



Hisham Yakub,
CFA

Gestionnaire de portefeuille principal
Infrastructure

L'année dernière a été difficile pour les investisseurs en infrastructures. La hausse des taux d'intérêt des banques centrales, la volatilité des rendements des bons du Trésor, les contraintes de la chaîne d'approvisionnement et l'inflation des coûts du capital ont poussé les investisseurs à adopter une position défensive et à se détourner des actifs d'infrastructure, généralement stables. En raison de sa nature essentielle et de ses caractéristiques de résistance économique, l'infrastructure se négocie historiquement avec une prime d'environ 10 % par rapport aux actions mondiales. Cependant, en 2023, la catégorie d'actifs a connu une forte compression des ratios et a chuté d'une prime de 20,0 % par rapport aux actions mondiales à une décote de 10,0 % (Illustration 1).

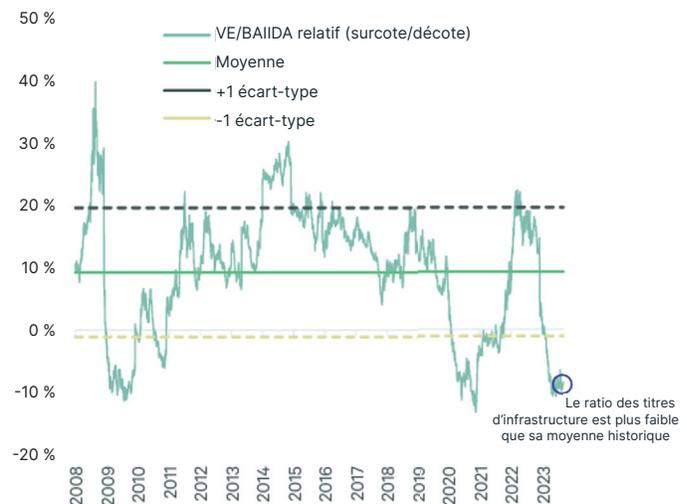
Prendre trop de risques pour obtenir un rendement

Après plus d'une décennie de politique de faibles taux d'intérêt, l'action coordonnée des banques centrales pour lutter contre l'inflation mondiale a entraîné la plus forte augmentation des taux de prêt au jour le jour depuis 50 ans. En réaction, les investisseurs ont délaissé les services publics et les autres sous-secteurs de l'infrastructure au profit des liquidités et des titres à revenu fixe, qui offraient enfin un rendement décent par rapport aux actions axées sur le rendement (Illustration 2). Bien que nous comprenions la raison de cette rotation, nous estimons que cette action est trop restreinte puisqu'elle sous-estime le risque de réinvestissement dans les obligations. Nous croyons également que l'accent mis sur le rendement peut amener les investisseurs à passer à côté de rendements totaux plus importants dans les infrastructures grâce à une croissance supérieure à la tendance découlant des investissements dans la décarbonisation, le renouvellement des infrastructures et la connectivité numérique¹.

L'augmentation des coûts de financement a constitué un défi

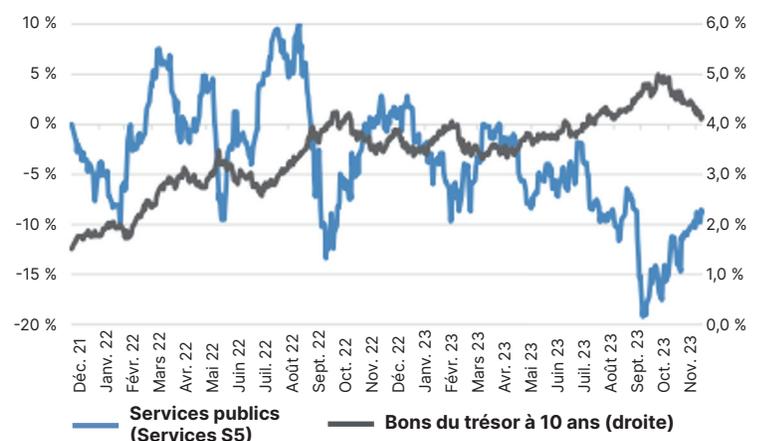
Les développeurs d'énergie renouvelable ont représenté le segment le plus touché au sein de l'infrastructure en 2023. Malgré de généreux crédits d'impôt gouvernementaux et une demande toujours forte pour les énergies renouvelables, l'année 2023

Illustration 1 – Ratio d'évaluation relative des infrastructures mondiales par rapport aux actions mondiales



Source : CBRE Investment Management.

