

Réflexions sur les financements immobiliers hôteliers

Laurent BIGOT

13.10.2014

Le financement, clé de l'investissement

▶ L'immobilier, une classe d'actifs mature

○ Volumes d'investissement en Europe en hausse

+28% sur 12 mois dans les 9 principales métropoles européennes (62,6 Mds d'euros au 2eme trimestre 2014 (BNPP)).

○ Rendements supérieurs aux marchés actions/obligations

9% de TRI entre 2002 et 2012 pour les bureaux, 12% logement Paris contre 7 % pour les actions et 4% pour les obligations (IEIF)

○ Part croissante dans les allocations des portefeuilles institutionnels

4% à 7 % du portefeuille des investisseurs institutionnels

▶ L'investissement hôtelier

○ Volume en hausse

○ 9,9 Mds € en Europe dont 2,4 Mds en France soit +35% 2013 vs 2012 en France (CBRE)

○ Rendements élevés

○ +10,3% de rendement global entre 2006 et 2010 contre 8,6% pour les bureaux (IPD France)

○ Part constante de l'hôtellerie dans les investissements immobiliers

○ entre 7 et 10% des investissements totaux

Le financement, clé de l'investissement

► Optimisation des fonds propres

Financement 2011-2012			
Investissement	100	Fonds propres	45
Rendement brut	6,5%	Dette @ 5,5%	55
		Rendement leveragé	7,7%

Financement 2014			
Investissement	100	Fonds propres	40
Rendement brut	7,5%	Dette @ 3%	60
		Rendement leveragé	14,3%

► Sensibilité variable selon les investisseurs

→ Arbitrage rendement annuel contre TRI

- Foncières, assureurs contre fonds d'investissement

→ Dilemme abondance de la ressource / rareté des actifs

Le financement, clé de l'investissement

► Types de financement

Type	Instruments	Clients	Enjeux	Engagements
Recours	Prêts corporate Emission obligataire Placement privé	Foncières Groupes hôteliers	Stratégie financière globale Lever/ notation/ communication Prix/ flexibilité/ durée Gestion du risque de taux	LTV, ICR consolidés
Sans recours	Term loan senior/junior Ou senior/mezzanine	Fonds opportunistes Wealth funds HNWI Assureurs	TRI, protection du patrimoine	LTV, ICR, Dette/Ebitda Indicateurs de performance Engagements non financiers
Hybride	Crédit bail	Franchisés	Arbitrage propriété/ location	Durée minimale

► Types de prêteurs

Type	Motivation	Atouts	Défis
Banques spécialisées (hypothécaires allemandes)	« lend or die »	Compétitivité prix (covered bond) Equipes spécialisées Prises fermes importantes	Transactions complexes Effet de levier Appréhension du risque fonds de commerce
Banques commerciales	Approche sectorielle avec « cross selling »	Proximité client Capacité de structuration et de portage de transactions complexes	Fonds propres Coûts de liquidité Politiques internes de risques
Banques d'investissement	Intermédiation pure	Accès aux investisseurs en dette (syndication) Prises fermes importantes	Transactions < 200m€ Baisse des spreads

Le financement, clé de l'investissement

► Nouveaux prêteurs

Type	Motivation	Atouts	Défis
Fonds de dette senior	Retrait des banques du marché	Flexibilité	Rémunération minimale Compétition bancaire
Fonds de dette subordonnée	Booster de TRI investisseur	LTV élevés	Prise de risque accrue Droits juridiques
Fonds de dette spécialisée	Absence de compétition	Expertise	Trouver les opportunités
Assureurs	Sur-rendement par rapport aux actions, obligations	Durée Prises fermes importantes Approche « investisseur » du risque	Rémunération minimum, LTV 60%
Autres prêteurs (fonds souverains, hedge funds, family offices)	Diversification placements	Opportunistes Grande flexibilité	Taille et expérience des équipes

