



**hazelview**  
INVESTMENTS

# RAPPORT SUR LES PERSPECTIVES MONDIALES DE L'IMMOBILIER PUBLIC



20

24

# LETTRE DES GESTIONNAIRES DE PORTEFEUILLE



Nous pensons que les prix des actions des FPI sont prêts à décoller en 2024, après avoir patiemment attendu leur tour sur la piste d'envol pendant près de deux ans.

Les conditions actuelles de l'économie et des marchés des capitaux ont évolué vers un paysage beaucoup plus favorable, en particulier en ce qui concerne la trajectoire des taux d'intérêt.

Alors que nous naviguons dans le paysage de l'investissement pour l'année à venir, notre attention se porte sur les fonds de placement immobilier qui font preuve de résilience dans un climat économique en décélération. Nous mettons l'accent sur les sociétés dont l'évaluation est attrayante et qui offrent un rendement escompté proportionnellement plus élevé.

Notre conviction est étayée par l'attrait des FPI par rapport aux actions publiques, à l'immobilier privé, aux valorisations historiques et à nos projections, qui indiquent que les FPI se négocient actuellement avec une forte décote par rapport à leur valeur intrinsèque et supposent une hausse de 22 % par rapport aux niveaux actuels du marché.

Ainsi, notre rapport présente le contexte de la récente hausse des prix des actions, explique pourquoi nous pensons que les FPI sont positionnés pour une surperformance en 2024 et répond à des questions telles que :

- Comment les FPI se comportent-ils dans un contexte de baisse des taux d'intérêt?
- Où se situent les évaluations du marché public par rapport au marché privé?
- Quelle est la valeur ajoutée intrinsèque des FPI aujourd'hui?
- Pourquoi la baisse rapide de l'offre de nouveaux produits ouvre-t-elle la voie à un avenir meilleur?

Enfin, nous mettons en avant une sélection de sociétés dans différentes régions où nous pensons qu'il existe une forte possibilité de surperformance.

Au nom de Hazelview Investments, nous remercions sincèrement nos clients et nos partenaires d'avoir confié à notre équipe la gestion de leurs investissements. Nous sommes tournés vers l'avenir en gardant un œil vigilant sur tableau de bord, et nous nous engageons à garantir des résultats optimaux dans nos activités.

Merci,

Corrado Russo

Sam Sahn

Claudia Reich Floyd

# RECAPRÉCAPITULATIF DU MARCHÉ

Les FPI ont sprinté jusqu'à la ligne d'arrivée en 2023, les banques centrales ayant adouci leur discours belliciste sur les futures hausses de taux d'intérêt. Les FPI mondiales ont gagné +18,9 % en novembre et décembre pour terminer l'année 2023 à +10,8 %.<sup>1</sup> Bien qu'ils aient terminé l'année 2023 en beauté, les FPI ont connu une deuxième année consécutive de sous-performance par rapport aux actions mondiales (1 359 points de base), principalement en raison de la hausse des taux pendant la majeure partie de l'année 2023.

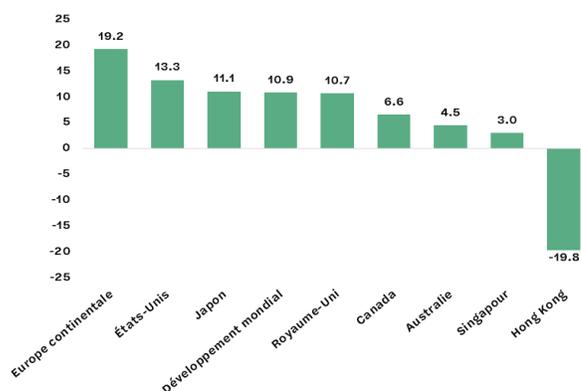
Au cours des deux dernières années, les banques centrales du monde entier ont relevé leurs taux d'intérêt à 520 reprises afin de ramener l'inflation à son niveau d'avant la pandémie de COVID-19.<sup>2</sup> Malgré le resserrement des conditions financières en 2023, l'inflation est restée plus forte que prévu et la croissance économique s'est avérée plus résistante, grâce à un marché du travail sain. La récession anticipée, prévue par la plupart des économistes et des stratégies de Wall Street pour 2023, ne s'est jamais matérialisée.

