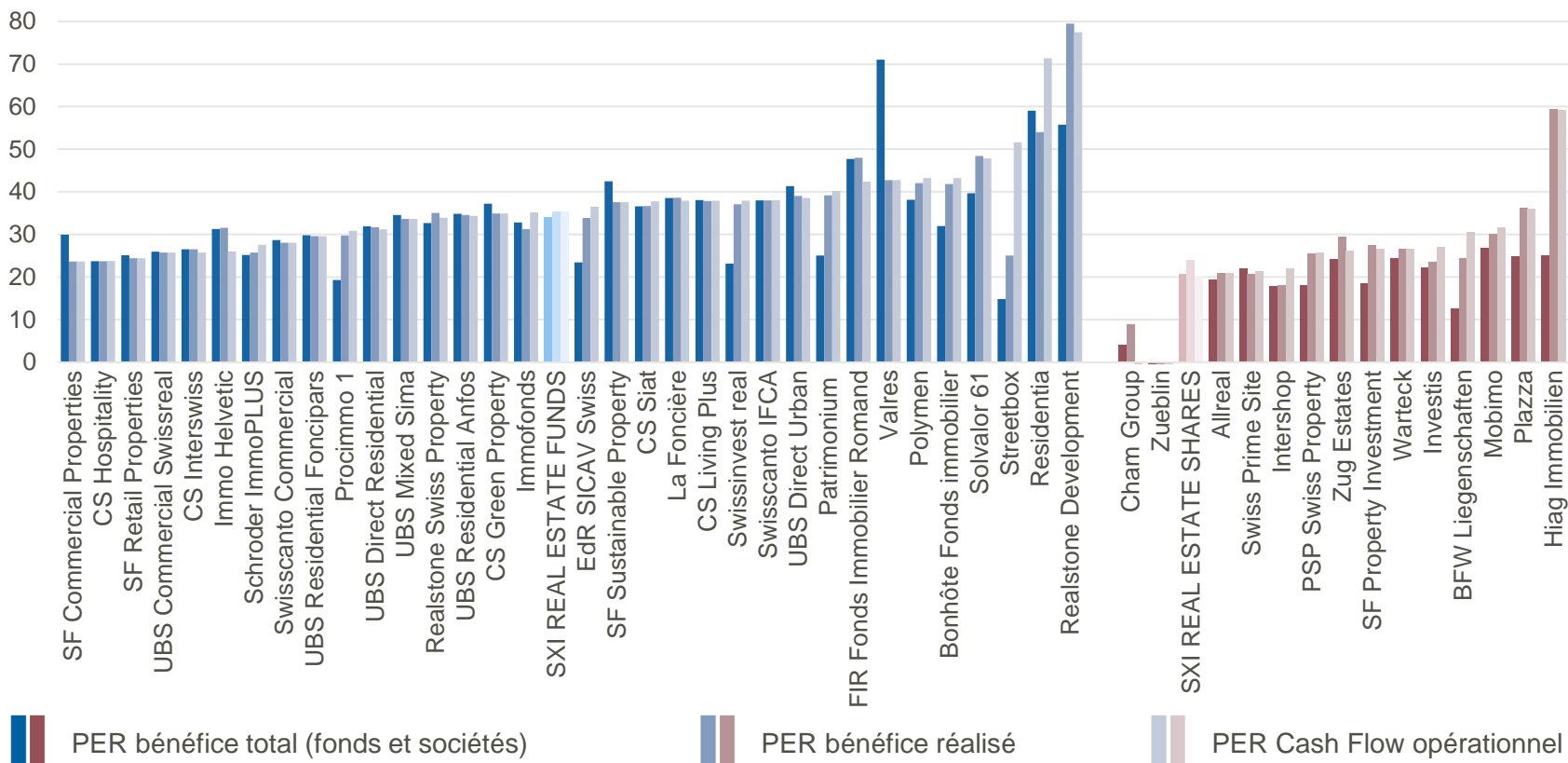
# Levier et coûts moyen de la dette

Le suivi du levier des titres immobiliers est une composante intégrante de l'analyse