Illustration 2 – Rendement des services publics (gauche) par rapport au rendement à 10 ans (droite)



Source : Bloomberg Finance L.P.

¹ Dans ce contexte, le risque de réinvestissement implique le renouvellement du capital à des taux similaires à l'échéance.

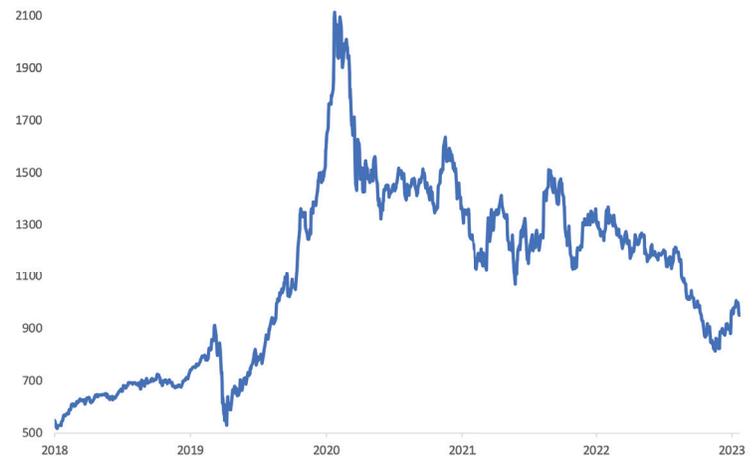
a vu le prix des actions baisser dans l'ensemble du secteur, l'indice S&P Clean Energy ayant chuté de 20,1 % en 2023 (**Illustration 3**). En l'espace de trois ans, nous sommes passés d'un sentiment euphorique et d'évaluations maximales au début de 2021 à des conditions excessivement décotées aujourd'hui. Malgré ce sentiment négatif des investisseurs, la plupart des équipes de gestion du secteur n'ont jamais été aussi optimistes et certaines ont même enregistré des progrès fondamentaux records en 2023, mesurés par la croissance du chiffre d'affaires et du bénéfice avant intérêts, impôts et dotations aux amortissements (BAIIDA).

Les contraintes de la chaîne d'approvisionnement induites par la pandémie de COVID-19 ont entraîné une augmentation des prix des composants de l'énergie renouvelable jusqu'en 2023, mais les prix se sont depuis détendus et la tendance est revenue à une baisse séculaire pour la plupart des technologies (**Illustration 4**). Les nouvelles constructions de centrales solaires et éoliennes sont moins chères que les centrales au charbon ou au gaz existantes dans les pays qui représentent environ 82,0 % de la production mondiale d'électricité. Cela est vrai même si le coût du capital est plus élevé et si l'écart entre les coûts des combustibles fossiles et ceux des énergies renouvelables se réduit, les prix du gaz ayant chuté par rapport aux sommets atteints en 2022.

Si l'augmentation du coût du capital représente un défi supplémentaire pour le développement des énergies renouvelables, la baisse constante du coût des intrants, la croissance de la charge, la forte demande d'électricité renouvelable de la part des services publics et des entreprises, et l'augmentation constante des tarifs des services publics constituent des défis à long terme pour les technologies renouvelables. Pour être clair, les développeurs d'énergies renouvelables n'ont pas besoin de taux d'intérêt bas pour mettre leurs projets en ligne. Les coûts de financement sont répercutés et intégrés dans les contrats d'achat d'électricité. Les explosions très médiatisées dans le domaine des énergies renouvelables étaient des problèmes discrets dans lesquels les entreprises ont pris des risques de développement importants sur des projets de longue durée sans avoir au préalable conclu des accords d'ingénierie et d'approvisionnement, de financement et d'achat d'électricité. D'autres entreprises ont géré les risques avec prudence et ont réussi à surmonter les difficultés et à faire financer leurs projets, qui sont aujourd'hui en perte de vitesse. C'est le cas de Northland Power, notre principale participation, qui a réussi à boucler financièrement non pas un, mais deux grands projets malgré un environnement difficile. Les tendances macroéconomiques évoluant de plus en plus à l'avantage de l'énergie renouvelable, les flux d'investisseurs devraient revenir dans le secteur et favoriser l'amélioration du sentiment des investisseurs et de l'expansion des évaluations.