**“... EN 2023, L'INFLATION EST RESTÉE PLUS FORTE QUE PRÉVU ET LA CROISSANCE ÉCONOMIQUE S'EST AVÉRÉE PLUS RÉSISTANTE, GRÂCE À UN MARCHÉ DU TRAVAIL SAIN. LA RÉCESSION ANTICIPÉE, PRÉVUE PAR LA PLUPART DES ÉCONOMISTES ET DES STRATÈGES DE WALL STREET POUR 2023, NE S'EST JAMAIS MATÉRIALISÉE.”**

En 2023, l'Allemagne a réalisé une performance exceptionnelle, générant un rendement total de +32,0 % (EUR).<sup>3</sup> Cette évolution s'explique par la forte reprise du secteur de l'immobilier collectif, menée par Vonovia, que nous avons désigné comme l'un de nos investissements préférés dans notre [Rapport sur les perspectives 2023](#). Les FPI américaines ont terminé l'année à +13,3 % (USD), aidées par des prévisions

politiques plus favorables de la part de la Réserve fédérale.<sup>3</sup> À l'inverse, Hong Kong a enregistré la plus mauvaise performance de tous les pays, avec un recul de près de -20 % (HKD), en raison 1) d'un ralentissement de l'économie chinoise et de la crainte que cela n'affecte les fondamentaux de l'immobilier commercial à Hong Kong et 2) du sentiment négatif des investisseurs aux États-Unis.<sup>3</sup>

**Figure 1 : Rendement par pays**



Source : Bloomberg LP., Hazelview Securities Inc. En date du 31 décembre 2023 Les rendements totaux sont présentés en monnaie locale.

Tout au long de l'année 2023, la hausse des taux d'intérêt a freiné l'enthousiasme des investisseurs pour les FPI, entraînant des sorties de 10,3 milliards de dollars des fonds communs de placement et des FNB dédiés.<sup>4</sup> Nous pensons que la forte augmentation des taux d'intérêt au cours des deux dernières années a eu un impact profond sur les flux de fonds. Un renversement s'est amorcé au mois de décembre, où le secteur a enregistré 271 millions de dollars d'entrées.<sup>4</sup> Pour mettre les choses en perspective, entre 2012 et 2021, le secteur des FPI a enregistré des entrées de fonds de 11,8 milliards de dollars par an en moyenne, au cours des années où les flux de fonds ont été positifs.<sup>4</sup>

Dans les prochaines sections, nous examinerons les implications du changement de politique monétaire pour les FPI et déterminerons comment les valorisations posent les bases d'une surperformance en 2024.

# PRÉVISIONS SUR LES TITRES IMMOBILIERS MONDIAUX EN 2024

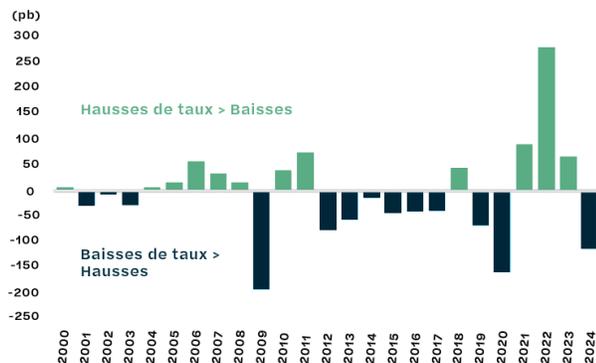
**À l'aube de 2024, nous pensons que les FPI sont prêts à décoller après deux ans d'immobilisme.**

Nous pensons que l'environnement actuel de l'économie et des marchés de capitaux est nettement plus favorable aujourd'hui qu'il ne l'a été au cours des deux dernières années, en particulier en ce qui concerne les perspectives des taux d'intérêt.