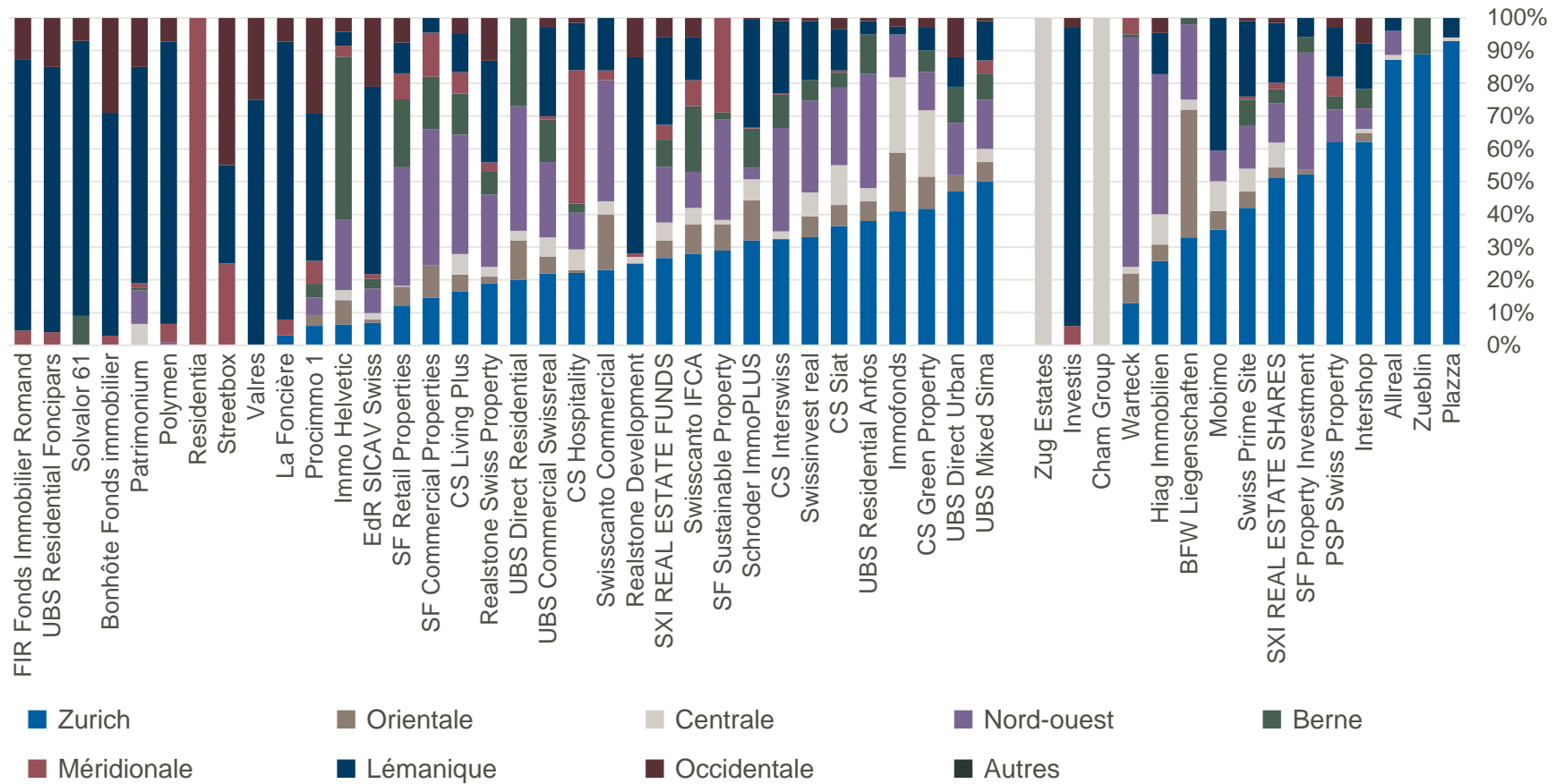
# Ratio cours sur bénéfices (PER)