Le financement, clé de l'investissement

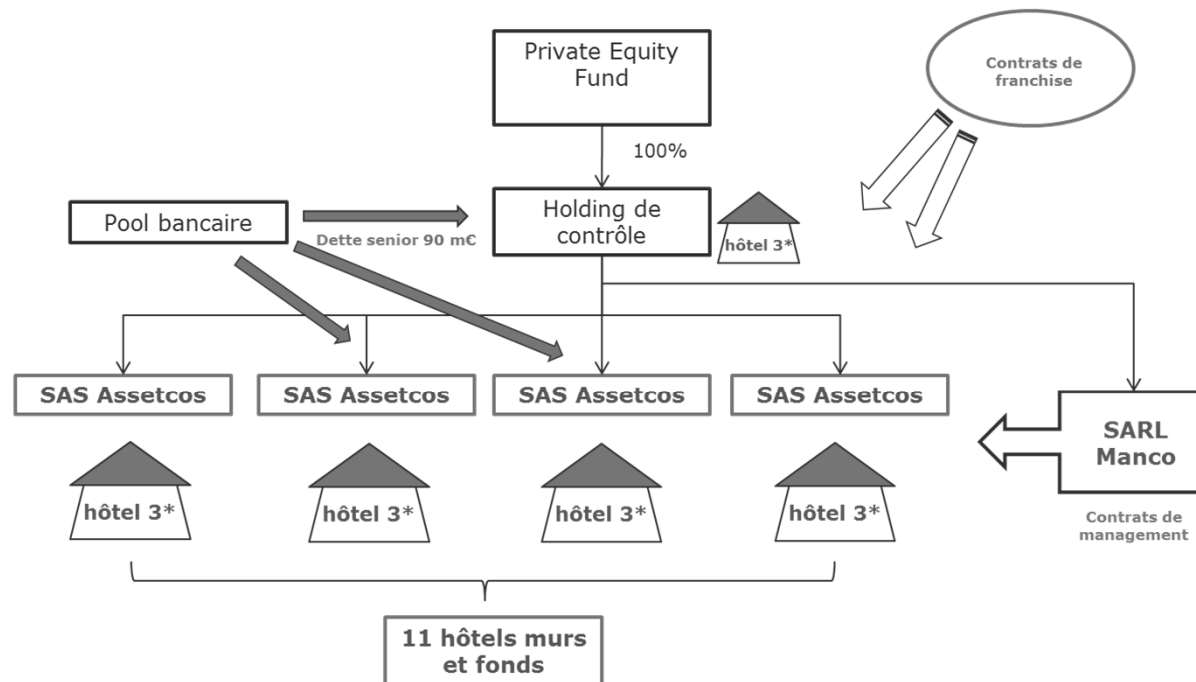
► Cas particulier de l'hôtellerie

Bureaux prime CBD			Hôtellerie luxe croissant d'or		
Loyer (9 ans fermes – investment grade)	9,2		Ebitda	13,5	9,45 (RevPAR -15%)
Valeur	230		Valeur	315	
Dette	125		Dette	170	
LTV	54%		LTV	54%	
Debt yield	7,4%		Debt yield	7,9%	
ICR @ 2%	3,68		ICR @ 2,7%	2,94	2,06
DSCR 2% amo	1,84		DSCR 2% amo	1,69	1,18

Volatilité du cash flow par rapport aux loyers

- Structures plus conservatrices
- Debt yield vs LTV
- Spreads plus élevés
- Banques spécialisées