Les indicateurs économiques récents suggèrent une modération de l'inflation et de la croissance économique. Les banquiers centraux sont donc convaincus que le resserrement des conditions financières, conjugué à l'effet de décalage dû à la hausse des taux d'intérêt et à la réduction des bilans des banques centrales, ralentira l'inflation pour la ramener à des niveaux plus proches de ceux des années précédant la pandémie.

Comme le montre la Figure 2, selon la Bank of America, les banques centrales du monde entier devraient réduire les taux d'intérêt 152 fois en 2024 - pour la première fois en trois ans, les réductions de taux d'intérêt dépasseront les hausses.<sup>5</sup>

**Figure 2 : Hausses de taux des banques centrales mondiales vs. Réductions**



Source : Stratégie d'investissements mondiaux de la BofA.

En décembre, la Réserve fédérale américaine a fait un virage important, signalant la possibilité de réduire les taux d'intérêt de 75 points de base en 2024, en raison de l'anticipation d'une inflation atteignant 2 % d'ici la fin de l'année. En outre, la Banque centrale européenne a également suggéré des réductions potentielles des taux d'intérêt, révisant à la baisse ses prévisions d'inflation pour 2024. Enfin, la Chine envisage également de réduire le ratio des réserves obligatoires et/ou les taux d'intérêt en raison de la faiblesse de la demande intérieure, qui pourrait entraîner une déflation.

Comme le montre la Figure 3, lorsque les banques centrales interrompent leurs hausses de taux, comme cela a été le cas en décembre, les rendements obligataires diminuent généralement.

**Figure 3 : Changements aux rendements obligataires américains à 10 ans**

	Août 84	Sept. 87	Fév. 89	Fév. 95	Mars 97	Mai 00	Juin 06	Déc. 18	Moyenne
-12m	100	214	118	192	52	80	122	29	113
-11m	97	200	87	138	23	50	92	10	87
-10m	100	201	61	72	11	76	103	-12	76
-9m	97	232	17	62	-13	46	90	-10	65
-8m	79	216	49	54	-8	53	63	-16	61
-7m	96	207	28	34	1	36	72	-30	55
-6m	69	218	4	55	1	47	84	-14	59
-5m	7	175	42	49	23	12	68	-8	46
-4m	-14	82	57	6	63	-26	64	-11	28
-3m	-86	76	30	-24	42	-12	39	-31	4
-2m	-113	100	34	-27	14	18	14	-44	0
-1m	-76	51	44	-16	37	57	15	-31	10
<b>Dernière hausse de la Réserve fédérale</b>									
1m	-13	29	4	-44	18	-45	-20	3	-9
2m	-66	-41	-23	-46	-2	-33	-42	-12	-33
3m	-125	-33	-76	-60	-32	-59	-57	-14	-57
4m	-127	-50	-114	-146	-58	-58	-52	-20	-78
5m	-116	-102	-135	-146	-38	-69	-67	-36	-89
6m	-100	-101	-120	-119	-64	-76	-49	-73	-88
7m	-81	-63	-117	-143	-78	-124	-30	-70	-88
8m	-144	-37	-151	-148	-91	-119	-63	-115	-108
9m	-200	-22	-159	-168	-102	-132	-55	-97	-117
10m	-224	-52	-156	-195	-108	-165	-50	-100	-131
11m	-229	-31	-101	-209	-115	-117	-31	-97	-116
12m	-246	-29	-84	-206	-112	-98	-17	-83	-109

Source : Bloomberg LP., J.P. Morgan.