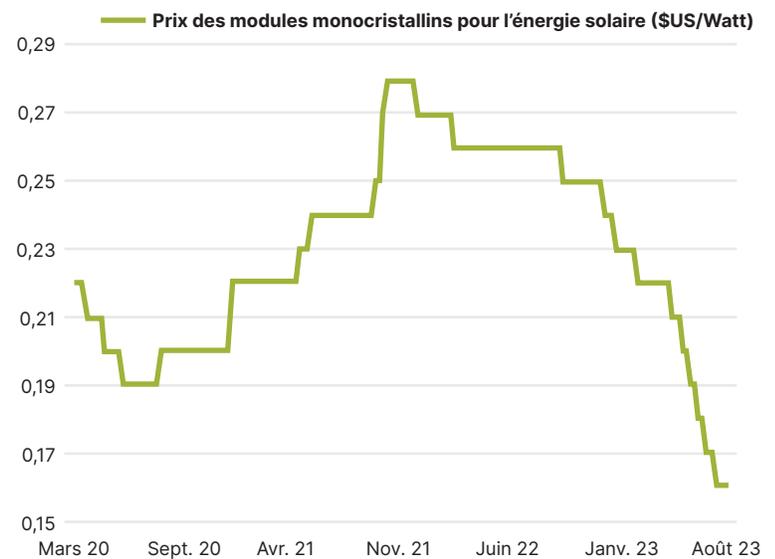
Si l'on considère plus largement les services publics, ils se négocient actuellement à un ratio cours/bénéfice de 15,7 fois, ce qui représente une décote de 17 % par rapport au S&P 500, alors qu'ils se sont négociés avec des primes moyennes de +0,4 % et +2,1 % au cours des cinq et dix dernières années. Avec l'électrification à long terme et les vents contraires verts qui se profilent à nouveau, il semble y avoir une déconnexion de l'évaluation qui prévoit encore

Illustration 3 – Indice S&P Global Clean Energy



Source : Bloomberg.

Illustration 4 – Évolution du prix des modules PV (\$US/MW)



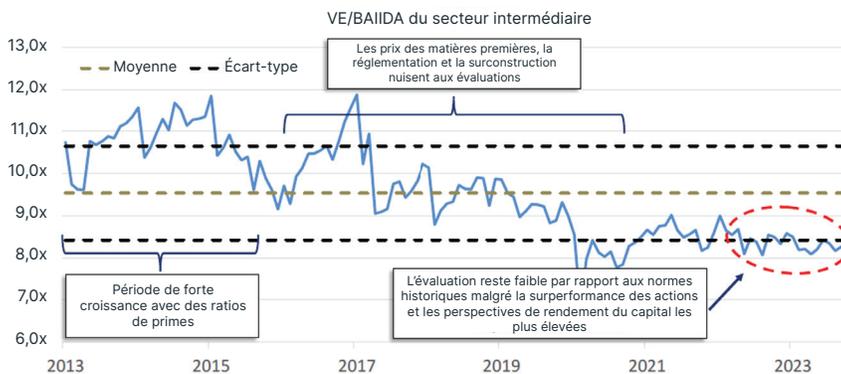
Source : Présentation de Solaria 2023 lors de la journée des investisseurs.

une faiblesse continue. Nous nous attendons à ce que le retour à la moyenne joue dans le secteur des services aux collectivités en 2024.