Nous considérons différentes mesures du PER pour l'analyse des résultats publiés

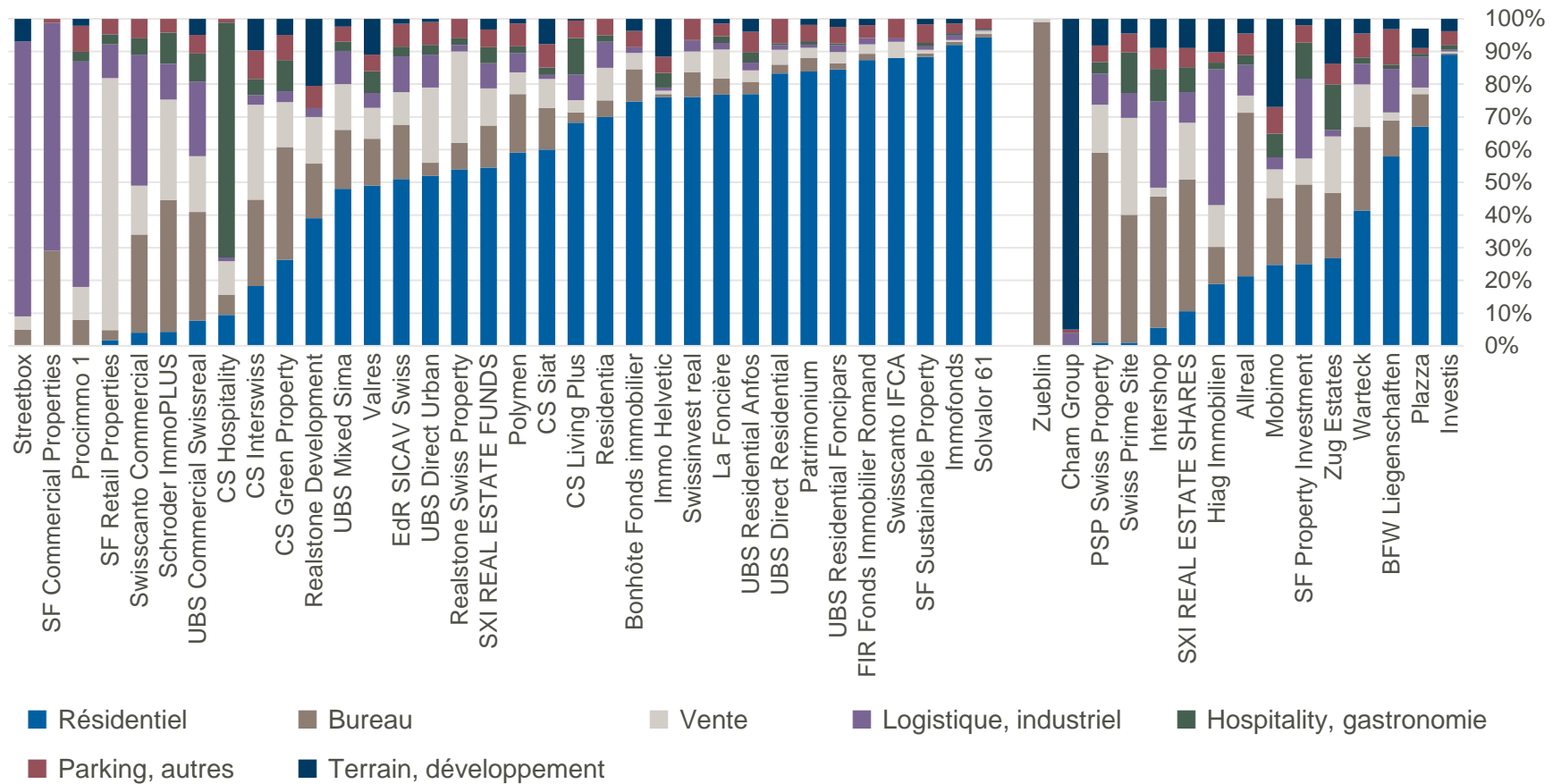




# Segmentation régionale



# Segmentation sectorielle



# Vos personnes de contact



**Nicolas Di Maggio**

CIO / Head Asset Management

+41 43 344 74 79  
dimaggio@sfp.ch



**Ruedi Göldi**

Analyst / Portfolio Manager

+41 43 344 74 45  
goeldi@sfp.ch



**Urs Kunz**

Head Marketing & Sales

T +41 43 344 74 78  
kunz@sfp.ch



**Werner Bernhard**

Institutional Sales

T +41 43 344 12 88  
bernhard@sfp.ch



