

# Rapport de la direction sur le rendement du Fonds

Pour l'exercice clos le 31 décembre 2024

## Hazelview Alternative Real Estate Fund

Le présent rapport de la direction sur le rendement du Fonds contient les faits saillants financiers de Hazelview Alternative Real Estate Fund, mais non ses états financiers. Vous pouvez vous procurer sans frais un exemplaire des états financiers de l'une des manières suivantes :

**PAR TÉLÉPHONE :**

Carrie Morris, associée directrice  
Relations avec les investisseurs  
1.888.949.8439

**PAR INTERNET :**

Consultez le site SEDAR au [www.sedar.com](http://www.sedar.com)  
ou notre site Web au [www.hazelview.com](http://www.hazelview.com)

**PAR COURRIER POSTAL :**

Écrivez à l'adresse suivante :  
Hazelview Alternative Real Estate Fund  
Relations avec les investisseurs  
1133 Yonge Street, 4<sup>e</sup> étage  
Toronto (Ontario)  
M4T 2Y7

Les porteurs de parts peuvent aussi communiquer avec nous de la même manière pour demander un exemplaire du rapport financier, des politiques et procédures de vote par procuration, du dossier de vote par procuration ou de l'information trimestrielle sur le portefeuille.



# HAZELVIEW ALTERNATIVE REAL ESTATE FUND

## Rapport de la direction sur le rendement du Fonds

Pour l'exercice clos le 31 décembre 2024

(en milliers de dollars canadiens, sauf le nombre de parts et les montants par part)

---

### ÉNONCÉS PROSPECTIFS

#### Mise en garde concernant les énoncés prospectifs

Dans le présent rapport de la direction sur le rendement du Fonds, qui porte sur la situation financière et les résultats d'exploitation du Fonds pour l'exercice clos le 31 décembre 2024 (l'« exercice »), les termes « Fonds », « nous », « notre » et « nos » désignent tous le Fonds. Sauf dans les cas mentionnés, les données financières présentées dans ce rapport ont été établies selon les Normes internationales d'information financière (« IFRS »), conformément aux lois canadiennes sur les valeurs mobilières et aux exigences du Conseil des normes comptables du Canada. Le présent rapport de la direction sur le rendement du Fonds doit être lu avec les états financiers du Fonds pour l'exercice clos le 31 décembre 2024, lesquels ont été dressés conformément aux IFRS. Ces documents ont été déposés électroniquement auprès des autorités canadiennes en valeurs mobilières par la voie du Système électronique de données, d'analyse et de recherche (« SEDAR »), et ils sont disponibles sur le site Web de SEDAR à l'adresse [www.sedar.com](http://www.sedar.com). Les résultats historiques et les pourcentages compris dans les états financiers du Fonds et les rapports de la direction sur le rendement du fonds s'y rapportant, y compris les tendances qui pourraient en ressortir, ne sont pas forcément représentatifs des activités ou des résultats futurs du Fonds.

Le présent document peut renfermer des énoncés prospectifs concernant des événements, des résultats, des circonstances et des rendements futurs anticipés qui ne constituent pas des faits historiques, mais qui représentent plutôt nos attentes à l'égard d'événements à venir. Ces énoncés se reconnaissent généralement à l'emploi de verbes comme « croire », « s'attendre à », « prévoir », « pouvoir » et « avoir l'intention de », employés au temps futur ou au mode conditionnel, ou encore de termes comme « projection » et « prévision » ou d'expressions comme « à notre avis » ou autres expressions similaires. De par leur nature même, les énoncés prospectifs reposent sur des hypothèses formulées par la direction, notamment sur celle i) que le Fonds disposera de capitaux sous gestion suffisants pour exécuter ses stratégies de placement et verser les distributions prévues, ii) que les stratégies de placement du Fonds produiront les résultats escomptés par Hazelview Securities Inc., iii) que les marchés réagiront et évolueront conformément aux stratégies de placement du Fonds et iv) que le Fonds sera en mesure d'acquérir des placements dans des titres immobiliers qui produiront un rendement égal ou supérieur à celui qui est attendu des placements du Fonds.

Les énoncés prospectifs sont par nature soumis à des risques et à des incertitudes inhérents et il existe un risque significatif que les prévisions et les autres énoncés prospectifs ne se révèlent pas exacts. Nous prions donc le lecteur de ne pas se fier indûment aux énoncés prospectifs, étant donné que plusieurs facteurs pourraient faire en sorte que les résultats, les conditions, les actions ou les événements futurs diffèrent sensiblement des objectifs, des attentes, des estimations ou des intentions exprimés explicitement ou implicitement dans ces énoncés prospectifs. Les résultats réels pourraient différer sensiblement des attentes de la direction formulées dans les énoncés prospectifs, et ce, pour diverses raisons, dont l'évolution de la conjoncture mondiale des marchés, les risques d'ordre général liés au secteur immobilier et les risques précis qui sont décrits de temps à autre dans les prospectus déposés par le Fonds.

La liste des facteurs qui précède n'est pas exhaustive, et quiconque se fie aux énoncés prospectifs pour prendre une décision de placement dans le Fonds est prié d'examiner attentivement ces facteurs ainsi que les autres incertitudes ou événements potentiels, y compris l'incertitude inhérente aux énoncés prospectifs. Du fait de l'incidence possible de ces facteurs, ni le Fonds ni le gestionnaire ne s'engagent à mettre à jour ou à réviser les énoncés prospectifs, et ils précisent expressément qu'ils n'ont ni l'intention ni l'obligation de le faire, que ce soit à la suite de l'obtention de nouveaux renseignements ou de la survenance de certains événements, ou pour quelque autre raison que ce soit, sauf si les lois applicables l'exigent.