Le secteur intermédiaire est bien positionné pour continuer à surperformer

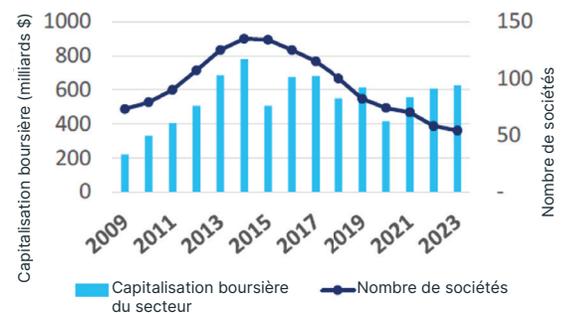
Le secteur intermédiaire a été le plus performant au sein de l'infrastructure. Il a progressé de 11,6 % l'année dernière et a dégagé un rendement de 24,0 % au cours des trois dernières années². Bien que les rendements aient été excellents pour les investisseurs, le secteur se négocie toujours à une évaluation historique inférieure à la moyenne (**Illustration 5**). En moyenne, les évaluations actuelles des actions impliquent des baisses de flux de trésorerie d'environ 1,2 % à perpétuité. Alors que l'infrastructure du pétrole brut est mise à mal par l'électrification, la sécurité énergétique et la décarbonisation continuent de stimuler la demande de gaz naturel, et davantage d'infrastructures sont nécessaires pour le traiter, le stocker et le transporter depuis son lieu de production jusqu'à son lieu de consommation finale. L'écart d'évaluation se creuse entre les entreprises spécialisées dans le pétrole et le gaz naturel, mais dans les deux cas, les investisseurs ne sont pas prêts à payer plus cher pour la croissance. En termes de capitalisation, les entreprises sont très bien positionnées. Presque tous les opérateurs du secteur intermédiaire ont un effet de levier égal ou inférieur aux objectifs et les budgets d'investissement sont en grande partie stables ou inférieurs en 2024. Tout cela contribue à créer un environnement propice au rendement du capital et aux fusions-acquisitions, ce qui est exactement ce qui a stimulé les rendements au cours des trois dernières années (**Illustration 6**). Le secteur intermédiaire se consolide à un rythme d'environ 10,0 % par an, une tendance qui devrait se poursuivre. Le secteur intermédiaire tend vers un nombre plus restreint d'entreprises, mieux capitalisées, dotées de réseaux plus vastes et d'économies d'échelle plus importantes. Cela permettra aux entreprises d'accélérer le rendement du capital. Les analystes du secteur prévoient que les entreprises du secteur intermédiaire restitueront la moitié de leur flux de trésorerie d'exploitation sous forme de dividendes croissants et de rachats d'actions en 2024.

Illustration 5 – Évaluation du secteur intermédiaire



Source : Citi.

Illustration 6 – Capitalisation boursière du secteur intermédiaire



Source : Citi.

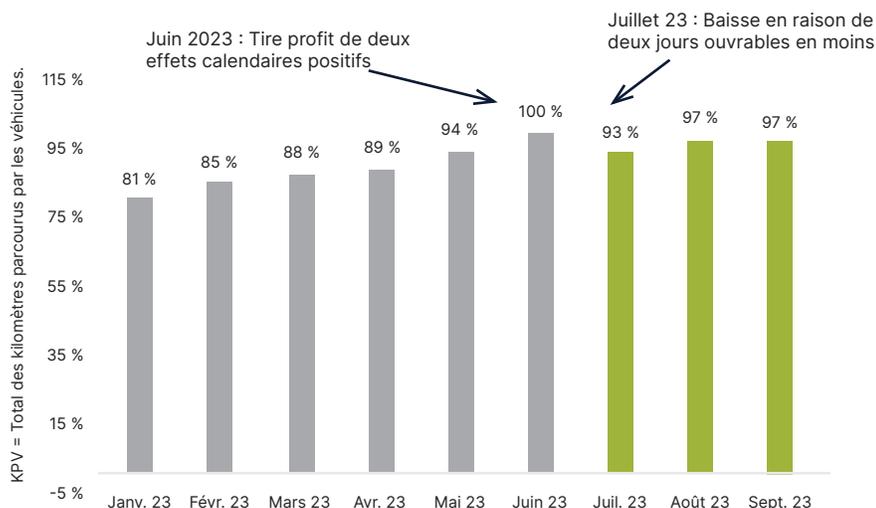
Normalisation post-COVID dans les transports