La question à laquelle nous allons tenter de répondre pour les investisseurs est la suivante :

**QU'EST-CE QUE  
CELA SIGNIFIE  
POUR LES FPI À  
L'AUBE DE  
2024 ?**

Si l'on remonte près de 30 ans en arrière, en 1995, lorsque les banques centrales ont interrompu leurs campagnes de relèvement des taux d'intérêt, les FPI, en tant que classe d'actifs, ont enregistré le meilleur rendement sur une période de six mois, et sur une période de neuf mois, ils ont généré un rendement total de plus de 15 % (figure 4).

**Figure 4 : Rendements totaux à la fin du cycle de hausse**

Retour à la fin du cycle de hausse (1995-présent)	Retour 1 mois	Retour 3 mois	Retour 6 mois	Retour 9 mois
INDICE S&P 500	3,0 %	606 %	8,7 %	11,2 %
NASDAQ	3,5%	12,7 %	8,3 %	8,1 %
DÉTAIL	2,7 %	7,1 %	11,1 %	12,9 %
ÉNERGIE	0,7 %	2,9 %	4,1 %	4,6 %
BANQUES	3,2 %	9,7 %	15,8 %	19,7 %
SERVICES PUBLICS	3,7 %	9,9 %	15,7 %	21,1 %
FPI	1,8 %	7,4 %	19,9 %	15,9 %
TRANSPORT	4,4 %	6,8 %	13,8 %	16,9 %
PÉTROLE BRUT - WTI	-5,9 %	4,4 %	-11,6 %	-12,7 %
OR	-1,3 %	-3,0 %	-0,7 %	0,0 %

Source : Bloomberg LP., JPM US Market Intelligence. Données en date du 7 juillet 2023.



## Où cela nous mène-t-il?

Dans notre [Rapport sur les perspectives 2023](#), nous avons identifié trois catalyseurs qui aideraient les FPI à réduire la décote :

- le ralentissement du rythme des hausses de taux d'intérêt
- des bénéfices d'entreprise supérieurs aux attentes modérées et des fusions
- acquisitions constituant un plancher pour les valorisations

Les trois catalyseurs se sont matérialisés en 2023, mais c'est la décélération du rythme des hausses de taux et le changement d'orientation de la politique monétaire qui ont eu l'impact positif le plus important sur les prix des actions des FPI.

**Alors que nous réfléchissons aux opportunités d'investissement dans les FPI pour l'année à venir, nous pensons que les FPI capables d'assurer une croissance attrayante de leurs bénéfices, de conserver leur pouvoir de fixation des prix dans un contexte de ralentissement économique, d'augmenter leurs marges et de se négocier à une valorisation attrayante avec un rendement attendu plus élevé que la moyenne, surperformeront.**

**En ce qui concerne la valorisation, malgré la vague de gains enregistrés en novembre et décembre, nous pensons que les FPI sont bon marché par rapport aux actions publiques, à l'immobilier privé, aux valorisations historiques et à l'évolution des valorisations au cours des deux prochaines années.**

# 1

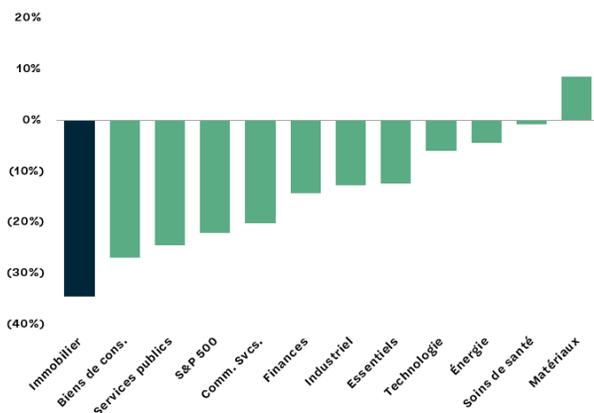
## PAR RAPPORT AUX ACTIONS PUBLIQUES

Comme le montre la Figure 5, depuis le début de 2022, les FPI mondiales ont sous-performé les actions mondiales de 18,6 %, dont environ 13,6 % en 2023.<sup>3</sup>