Exemple 1 : groupe hôtelier indépendant



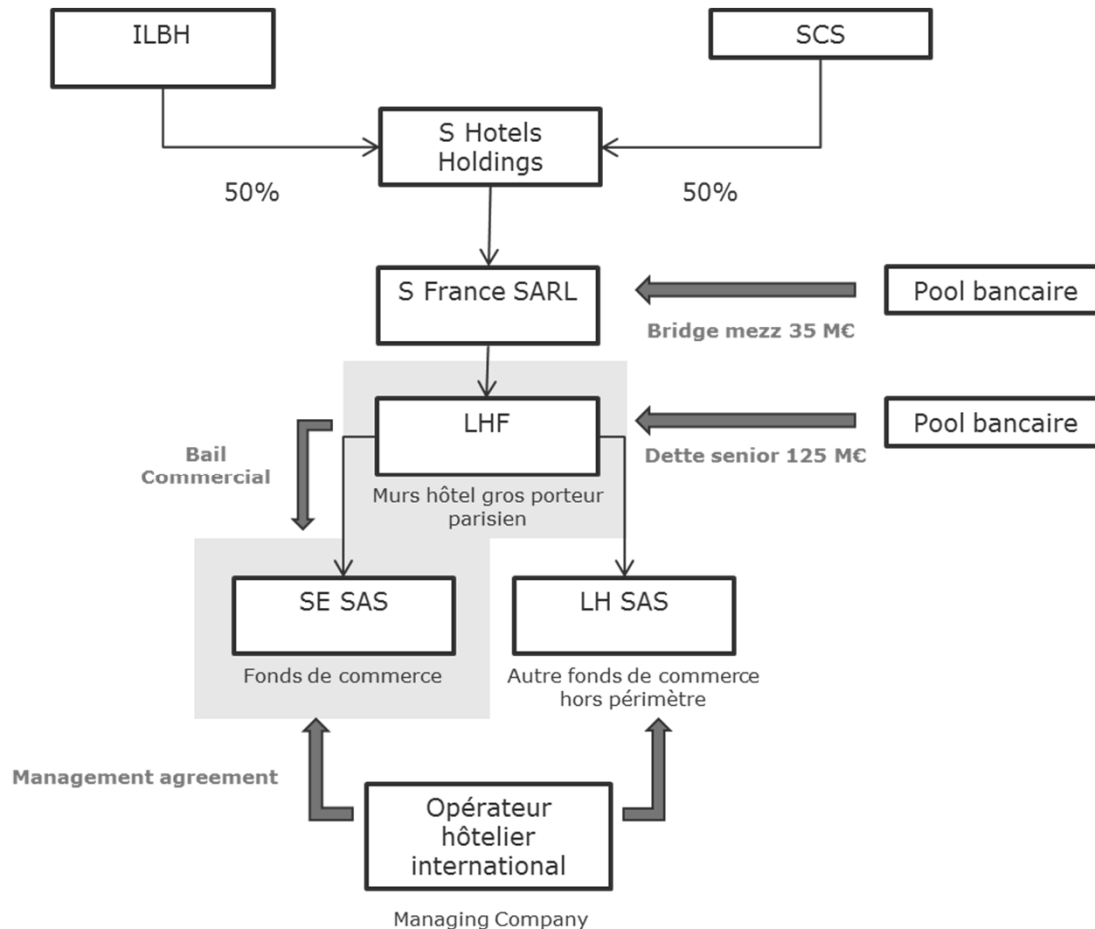
Caractéristiques de l'opération

- Fonds de private equity
- Repositionnement portefeuille midscale RP (capex)
- Objectif de TRI
- Acquisition murs et fonds
- Structure juridique complexe (manco)

Éléments essentiels du financement

- LTV modérée 55% permettant un whole loan
- Analyse de risque sur le xEbitda (7,5x) vs LTV
- Spreads plus élevés
- Problématique de circulation de cash, de garanties croisées
- Syndication auprès d'institutionnels/ fonds value added (xEbitda prudent, spreads élevés)

Exemple 2 : gros porteur parisien



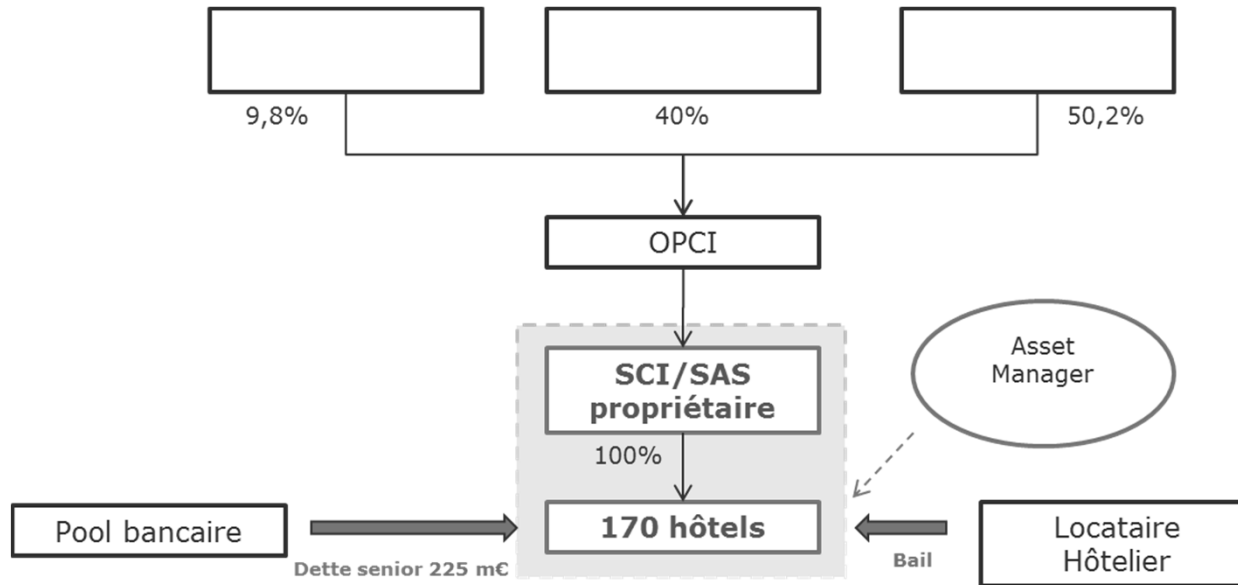
Caractéristiques de l'opération

- Fonds de private equity
- Gros porteur parisien 4*
- Refinancement dette existante
- Eviter un refinancement plus couteux
- Timing très restreint
- Acquisition murs et fonds
- Structure juridique complexe (manco)