# HAZELVIEW ALTERNATIVE REAL ESTATE FUND

## Rapport de la direction sur le rendement du Fonds

Pour l'exercice clos le 31 décembre 2024

(en milliers de dollars canadiens, sauf le nombre de parts et les montants par part)

---

## RAPPORT DE LA DIRECTION SUR LE RENDEMENT DU FONDS

Le présent rapport de la direction sur le rendement du Fonds présente l'opinion de la direction quant aux facteurs et faits importants qui ont influé sur le rendement et les perspectives du Fonds au cours de la période précédente, et il doit être lu avec les états financiers du Fonds pour les exercices clos les 31 décembre 2024 et 2023, y compris les notes y afférentes. Ce rapport ne vise pas à fournir un avis juridique, comptable ou fiscal, ni un avis en matière de placement.

### Objectifs et stratégies de placement

Le Fonds vise à fournir des rendements ajustés en fonction du risque supérieurs en investissant principalement dans des titres de sociétés de placement immobilier dans des marchés développés à l'échelle mondiale. Le Fonds a recours à une stratégie de superposition de positions acheteur-vendeur neutre par rapport au marché (le « portefeuille de positions acheteur/vendeur ») et d'un portefeuille concentré en positions acheteur (le « portefeuille de positions acheteur »). Le Fonds a recours à l'effet de levier pour améliorer les rendements au moyen principalement de la vente à découvert, d'emprunts en trésorerie ou de placements dans des dérivés. L'exposition globale du Fonds à la vente à découvert, aux emprunts en trésorerie et aux dérivés ne peut pas dépasser les limites du recours à l'effet de levier prévues par la réglementation sur les valeurs mobilières applicable et l'approbation réglementaire.

### Distributions :

Le Fonds distribue le revenu aux porteurs de parts du Fonds à la fin de chaque trimestre. Le Fonds distribue le revenu aux porteurs de parts du Fonds ainsi que les gains en capital nets réalisés avant la clôture de l'exercice. Les distributions sont réinvesties en parts additionnelles de la même série du Fonds, sauf si un porteur de parts exige, par écrit, le paiement en espèces à l'avance.

### Risques

Aucun changement touchant le niveau de risque global associé à un placement dans le Fonds n'a été effectué pendant l'exercice.

### Résultats d'exploitation<sup>1</sup>

En 2024, le Fonds a généré un rendement de 9,6 % (catégorie F-1), déduction faite de tous les frais.

Le rendement des FPI a varié considérablement d'un marché à l'autre. L'Australie et les États-Unis ont dominé le marché, affichant un rendement total respectivement de 10,6 % et 7,9 %, contrebalancé en partie par les rendements au Royaume-Uni (-11,6 %), à Hong Kong (-10,8 %) et à Singapour (-8,3 %). D'autres régions, comme le Japon (+2,6 %), l'Europe continentale (+0,3 %) et le Canada (-0,2 %) ont affiché des rendements légèrement positifs ou relativement stables au cours de l'exercice<sup>1</sup>.

La composante positions acheteur du portefeuille a mieux fait que le marché global des FPI grâce à une meilleure sélection des titres. Parmi les titres les plus performants du portefeuille figurent American Healthcare REIT, Digital Realty Trust, CBRE Group et Chartwell Retirement Residences.

Dans le secteur des FPI des soins de santé aux États-Unis, American Healthcare REIT a connu une année remarquable, en raison de différents éléments favorables pour la société. Une des principales raisons à l'origine de la surperformance de l'action en 2025 tient de l'exécution opérationnelle par la direction, ce qui s'est traduit par des résultats trimestriels plus élevés que prévu tout au long de l'exercice et une révision à la hausse des prévisions de flux de trésorerie opérationnels pour 2024. La fin de la période de blocage des actions découlant du PAPE de la société a également favorisé la remontée

## HAZELVIEW ALTERNATIVE REAL ESTATE FUND

### Rapport de la direction sur le rendement du Fonds

Pour l'exercice clos le 31 décembre 2024

(en milliers de dollars canadiens, sauf le nombre de parts et les montants par part)

de l'action, les craintes d'une liquidation s'étant résorbées, ce qui a permis de mobiliser des capitaux supplémentaires auprès d'acheteurs qui avaient auparavant été écartés. Enfin, American Healthcare REIT a été ajouté à divers indices Russell au cours de l'été et les investisseurs ont commencé à comparer la société de façon plus positive à ses pairs, notamment Ventas, augmentant le multiple de négociation de la société et son évaluation sur les marchés publics.

Dans le secteur des FPI des centres de données aux États-Unis, Digital Realty Trust a dégagé de solides résultats trimestriels tout au long de 2024, y compris les meilleurs résultats trimestriels de location de l'histoire de la société au troisième trimestre de 2024. Le volume de contrats de location de la société s'est établi à 521 millions de dollars, soit plus du double du montant enregistré au premier trimestre de 2024, la croissance solide étant attribuable aux inducteurs traditionnels de la demande comme les entreprises de services infonuagiques et de TI d'entreprise, ainsi que d'intelligence artificielle (IA). En fait, les entreprises d'IA ne constituent que 50 % du total du volume de contrats de location, ce qui est révélateur de la solidité de la demande globale au sein du secteur des centres de données. De plus, le loyer des espaces récemment loués a augmenté de 43 % sur une période de 12 mois consécutifs, et de 30 % en comparaison du premier trimestre de 2024. Cette performance remarquable a forcé le marché à réévaluer la capacité de Digital Realty à faire croître ses bénéfices.

Dans le secteur des FPI diversifiées aux États-Unis, CBRE Group a généré un rendement total impressionnant, alors que la société a surpassé les attentes en affichant une croissance de 67 % du résultat par action d'un exercice à l'autre et en revoyant à la hausse ses prévisions pour le reste de l'exercice. CBRE Group connaît une croissance solide des revenus dans ses trois grands secteurs d'activité, en particulier dans ses activités de placement immobilier qui ont enregistré une croissance des revenus de 44 % d'un exercice à l'autre, ce qui s'explique par une hausse des primes incitatives et un meilleur contexte pour la mobilisation de capitaux. La société a tiré parti de la reprise en cours du marché des transactions immobilières et est persuadée qu'elle pourra excéder d'ici moins de deux ans le résultat par action record enregistré en 2022 si les conditions macroéconomiques demeurent favorables.