Au cours des deux dernières années, les fondamentaux de l'immobilier dans le monde, à l'exception du secteur des bureaux, ont été très bons, caractérisés par de meilleurs taux d'occupation, une hausse des loyers du marché, une augmentation des marges sur le revenu net d'exploitation et une libération des écarts sur les baux arrivant à échéance et sur la relocation des espaces vacants. Depuis le début de l'année 2022, la reprise vigoureuse des fondamentaux de l'exploitation s'est traduite par une croissance cumulée des bénéfices de plus de 15 % pour l'industrie mondiale des FPI.<sup>6</sup>

Malgré cette croissance, depuis le début de l'année 2022, les FPI ont connu une contraction substantielle de leur multiple de négociation d'environ 35 %, dépassant les baisses observées dans tout autre secteur d'activité.

**Figure 5 : Variation du ratio cours/bénéfices à terme depuis 2021**

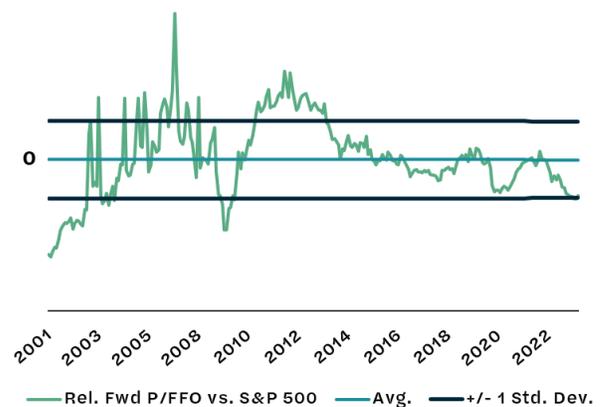


Source : Stratégie capital et quant. de la Bank of America. Données en date du 30 novembre 2023.

Comme le montre la Figure 6, les FPI se négocient à

un écart-type en dessous de leur moyenne historique par rapport au marché général des actions. Au cours des vingt dernières années et plus, les seules périodes au cours desquelles les FPI ont été négociés à des niveaux de valorisation aussi bas ont été l'effondrement technologique de 2001, la crise financière mondiale de 2009 et la pandémie de COVID-19 en 2020.

**Figure 6 : FPI vs FPE perspectif de l'Indice S&P 500**



Source : Stratégie capital et quant. de la Bank of America. Données en date du 30 novembre 2023.

Afin de fournir un contexte pour le potentiel de hausse des FPI par rapport aux actions, les FPI mondiales<sup>7</sup> se négocient actuellement à environ 5,5 % en dessous de leur pic pré-pandémique de février 2020, alors que les actions mondiales<sup>8</sup> se négocient à environ 30 % au-dessus de ce niveau. Combinée, cette différence représente un écart d'environ ~36 %, ce qui équivaut presque à la baisse du multiple de négociation enregistrée par les FPI au cours des deux dernières années.

# 2

## PAR RAPPORT À L'IMMOBILIER PRIVÉ

L'incertitude économique et la volatilité des marchés financiers observées en 2022 et 2023, causées par le resserrement de la politique monétaire des banques centrales, ont créé un décalage important entre les évaluations des FPI publiques et celles du marché immobilier privé. Comme le montre la Figure 7, la valeur des FPI publiques est nettement inférieure à celle de l'immobilier privé de base et stabilisé, une dynamique qui s'est manifestée lors de la crise financière mondiale et de la pandémie de COVID-19 en 2020.