Éléments essentiels du financement

- LTV modérée (60%) mais xEbitda élevé (10x) – risque de cash flow
- Structuration d'une senior + mezzanine avec ICA – pas de partage des sûretés et des décisions
- Spreads élevés
- Syndication senior auprès d'assureurs (actif visible/ LTV modérée)
- Syndication mezzanine auprès de fonds de dette

Exemple 3 : portefeuille sale & lease back



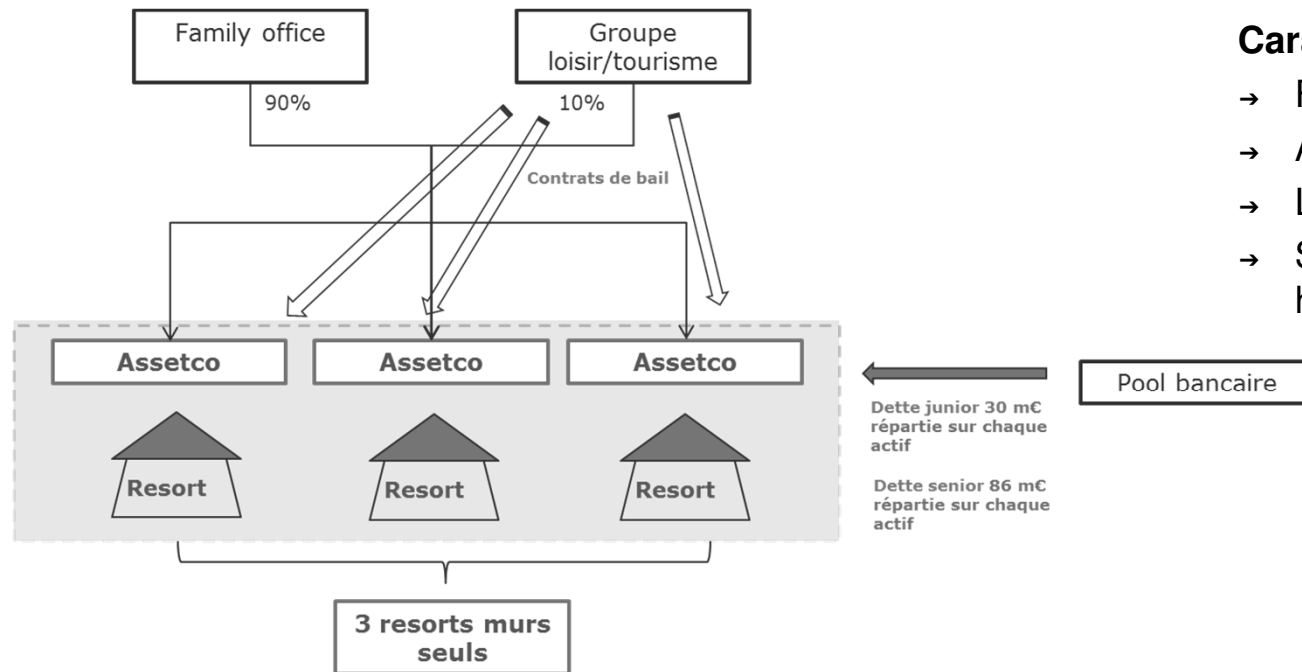
Caractéristiques de l'opération

- SIIC
- Portefeuille actifs budget (murs seuls)
- Baux unitaires
- Loyer variable sur CA (18%)
- Programme de capex partagé

Éléments essentiels du financement

- LTV très modérée (50%)
- Objectif de distribution maximale : amortissement réduit
- Analyse des baux (clauses de respiration, capex)
- Cross colateralisation
- Spreads compétitifs
- Syndication auprès d'assureurs

Exemple 4 : portefeuille resorts



Caractéristiques de l'opération

- Family office HNWI
- Actifs atypiques (murs seuls)
- Loyer fixe garantis corporate
- Structure juridique sans holding de contrôle

Éléments essentiels du financement

- LTV élevée (70%) malgré une très bonne couverture des intérêts par les loyers
- Cross colateralisation (juridiction étrangère)
- Spreads très compétitifs
- Structure juridique impliquant une structure A/B
- Syndication senior auprès de banques commerciales ou assureurs
- Syndication junior auprès de fonds de dette
- Intercreditor Agreement élément clé : qui décide de quoi et quand (waiver, amendement, accélération et réalisation de sûretés)