Au Canada, Chartwell, résidences pour retraités a bénéficié des solides données fondamentales des résidences pour aînés et de l'intensification de l'activité d'acquisition. Au deuxième trimestre de 2024, Chartwell a annoncé un placement de parts visant à financer une acquisition stratégique d'actifs de 600 millions de dollars, ce qui comprend 2 600 suites au Québec. Le prix d'acquisition, d'environ 230 000 \$ par suite, représente un escompte significatif par rapport aux coûts de remplacement, et devrait contribuer à l'augmentation des fonds provenant des activités ajustés par part au cours de la première année. Le portefeuille visé par l'acquisition comprenait des immeubles nouvellement construits dont les taux d'occupation étaient élevés, ce qui laissait présager des marges stabilisées d'environ 40 %. Le marché a réagi positivement au placement de parts et à la décision de la direction de renforcer son bilan plutôt que de recourir à du financement par emprunt, ce qui place Chartwell dans une position favorable pour réaliser des acquisitions futures.

Parmi les titres ayant nuï au rendement, notons Sonida Senior Living, Rexford Industrial Realty et Hudson Pacific Properties aux États-Unis, et Montea en Belgique.

Sonida Senior Living a moins bien fait en 2024 au cours de la période de détention par le Fonds. Nous sommes d'avis que l'émission de 4,6 millions d'actions moyennant un escompte d'environ 15 % qui a permis de mobiliser des capitaux propres de plus de 125 millions de dollars en août a nuï à court terme à la société. Le cours de l'action de Sonida a augmenté de 10 % deux jours avant le placement, donc, dans les faits, l'escompte n'était pas aussi important qu'il paraissait. Nous croyons que Sonida avait de bonnes raisons pour mobiliser de nouveaux capitaux propres, entre autres, l'acquisition d'un portefeuille de grande qualité composé de huit résidences pour aînés situées en Floride et en Caroline du Sud à un coût attrayant de 185 000 \$ US par unité ou à un taux de capitalisation d'environ 6 % pour la première année. Au cours des 24 prochains mois, Sonida prévoit enregistrer un bénéfice d'exploitation net stabilisé de plus de 10 % en faisant passer le taux d'occupation de 83 % à 90 % et les marges à plus de 30 %. Malgré le rendement inférieur de l'action en 2024, nous continuons d'avoir une opinion favorable de la société ainsi que du secteur de résidences pour aînés.

Le rendement de Rexford Industrial Realty a connu une baisse qui s'explique par des données fondamentales du secteur industriel plus faibles que prévu au sein des principaux marchés de la société à Los Angeles. En raison de la baisse de la demande d'espaces, les loyers demandés à Los Angeles ont diminué tout au long de 2024, le potentiel d'évaluation à la valeur de marché et la croissance future des bénéfices de la société étant compromis, ce qui a pesé sur le cours de l'action

## HAZELVIEW ALTERNATIVE REAL ESTATE FUND

### Rapport de la direction sur le rendement du Fonds

Pour l'exercice clos le 31 décembre 2024

(en milliers de dollars canadiens, sauf le nombre de parts et les montants par part)

---

de la société. Le rendement inférieur de Hudson Pacific Properties (HPP) découle de la publication de résultats décevants et de prévisions de flux de trésorerie opérationnels pour 2024 étonnamment inférieures aux attentes, la société ayant dû composer avec des taux d'occupation plus élevés et des délais plus longs pour remplir les locaux.

En Belgique, Montea a été à la traîne à l'instar du secteur de l'immobilier industriel européen, en raison surtout de la hausse des rendements obligataires et des préoccupations à l'égard du ralentissement de la demande au sein de l'économie. Bien que le ralentissement de la demande soit réel, on constate également une forte polarisation entre les loyers élevés et le faible taux d'occupation pour les espaces de choix. En fonction des évaluations actuelles, nous nous attendons toujours à tirer des rendements intéressants de ces placements, compte tenu notamment de l'assouplissement continu de la politique monétaire par la Banque centrale européenne visant à stimuler la croissance.

L'évaluation ascendante des risques en interne de Hazelview a continué de mettre en lumière des évaluations attrayantes pour les FPI cotées en bourse. Par conséquent, le Fonds a maintenu une exposition nette relativement élevée au bêta. L'exposition au marché a fluctué entre 65 % et 100 % au cours de l'exercice, ce qui a aidé le Fonds à engranger des profits après des périodes de rendements positifs et à atténuer les risques lors des périodes de volatilité. Vers la fin de l'année, l'inflation persistante et la résilience du marché de l'emploi aux États-Unis ont mené les investisseurs à réévaluer la trajectoire et l'ampleur des baisses de taux d'intérêt supplémentaires en 2025. La correction des prix des FPI qui a suivi a permis au Fonds d'augmenter son exposition au bêta, et de se positionner pour saisir plus d'occasions de placement avantageuses.

Le volet alpha non corrélé du Fonds comprend plusieurs stratégies indépendantes, notamment une stratégie axée sur les positions acheteur/vendeur, une stratégie axée sur les titres à revenu fixe et une stratégie axée sur les dérivés. Chacune d'elles sert à fournir un facteur alpha pur à faible corrélation ou à corrélation nulle au marché dans son ensemble. Le volet alpha non corrélé a contribué au résultat net du Fonds, mais les résultats ont varié selon la stratégie utilisée.

Les résultats du quatrième trimestre de 2023 enregistrés par la stratégie positions acheteur/vendeur ont nui aux rendements du premier trimestre. Fait surprenant, nombre de positions acheteur (vendeur) du portefeuille ont affiché des rendements négatifs (positifs). Le portefeuille a réussi à recouvrer plus de la moitié de la perte subie pendant le reste de l'exercice.