Les routes à péage, les chemins de fer et les aéroports continuent de capter un trafic normalisé post-COVID, ce qui leur permet d'augmenter les tarifs pour rattraper l'inflation et accroître les marges. À Toronto, les péages sur la 407ETR augmenteront de 18,0 % en moyenne (pour tous les types de véhicules, toutes les zones et tous les moments de la journée) cette année par rapport à 2020, dépassant ainsi de 4,0 % le taux d'inflation au Canada pour la période 2020-23. Le trafic est passé de 81,0 % des niveaux de 2019 au début de l'année à 97,0 % en septembre 2023, grâce à l'amélioration des niveaux d'occupation des bureaux (**Illustration 7**)³. La hausse des tarifs est un indicateur clair que les améliorations du trafic constatées à ce jour devraient être maintenues.

² Indice Alerian Midstream USD Total Return.

³ Mesuré en kilomètres parcourus par les véhicules, comme le montre l'illustration 7.

Illustration 7 – Trafic sur la 407ETR par rapport aux niveaux de 2019



Source : Données sur les entreprises et Santander.
KPV = Total des kilomètres parcourus par les véhicules.

De « plus élevé pour plus longtemps » à...

La transition actuelle s'accompagne d'une grande incertitude, car nous passons d'un environnement de taux d'intérêt « plus élevés pour plus longtemps » à un environnement dont on s'attend généralement à ce qu'il produise une croissance inférieure à la tendance. La règle du jeu conventionnelle veut que l'on se réfugie dans les services publics réglementés et d'autres actifs défensifs pour surmonter la faiblesse de l'économie. Cependant, il n'y a pas deux cycles identiques. La pandémie de COVID-19 a été une inondation centennale qui a entraîné toutes sortes de bouleversements qui se corrigent lentement. Nous croyons que la volatilité des taux d'intérêt l'année dernière a déjà entraîné une « fuite vers la sécurité », faisant grimper l'évaluation des actifs défensifs (c'est-à-dire les biens de consommation de base, les télécommunications). Les rendements attendus à partir de là ne sont pas attrayants. À l'inverse, les prix de nos fonds reflètent déjà des attentes que nous jugeons beaucoup trop faibles. Comme l'illustrent les exemples ci-dessus concernant les énergies renouvelables, le secteur intermédiaire et les routes à péage, le pendule du sentiment du marché va souvent trop loin et le marché finit par s'auto-corriger. En nous basant sur l'évaluation, nous restons concentrés sur les entreprises d'infrastructure de haute qualité qui génèrent des rendements supérieurs à la moyenne tout au long du cycle économique, qui font preuve de discipline en matière de capital et qui sont tirées par des contraintes de croissance séculaire dans le cadre des thèmes d'investissement à long terme que sont la décarbonisation, le renouvellement des infrastructures et la connectivité numérique.

Le Fonds d'infrastructures mondiales Starlight est un portefeuille concentré composé de 44 sociétés d'infrastructure mondiales de haute qualité, dont les flux de trésorerie et les distributions augmentent chaque année. En 2023, le portefeuille a généré 29 augmentations de distribution, soit une augmentation moyenne de 10,5 %. Le fonds offre actuellement un rendement de 5,6 %, payable mensuellement, qui a historiquement été imposé principalement comme un remboursement de capital. En 2022, 65,6 % ont été imposés en tant que remboursement de capital.

Nous vous invitons à vous associer à nous.

Starlight Capital

Équipe de gestion d'investissement



Hisham Yakub, CFA
Gestionnaire de portefeuille principal, Infrastructure

Hisham Yakub a rejoint Starlight Capital en février 2023 en tant que gestionnaire de portefeuille principal. Il possède plus de 10 ans d'expérience dans le secteur de l'investissement.