**Johannes Schwab**

Analyst / Portfolio Manager

+41 43 344 62 91  
schwab@sfp.ch



**Frederik De Block**

Portfolio Manager / back-up

+41 43 344 12 83  
deblock@sfp.ch



**Mauro Golinelli**

Institutional Sales

T +41 43 344 74 41  
golinelli@sfp.ch

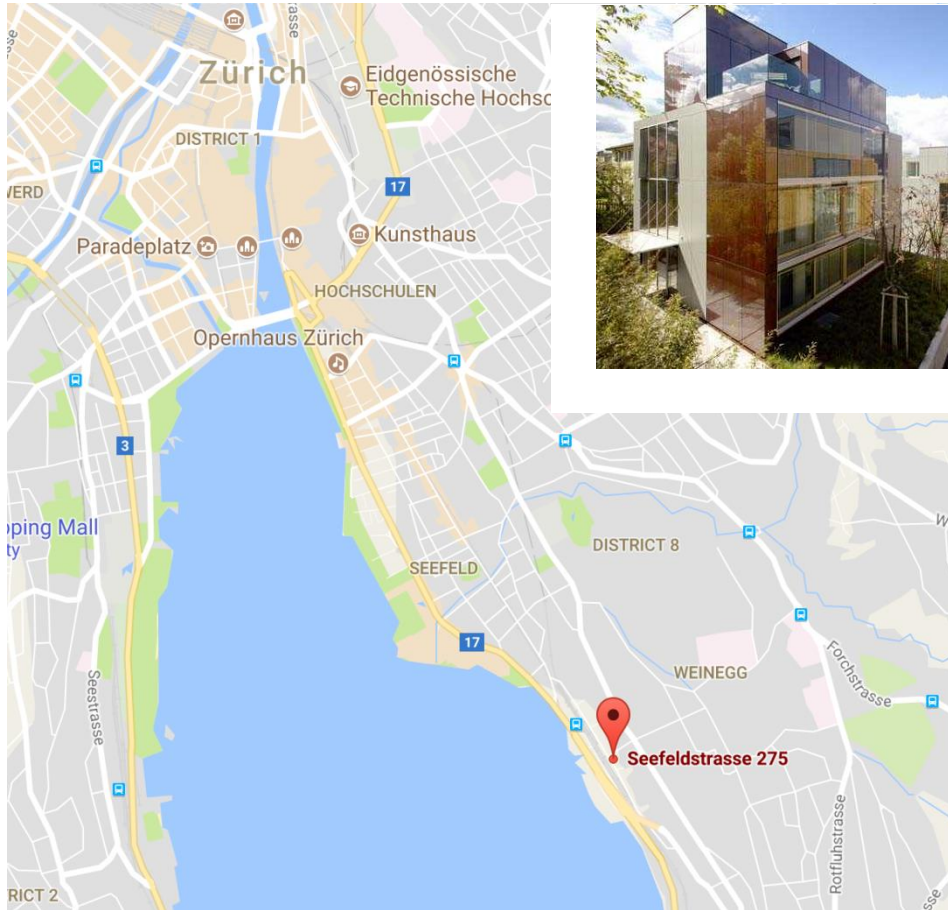


**Michael von Orelli**

Institutional Sales

T +41 43 344 74 37  
vonorelli@sfp.ch

# Notre adresse



## Swiss Finance & Property Group

Seefeldstrasse 275  
CH-8008 Zurich

T +41 43 344 61 31  
F +41 43 344 61 30

[info@sfp.ch](mailto:info@sfp.ch)