La répartition en titres à revenu fixe a constitué un élément important du facteur alpha, la contribution la plus importante provenant de l'obligation convertible de United Homes Group (UHG). UHG est une entreprise de construction axée sur le marché du sud-est des États-Unis. Au printemps 2023, nous avons participé au placement d'obligations convertibles sous forme de placement privé dans une société ouverte. Acquis à un prix inférieur à sa valeur nominale et assortie d'un rendement de 15 %, l'obligation a été rachetée à une prime considérable en décembre, ce qui a permis de générer un taux de rendement interne d'environ 47 % pour le Fonds.

Du côté de la stratégie axée sur les dérivés, le Fonds a tiré parti de la liquidation sur les marchés, qui a eu lieu au printemps de 2024 lorsque la volatilité était élevée, pour vendre des options de vente sur l'ensemble du marché des FPI. Les contrats ont été gérés activement tout au long de l'année. Les primes reçues découlant des ventes d'options de vente ont contribué au rendement positif du Fonds.

Au cours de 2024, les montants minimum et maximum empruntés ont été respectivement de néant et 0,068 million de dollars canadiens (0,7 % de la valeur de l'actif net). À la fin de 2024, le Fonds n'avait aucun emprunt en trésorerie. Des emprunts en trésorerie peuvent de temps à autre servir à tirer parti d'occasions intéressantes sur le marché. Dans ce cas, les emprunts devraient être effectués par l'intermédiaire de la facilité de courtage de premier ordre du Fonds, à des taux composés du taux d'intérêt de référence local de chaque territoire, majorés d'un écart convenu.

# HAZELVIEW ALTERNATIVE REAL ESTATE FUND

## Rapport de la direction sur le rendement du Fonds

Pour l'exercice clos le 31 décembre 2024

(en milliers de dollars canadiens, sauf le nombre de parts et les montants par part)

L'effet de levier total employé par le Fonds combine l'emprunt en trésorerie, la vente à découvert et la valeur notionnelle des dérivés qui peuvent potentiellement donner lieu à une obligation, comme des positions vendeur dans des options. L'effet de levier total exclut les instruments dérivés ne donnant lieu à aucune obligation, comme les positions acheteur dans des contrats d'option, la vente d'options d'achat couvertes et les opérations sur les écarts d'options lorsque la position vendeur est entièrement couverte par une autre position acheteur. L'effet de levier total exclut la valeur notionnelle des contrats de change à terme, qui servent à couvrir le risque de change et n'augmentent pas le risque de marché pour le Fonds.

Au cours de 2024, l'exposition globale à diverses sources d'effet de levier a varié entre 6,6 millions de dollars canadiens et 13,2 millions de dollars canadiens. En pourcentage de l'actif net, l'exposition globale à l'effet de levier au cours de la période a été inférieure à 300 %. La majeure partie de l'effet de levier résulte des positions vendeur dans des titres faisant partie de la stratégie axée sur les positions acheteur/vendeur du Fonds. Ces positions vendeur ont contribué à atténuer le risque de marché lié aux positions acheteur du portefeuille, réduisant ainsi le risque de marché global du Fonds.

Les rachats du Fonds ont augmenté, passant de néant à 5,8 millions de dollars en 2024, et les souscriptions ont diminué, passant de 14,2 millions de dollars à néant. Le Fonds a comptabilisé un profit net de 537 000 \$ en 2024, comparativement à un profit de 491 000 \$ en 2023. Les frais du Fonds n'ont pas connu de variations notables d'un exercice à l'autre. Le total des distributions nominales n'a pas dépassé le résultat net en 2024.

<sup>1</sup>. Les rendements du marché présentés dans la section des commentaires proviennent de Bloomberg LP. Indice des FPI mondiales : indice FTSE EPRA NAREIT Developed Total Return; indice des FPI régionales : versions régionales de l'indice FTSE EPRA NAREIT Developed Total Return. Le rendement des titres de chaque société correspond au rendement total pour la période de douze mois close le 31 décembre 2024. Tous les rendements sont présentés en monnaie locale.

## Événements récents

En ce début d'année 2025, nous sommes d'avis que l'offre limitée, la forte demande, les évaluations relatives historiquement basses et les évaluations absolues à escompte considérable permettront aux FPI d'offrir un rendement attractif pour l'année à venir. Après avoir composé avec la volatilité économique pendant trois ans, les FPI sortent d'une période de résilience et de réajustement, ce qui représente une possibilité incontestable pour les investisseurs.

Les perspectives de croissance régionales, les données fondamentales des secteurs et les rendements des entreprises devraient fluctuer alors que les banques centrales réajustent les politiques et que les incertitudes géopolitiques persistent. Dans cet environnement complexe, la réussite exige plus qu'une gestion passive des placements, elle exige le recours à un jugement éclairé et la précision stratégique que seule une gestion active peut fournir.

Bien que la hausse des taux d'intérêt au cours des trois dernières années ait ébranlé la confiance des investisseurs à l'égard des sociétés immobilières cotées en bourse, les données fondamentales des secteurs de l'immobilier commercial et de l'immobilier résidentiel ont été solides à l'échelle des types d'immeubles et des régions. Ces forces sont caractérisées par une demande résiliente, une offre limitée de nouveaux espaces dans la plupart des secteurs immobiliers et l'amélioration de l'efficacité opérationnelle. En ce début d'année 2025, nous sommes d'avis que ces données fondamentales offrent une base solide pour la croissance, et nous nous attendons à ce que les résultats augmentent au cours des 12 prochains mois. Selon l'UBS, les FPI mondiales devraient pouvoir faire croître leurs bénéfices de 6,2 % en 2025, soit une augmentation d'environ 100 points de base comparativement aux bénéfices de 2024.