M. Yakub a récemment occupé un poste d'analyste des investissements et de gestionnaire de portefeuille au sein d'une société de gestion de portefeuille basée à Toronto. Il a également passé les six premières années de sa carrière professionnelle à développer des outils logiciels pour des applications de gestion de portefeuille. Il a progressé dans plusieurs fonctions au sein de l'industrie et a terminé sa carrière pré-MBA à l'Office d'investissement du RPC.

M. Yakub est titulaire des titres d'analyste financier agréé (CFA) et de gestionnaire des risques financiers. Il a obtenu une maîtrise en administration des affaires de la Rotman School of Management de l'Université de Toronto en 2013 et une licence en administration des affaires avec spécialisation en systèmes d'information de l'Université York.

Au sujet de Starlight Capital

Starlight Capital est une société canadienne indépendante de gestion d'actifs qui gère plus d'un milliard \$ d'actifs. Nous gérons des investissements privés et publics diversifiés à l'échelle mondiale et nord-américaine dans des catégories d'actifs traditionnelles et alternatives, y compris l'immobilier, les infrastructures et le capital-investissement. Notre objectif est d'offrir aux investisseurs un rendement total ajusté au risque supérieur grâce à une méthode d'investissement rigoureuse axée sur les entreprises. Starlight Capital est une filiale à 100 % de Starlight Investments. Starlight Investments est un leader mondial de l'investissement immobilier et de la gestion d'actifs, avec plus de 360 employés et 28 milliards \$ d'actifs sous gestion. Cette société privée est propriétaire, développeur et gestionnaire d'actifs de plus de 66 000 appartements multi-résidentiels et de plus de 7 millions de pieds carrés d'espace commercial. Pour en savoir plus, consultez le site www.starlightcapital.com et rejoignez-nous sur LinkedIn à l'adresse www.linkedin.com/company/starlightcapital/.

Investissez avec nous

Pour plus de renseignements sur nos solutions d'investissement, apprenez-en davantage à starlightcapital.com ou communiquez avec notre équipe des ventes.

Déni de responsabilité important.

Les opinions exprimées dans cette mise à jour sont susceptibles d'être modifiées à tout moment en fonction des conditions du marché ou d'autres conditions et sont à jour au 15 janvier 2024. Bien que tout le matériel soit considéré comme fiable, l'exactitude et l'exhaustivité ne peuvent être garanties.

Certains énoncés contenus dans le présent communiqué de presse sont de nature prospective et comportent un certain nombre de risques et d'incertitudes, notamment les énoncés concernant les perspectives des activités et des résultats d'exploitation de la Fiducie. Les énoncés prospectifs (« EP ») sont fournis dans le but d'aider le lecteur à comprendre le rendement financier, la situation financière et les flux de trésorerie de la Fiducie à certaines dates et pour les périodes terminées à certaines dates, et de présenter des renseignements sur les attentes et les plans actuels de la direction concernant l'avenir. Les lecteurs sont avertis que ces énoncés peuvent ne pas être appropriés à d'autres fins. Les EP impliquent des risques et des incertitudes connus et inconnus, qui peuvent être généraux ou spécifiques et qui donnent lieu à la possibilité que les attentes, les prévisions, les prédictions, les projections ou les conclusions ne se révèlent pas exactes, que les hypothèses ne soient pas correctes et que les objectifs, les buts stratégiques et les priorités ne soient pas atteints. Les EP sont des énoncés de nature prédictive, qui dépendent d'événements ou de conditions futurs ou s'y réfèrent, ou qui contiennent des termes tels que « peut », « sera », « devrait », « pourrait », « s'attendre », « anticiper », « avoir l'intention », « planifier », « croire » ou « estimer », ou d'autres expressions similaires. Les énoncés qui se projettent dans le temps ou qui comprennent des éléments autres que des informations historiques sont soumis à des risques et des incertitudes, et les résultats, actions ou événements réels pourraient différer sensiblement de ceux présentés dans les EP. Les EP ne sont pas des garanties de performances futures et sont par nature basées sur de nombreuses hypothèses.

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

Starlight, Starlight Investments, Starlight Capital et tous les autres logos Starlight sont des marques déposées de Starlight Group Property Holdings Inc.

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

Starlight™ **CAPITAL**
Placements ciblés