[www.sfp.ch](http://www.sfp.ch)  
[www.sfpi.ch](http://www.sfpi.ch)  
[www.sfp-ast.ch](http://www.sfp-ast.ch)

# Disclaimer

The information in this document is confidential and may not be disclosed in or outside Switzerland to any other person without prior approval of Swiss Finance & Property AG and/or its affiliates. This document does not constitute an issue and/or an issue prospectus pursuant to Art. 652a and Art. 1156 of the Swiss Code of Obligations as well as Art. 27 et seqq. of the Swiss Listing Rules of SIX Swiss Exchange, a prospectus, simplified prospectus or a Key Investor Information Document (KIID) according to the Swiss Federal Act on Collective Investment Schemes or a financial research according to the Directives on the Independence of Financial Research of the Swiss Banking Association. The solely binding documents for an investment decision are available from Swiss Finance & Property AG and/or its affiliates. This document is a product of Swiss Finance & Property AG and/or its affiliated companies. The information and data contained in this document have been obtained from sources believed to be reliable. Swiss Finance & Property AG and/or its affiliates do not guarantee, represent or warrant, expressly or impliedly, that the information and data in this document are accurate, complete or up to date. All expressions of opinion are subject to change without notice by Swiss Finance & Property AG and/or its affiliates. Swiss Finance & Property AG and/or its affiliates accept no liability, including any liability for incidental or consequential damages, arising out of information and data contained in this document and/or the use of this document. Any proposed terms in this document are indicative only and remain subject to a separate contract. Nothing in this document shall constitute or form part of any legal agreement, or any offer to sell or the solicitation of any offer to buy any securities or other financial instruments or to engage in any transaction. Investments in securities or other financial instruments should only be undertaken following a thorough study of the relevant prospectuses, regulations, the basic legal information that these regulations contain and other relevant documents. Investments in securities or other financial instruments can involve significant risks and the value of securities or other financial instruments may rise or fall. No assurance can be given that the investment objective of any investment will be achieved or that substantial losses will not be suffered. Past performance does not guarantee or indicate current or future performance or earnings. The performance shown does not take account of any commissions and costs charged when subscribing and redeeming shares or interests in securities or other financial instruments. Swiss Finance & Property AG and/or its affiliates do not provide legal, accounting or tax advice. Investors in securities or other financial instruments are advised to engage legal, tax and accounting professionals prior to entering into any investments, transactions or other actions mentioned in this document. Swiss Finance & Property AG and/or its affiliates may from time to time have positions in, and buy or sell, securities and for other financial instruments identical or related to those mentioned in this document and may possess or have access to non-public information relating to matters referred to in this document which Swiss Finance & Property AG and/or its affiliates do not intend to disclose. No person shall be treated as a client of Swiss Finance & Property AG and/or its affiliates, or be entitled to the protections afforded to clients of Swiss Finance & Property AG and/or its affiliates, solely by virtue of having received this document. Neither this document nor any copy thereof may be sent to or taken into the United States or distributed in the United States or to any US persons or to any other state or territory where such distribution is contradictory to local law or regulation. Any eventual legal relationship resulting from the use of this document is governed by Swiss law. The place of jurisdiction is Zurich, Switzerland. The recipient of this publication and the investor in any financial instrument mentioned herein, respectively, undertakes to keep this publication and its content strictly confidential and not to further distribute it or make it publicly available and to comply with applicable Swiss laws, regulations and rules including but not limited to the Swiss Financial Market Supervisory FINMA guidelines.

© Copyright 2003 – 2017, Swiss Finance & Property AG and/or its affiliates. All rights reserved.