La dynamique favorable de l'offre et de la demande continue de favoriser l'absorption nette positive des locaux inoccupés, les taux d'occupation pour l'ensemble des types d'immeubles aux États-Unis ayant atteint un sommet. En 2025, nous nous attendons à ce que les taux d'occupation restent élevés et continuent de s'améliorer, puisque la baisse de l'offre entraînera une absorption nette accrue des locaux inoccupés.

L'offre limitée est l'autre composante de l'équation à l'appui des données fondamentales du secteur de l'immobilier. Les pressions inflationnistes et le resserrement des conditions financières ont considérablement augmenté les coûts de mise en œuvre des nouveaux projets. Par conséquent, les promoteurs dans de multiples marchés réduisent le nombre de projets de construction, les prix élevés des matériaux de construction, de la main-d'œuvre et des emprunts limitant les nouvelles activités. Selon CoStar, l'offre à l'échelle de tous les types d'immeubles aux États-Unis devrait augmenter de 1,2 % en 2025, ce qui représente une baisse de 33,4 % d'une année à l'autre. On observe des tendances similaires à l'échelle

## HAZELVIEW ALTERNATIVE REAL ESTATE FUND

### Rapport de la direction sur le rendement du Fonds

Pour l'exercice clos le 31 décembre 2024

(en milliers de dollars canadiens, sauf le nombre de parts et les montants par part)

---

mondiale, notamment sur les marchés résidentiels au Canada, en Europe et en Asie qui demeurent sous-provisionnés, aggravant le manque de logements abordables. De plus, les contraintes mondiales en matière de disponibilité de l'électricité limitent davantage l'offre de nouveaux centres de données.

Les FPI ont également bénéficié des mesures proactives visant à renforcer leurs bilans et à améliorer l'efficacité opérationnelle. Dans les années suivant la pandémie, de nombreuses PFI ont profité des taux d'intérêt historiquement bas en émettant des titres de créance à long terme à taux fixe afin de renforcer la résilience de leur bilan. Au début de 2025, le ratio dette/valeur brute des actifs du secteur des FPI mondiales se situe à 34 %, et le ratio dette nette/BAIIA, à 6,3x. Nous sommes d'avis que ces données permettront aux FPI de poursuivre sur leur lancée en 2025.

Pour 2025, nous prévoyons un volume plus élevé de transactions et une croissance externe accrue, ce qui donnera lieu à une intensification de l'émission d'actions. Nous estimons que les gestionnaires actifs entretenant de solides relations sectorielles sont bien positionnés pour tirer parti de ces tendances, ouvrir des positions dans des actions au cours du marché et offrir aux investisseurs un accès à ces possibilités de croissance intéressantes.

Bien que les volumes des acquisitions devraient augmenter en 2025, la croissance interne demeure une force fondamentale. La capacité à générer une croissance continue et positive du résultat d'exploitation net comparable met en évidence la résilience des flux de trésorerie des FPI tout au long des cycles économiques, fournissant ainsi une base stable pour le rendement à long terme. Historiquement, les FPI ont démontré leur capacité à augmenter les loyers tout en maintenant la croissance du résultat d'exploitation net comparable à un taux égal à ou surpassant l'inflation.

Nous pensons que le contexte créé par les évaluations des sociétés immobilières cotées en bourse sera plus attractif en 2025 qu'il ne l'a été pendant les trois dernières années. Après avoir généré un piètre rendement pendant trois années d'affilée, les parts de FPI mondiales se négocient à des prix historiquement attractifs par rapport aux prix des actions mondiales en fonction des ratios prix/flux de trésorerie et VE/BAIIA. Nous croyons que cette disparité d'évaluation permettra de relever la cote des FPI au cours des 12 prochains mois.

Au-delà des mesures d'évaluation relative, les FPI sont également abordables sur une base absolue. Nos modèles d'évaluation suggèrent que les FPI sont évaluées à un escompte de 17 % de la valeur intrinsèque (définie comme une combinaison de la valeur liquidative et des flux de trésorerie), ce qui représente une hausse de 20 % des évaluations actuelles. Sur une période de détention de deux ans et compte tenu d'un rendement de l'action annuel de 3,8 %, nos modèles d'évaluation prévoient un rendement total annualisé de 13 % à 15 %.

Nous sommes d'avis que nos modèles d'évaluation prospectifs, selon une approche d'évaluation prudente des risques, ne tiennent pas compte de l'éventuelle compression du taux de capitalisation. Une fluctuation de 25 points de base des taux de capitalisation entraîne généralement une incidence de 5 % à 7 % sur la valeur liquidative de sorte que, selon le CBRE, les taux de capitalisation devraient diminuer en 2025. Nos estimations prospectives de la valeur liquidative sont plus favorables que défavorables.

Finalement, nous croyons que grâce à une gestion efficace, nous pouvons positionner nos portefeuilles de façon stratégique dans des entreprises, des types d'immeubles et des régions pour dégager un meilleur potentiel de croissance et tirer parti des possibilités uniques offertes sur le marché.

Le mandat de Ken Thomson au sein du comité d'examen indépendant (« CEI ») a pris fin le 24 août 2024. Le CEI a suivi sa politique de relève et a interviewé de nombreux candidats, compte tenu des critères établis dans ladite politique. Le 18 juin 2024, le CEI a nommé Scott Cooper en remplacement de M<sup>r</sup> Thomson pour un mandat de trois ans, avec prise d'effet le 25 août 2024. Le 6 novembre 2024, le CEI s'est réuni et a nommé Chris Slightham à titre de président avec prise d'effet le 25 août 2024.

Aucune modification apportée aux IFRS ne s'applique aux états financiers du Fonds.

Mise en garde concernant les énoncés prospectifs : Se reporter plus haut à la rubrique « Énoncés prospectifs » du présent rapport de la direction sur le rendement du fonds.

# HAZELVIEW ALTERNATIVE REAL ESTATE FUND

## Rapport de la direction sur le rendement du Fonds

Pour l'exercice clos le 31 décembre 2024

(en milliers de dollars canadiens, sauf le nombre de parts et les montants par part)

### Transactions entre parties liées

Le gestionnaire, qui agit à titre de fiduciaire, gestionnaire et conseiller en valeurs du Fonds, est réputé être une partie liée. La rubrique « Frais de gestion » ci-après présente les honoraires payés au gestionnaire. Le gestionnaire a également constitué un comité d'examen indépendant (« CEI »), comme l'exige le Règlement 81-107 sur le comité d'examen indépendant des fonds d'investissement (« Règlement 81-107 »), pour qu'il examine certains problèmes de conflits d'intérêts portés à son attention par le gestionnaire au nom des fonds de placement gérés par le gestionnaire, dont le Fonds, et pour qu'il fournisse des recommandations concernant ces problèmes ou des autorisations, le cas échéant. Le CEI a pour rôle de superviser les décisions que prend le gestionnaire lorsqu'il est en présence de conflits d'intérêts ou d'apparences de conflits d'intérêts, le tout conformément aux dispositions du Règlement 81-107. Les membres du CEI touchent une rémunération et ont droit au remboursement de leurs dépenses pour les services fournis au Fonds et aux autres fonds, et ces frais sont répartis entre tous les fonds de façon juste et raisonnable.

### FAITS SAILLANTS FINANCIERS – Série F-1

Le Fonds a été créé le 2 janvier 2023 selon l'annexe A de la déclaration de fiducie. Les tableaux ci-dessous présentent certaines des principales informations financières relatives au Fonds et visent à aider le lecteur à comprendre le rendement financier du Fonds pour les exercices indiqués.

Actif net par part du Fonds <sup>1</sup>	31 décembre 2024	31 décembre 2023
Actif net au début de l'exercice	11,08 \$	10,00 \$
Augmentation (diminution) attribuable à l'exploitation		
Total des produits	0,85	0,77
Total des charges	(0,66)	(0,90)
Commissions et autres coûts de transaction	(0,12)	(0,11)
Autres charges	(0,54)	(0,79)
Profits réalisés (pertes réalisées) pour l'exercice	1,17	(0,17)
Profits latents (pertes latentes) pour l'exercice	(0,78)	0,70
Augmentation (diminution) total attribuable à l'exploitation <sup>2</sup>	0,58	0,39
Distributions :		
Du revenu (à l'exclusion des dividendes)	-	-
Des dividendes	-	-
Des gains en capital	-	-
Remboursement de capital	-	-
Distributions totales pour l'exercice <sup>3</sup>	-	-
Actif net à la fin de la période <sup>4</sup>	12,15 \$	11,08 \$

1) Ces renseignements sont tirés des états financiers du Fonds.

2) L'actif net et les distributions sont fondés sur le nombre réel de parts en circulation de la série en question à la date considérée. L'augmentation ou la diminution attribuable à l'exploitation est fondée sur le nombre moyen pondéré de parts en circulation de la série en question au cours de la période.

3) Ce tableau ne vise pas à faire le rapprochement de l'actif net par part au début et à la fin de l'exercice.

Ratios et données supplémentaires	31 décembre 2024	31 décembre 2023
Valeur liquidative totale <sup>1</sup>	9 463 \$	14 726 \$
Nombre de parts en circulation <sup>1</sup>	778 893	1 328 519
Ratio des frais de gestion <sup>2</sup>	1,57 %	1,54 %
Ratio des frais de gestion (excluant les charges prises en charge)	3,08 %	2,17 %
Ratio des frais d'opération <sup>3</sup>	1,09 %	1,38 %
Taux de rotation du portefeuille <sup>4</sup>	383,99 %	426,43 %
Valeur liquidative par part <sup>1</sup>	12,15 \$	11,08 \$

1) Cette information est donnée en date de clôture de l'exercice indiqué.

2) Le ratio des frais de gestion est fondé sur le total des charges (exclusion faite des retenues d'impôt sur les dividendes étrangers et des commissions et autres coûts de transaction liés au portefeuille) pour les exercices indiqués et il est exprimé en pourcentage annualisé de la valeur liquidative quotidienne moyenne au cours de l'exercice indiqué.

3) Le ratio des frais d'opération correspond au total des commissions et autres coûts de transaction liés au portefeuille exprimé en pourcentage annualisé de la valeur liquidative quotidienne moyenne au cours des exercices indiqués.

4) Le taux de rotation du portefeuille du Fonds indique dans quelle mesure le conseiller en valeurs du Fonds gère activement les placements du portefeuille. Un taux de rotation du portefeuille de 100 % signifie que le Fonds a acheté et vendu l'équivalent de la totalité des titres détenus dans son portefeuille une fois au cours de l'exercice indiqué. Plus le taux de rotation du portefeuille du Fonds est élevé pour un exercice, plus les frais d'opération que le Fonds devra payer durant cet exercice et la probabilité qu'un investisseur touche des gains en capital imposables au cours de cet exercice sont élevés. Il n'y a pas nécessairement de corrélation entre un taux de rotation élevé et le rendement du Fonds.

## HAZELVIEW ALTERNATIVE REAL ESTATE FUND

### Rapport de la direction sur le rendement du Fonds

Pour l'exercice clos le 31 décembre 2024

(en milliers de dollars canadiens, sauf le nombre de parts et les montants par part)

---

#### Frais de gestion

Le gestionnaire reçoit des frais de gestion que le Fonds devra payer pour la prestation de ces services au Fonds. Les frais de gestion varient pour chaque série de parts. Les frais de gestion sont calculés et cumulés quotidiennement selon un pourcentage de la valeur liquidative des séries de parts du Fonds, majorés des taxes applicables, et payables au dernier jour de chaque trimestre de l'année civile.

Parts de série A : 2,00 % par année

Parts de série F : 1,00 % par année

Parts de série F-1 : 0,90 % par année

Parts de série I : négociés et payés directement par l'investisseur.

La charge des frais de gestion pour l'exercice clos le 31 décembre 2024 était de 112 \$ (136 \$ pour la période du 2 janvier 2023 [date de création] au 31 décembre 2023).

Pour chaque période annuelle (une « année de détermination ») se terminant le 31 décembre (la « date d'évaluation du rendement »), le gestionnaire aura le droit de recevoir une rémunération au rendement (une « rémunération au rendement ») pour chaque série de parts du Fonds, en fonction de chaque part :

- i) Pour les parts de série A et de série I, 20 % du montant excédentaire du rendement total (au sens défini ci-après) de ces parts pour l'année de détermination sur le produit de la multiplication du taux de rendement exigé (au sens défini ci-après) par le prix record (au sens défini ci-après) de cette part calculé et cumulé quotidiennement.
- ii) Pour les parts de série F-1, 15 % du montant excédentaire du rendement total (au sens défini ci-après) de ces parts pour l'année de détermination sur le produit de la multiplication du taux de rendement exigé (au sens défini ci-après) par le prix record (au sens défini ci-après) de cette part calculé et cumulé quotidiennement.
- iii) Pour les parts de série F, 20 % du montant excédentaire du rendement total (au sens défini ci-après) de ces parts pour l'année de détermination sur le prix record (au sens défini ci-après) de cette part calculé et cumulé quotidiennement.

Le « taux de rendement exigé » pour toutes les séries de parts est de 2 % par année.

Le « prix record » pour une part est le prix le plus élevé de ce qui suit (après l'ajustement approprié pour les distributions effectuées, et tout passif d'impôt courant ou différé pour la période annuelle considérée) :

- i) le prix quotidien des parts d'une série;
- ii) la valeur liquidative par part de série à la date d'évaluation du rendement de la période annuelle précédant l'année de détermination;
- iii) la valeur liquidative par part de série à la date d'évaluation du rendement de la dernière période annuelle au cours de laquelle une rémunération au rendement a été versée par rapport à ces parts.

La rémunération au rendement, le cas échéant, et les taxes applicables sont payables par le Fonds au gestionnaire dans les 30 jours suivant le 31 décembre de chaque année. Le montant global de la rémunération au rendement payable sur toutes les parts d'une série sera déduit à titre de charge du Fonds et attribué à une série de parts dans le calcul de la valeur liquidative de cette série de parts.

Le « rendement total » signifie le rendement généré sur une série de parts, y compris les produits tirés des distributions déclarées et les impôts (exigibles et différés) attribués à un porteur de parts, ainsi que la plus-value ou la moins-value de la valeur liquidative par part de la série, au cours de la période civile, calculée au 31 décembre de chaque année après déduction des frais de gestion ou de suivi payables par le Fonds au gestionnaire conformément à la convention de gestion de placements.

# HAZELVIEW ALTERNATIVE REAL ESTATE FUND

## Rapport de la direction sur le rendement du Fonds

Pour l'exercice clos le 31 décembre 2024

(en milliers de dollars canadiens, sauf le nombre de parts et les montants par part)

Le gestionnaire peut apporter au prix de la part, au prix record et au taux de rendement exigé par part les ajustements qu'il juge nécessaires, afin de tenir compte du paiement des distributions sur les parts, des fractionnements ou des consolidations de parts ou des événements ou questions qui pourraient, à son avis, avoir une incidence sur le calcul de la rémunération au rendement.

Le gestionnaire se réserve le droit de suspendre, réduire ou renoncer à la rémunération au rendement en tout temps et à son gré.

La rémunération au rendement nette pour l'exercice clos le 31 décembre 2024 était de 8 \$, 138 \$ après renonciation (néant pour la période du 2 janvier 2023 [date de création] au 31 décembre 2023). La rémunération au rendement payable, y compris les taxes applicables, au 31 décembre 2024 était de 8 \$ (néant en 2023).

Le Fonds a engagé des charges totalisant 590 \$ pour l'exercice clos le 31 décembre 2024 (748 \$ pour la période du 2 janvier 2023 [date de création] au 31 décembre 2023), avant la prise en charge par le gestionnaire d'un montant de 155 \$ (76 \$ pour la période du 2 janvier 2023 [date de création] au 31 décembre 2023).

Au 31 décembre 2024, le Fonds avait un montant à recevoir du gestionnaire de 56 \$ (10 \$ en 2023).

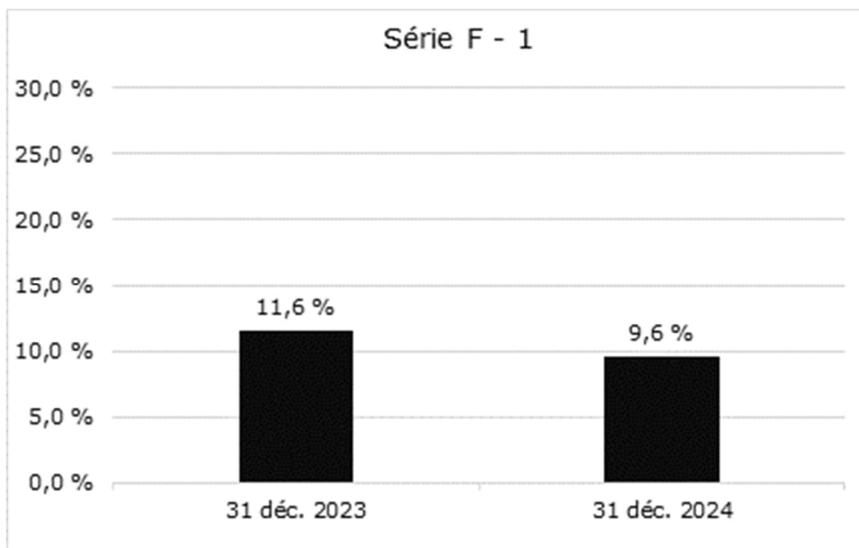
## RENDEMENT PASSÉ

Les informations sur le rendement supposent que toutes les distributions effectuées par le Fonds au cours de l'exercice indiqué ont été réinvesties dans des parts additionnelles du Fonds. Les informations sur le rendement ne prennent pas en considération les ventes, les rachats, les distributions et les autres frais facultatifs qui auraient pu réduire les rendements ou nuire à la performance. Le rendement passé du Fonds n'est pas nécessairement indicatif de son rendement futur.

## RENDEMENTS ANNUELS

Les graphiques ci-dessous présentent le rendement, exprimé en pourcentage, de chaque série du Fonds pour chacun des exercices indiqués (clos les 31 décembre de chaque exercice) et illustrent la variation du rendement d'un exercice à l'autre. Ils indiquent également, sous forme de pourcentage, la variation à la hausse ou à la baisse d'un placement effectué le premier jour de chaque exercice, ou de la date de création de la série, selon le cas, au dernier jour de chaque exercice et présument que les distributions ont été réinvesties selon la valeur liquidative le jour où les distributions ont été versées.

Pour les séries créées au cours d'un exercice, le rendement correspondant n'est pas annualisé et représente le rendement de la période entre la date de création de la série et le dernier jour de l'exercice considéré.



# HAZELVIEW ALTERNATIVE REAL ESTATE FUND

## Rapport de la direction sur le rendement du Fonds

Pour l'exercice clos le 31 décembre 2024

(en milliers de dollars canadiens, sauf le nombre de parts et les montants par part)

### RENDEMENTS COMPOSÉS ANNUELS

Le tableau qui suit présente une comparaison des rendements totaux composés annuels passés du Fonds pour les exercices indiqués clos les 31 décembre, lequel est décrit plus bas :

	1 an	3 ans	5 ans	Depuis sa création
Série F	9,6 %	NA	NA	10,9 %

### SOMMAIRE DU PORTEFEUILLE

Au 31 décembre 2024 :

Le sommaire du portefeuille peut changer en raison des opérations courantes conclues à l'égard des titres en portefeuille.

Sommaire des 25 principaux titres détenus	Catégorie d'actif	% de la valeur liquidative
<b>POSITIONS ACHETEUR</b>		
Equinix Inc.	Actions ordinaires	8,5 %
Regency Centers Corp.	Actions ordinaires	6,3 %
Sonida Senior Living Inc.	Actions ordinaires	6,2 %
CareTrust REIT Inc.	Actions ordinaires	5,5 %
Sunstone Hotel Investors Inc.	Actions ordinaires	5,0 %
ERWE (KSLK Trust GmbH)	Dettes privées	4,7 %
Actions privilégiées – Vornado Realty Trust, 5,25 %	Actions privilégiées	4,6 %
Public Storage	Actions ordinaires	4,6 %
Camden Property Trust	Actions ordinaires	4,1 %
Equity Residential	Actions ordinaires	4,0 %
Chartwell, résidences pour retraités	Actions ordinaires	3,6 %
Vonovia SE	Actions ordinaires	3,5 %
Agree Realty Corp.	Actions ordinaires	3,4 %
Essential Properties Realty Trust Inc.	Actions ordinaires	3,3 %
American Tower Corp.	Actions ordinaires	3,2 %
Fonds de placement immobilier Allied, 3,095 %, 6 février 2032	Titres à revenu fixe	3,1 %
Invitation Homes Inc.	Actions ordinaires	3,0 %
Montea NV	Actions ordinaires	3,0 %
CBRE Group Inc.	Actions ordinaires	3,0 %
Warehouse Reit PLC	Actions ordinaires	3,0 %
Great Portland Estates PLC	Actions ordinaires	3,0 %
Digital Realty Trust Inc.	Actions ordinaires	2,8 %
Retail Opportunity Investments Corp.	Actions ordinaires	2,6 %
<b>POSITIONS VENDEUR</b>		
Healthcare Realty Trust Inc.	Actions ordinaires	-4,0 %
Vanguard Global ex-U.S. Real Estate ETF	Actions ordinaires	-3,9 %
<b>Total</b>		<b>86,1 %</b>

# HAZELVIEW ALTERNATIVE REAL ESTATE FUND

## Rapport de la direction sur le rendement du Fonds

Pour l'exercice clos le 31 décembre 2024

(en milliers de dollars canadiens, sauf le nombre de parts et les montants par part)

### SOMMAIRE DU PORTEFEUILLE (suite)

Au 31 décembre 2024 :

#### Composition du portefeuille

Région	% de la valeur liquidative	Secteur	% de la valeur liquidative
États-Unis	72,0 %	Industriel	16,0 %
Royaume-Uni	11,6 %	Soins de santé	15,2 %
Allemagne	7,1 %	Multilogements	12,9 %
Canada	6,7 %	Centre de données	12,8 %
Trésorerie	3,8 %	Bureaux	6,9 %
Pays-Bas	2,4 %	Locaux à loyer hypernet	6,7 %
Belgique	1,8 %	Entreposage libre-service	6,4 %
Suède	0,9 %	Divers	6,3 %
Suisse	-2,6 %	Hébergement hôtelier	4,9 %
<u>Autres passifs, montant net</u>	<u>-3,7 %</u>	Logements unifamiliaux locatifs	4,4 %
Total	100,0 %	Trésorerie	3,8 %
		Tours cellulaires	3,2 %
<u>Types d'actifs</u>	<u>% de la valeur liquidative</u>	Centre commercial régional	2,0 %
Actions ordinaires	87,7 %	Centres commerciaux	1,4 %
Trésorerie	3,8 %	Constructeurs d'application	1,0 %
Titres de créances de sociétés fermées	4,7 %	Dérivés	-0,2 %
Titres à revenu fixe	3,1 %	<u>Autres passifs, montant net</u>	<u>-3,7 %</u>
Actions privilégiées	4,6 %	Total	100,0 %
Dérivés de sociétés ouvertes	-0,2 %		
<u>Autres passifs, montant net</u>	<u>-3,7 %</u>		
Total	100,0 %		