Au cours de ces deux périodes, les prix des actions des FPI publiques ont d'abord baissé, comme au cours des 24 derniers mois, mais ils ont ensuite surperformé pendant plusieurs années, réduisant finalement l'écart de valorisation avec le marché privé. Nous sommes confrontés à la même dichotomie aujourd'hui. Toutefois, cette fois-ci, la déconnexion est plus importante et s'est produite plus rapidement que lors de la crise financière mondiale et de la pandémie de COVID-19 en 2020.

**Figure 7 : Décote sur l'immobilier privé**



Source : 1. Indice FTSE EPRA/NAREIT Global Local Return du T2 2006 au 30 novembre 2023. 2. GREFI All Funds Local Return Index, données du T2 2006 au 30 juin 2023.

Sur la base du graphique ci-dessus, la décote implicite entre les prix des FPI publiques et ceux du marché privé est de -30%.<sup>9</sup> Nous pensons que l'écart entre les valorisations de l'immobilier public et privé

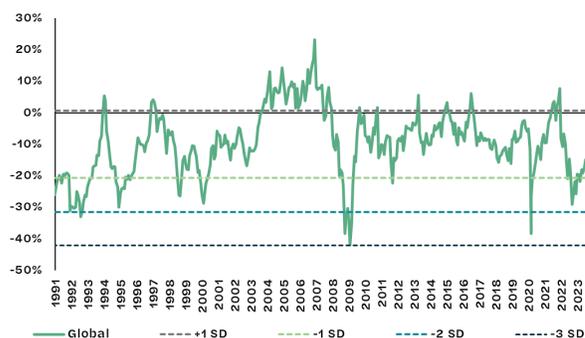
a commencé à se réduire et qu'il continuera à se réduire en 2024, comme lors des cycles précédents. Si les évaluations des FPI publiques devaient revenir au niveau actuel du marché immobilier privé, cela impliquerait une hausse de 43%.<sup>9</sup>

# 3

## PAR RAPPORT AUX ÉVALUATIONS HISTORIQUES

Comme le montre la Figure 8, les FPI mondiales se négocient avec une décote de près de 12 % par rapport à la valeur liquidative, ce qui est inférieur à leur moyenne à long terme sur plus de 30 ans.<sup>10</sup> Nous pensons que la valeur liquidative au comptant reflète un environnement de taux d'intérêt plus élevé que ce qui est prévu pour les 12 prochains mois. En d'autres termes, les valeurs liquidatives au comptant peuvent augmenter à mesure que les taux baissent et que les volumes de transactions s'améliorent.

**Figure 8 : Décote par rapport à la valeur liquidative des biens immobiliers mondiaux cotés en bourse**



Source : UBS. Données en date du 15 décembre 2023.

Pas plus tard qu'en novembre, les FPI se négociaient avec une décote de plus de 20 % par rapport à la valeur liquidative. Comme on l'a vu au cours des cycles précédents, il est courant que les décotes par rapport à la valeur nette d'inventaire dépassent 20 % pendant de courtes périodes. Historiquement, lorsque les FPI se négocient avec une décote par



rapport à la valeur liquidative supérieure à 20 %, le secteur est systématiquement revenu à la valeur liquidative, et l'a souvent dépassée. Nous pensons que la baisse des valorisations des FPI cotées en bourse, qui a commencé en 2022 et s'est poursuivie pendant la majeure partie de 2023, est probablement terminée, grâce à la réorientation de la politique monétaire en décembre.

2023, nous avons augmenté le coût du capital pour les FPI afin de refléter un environnement favorisant les taux d'intérêt plus élevés pendant plus longtemps. Si les taux d'intérêt baissent conformément aux prévisions de tiers et aux orientations de la banque centrale, la valeur des actifs pourrait augmenter au cours des 12 prochains mois ; toutefois, nos modèles d'évaluation prospectifs ne tiennent pas compte d'une éventuelle compression du taux plafond.

# 4

## PAR RAPPORT AUX ÉVALUATIONS DE HAZELVIEW

En raison des mauvaises performances enregistrées en 2022 et 2023, nous pensons que les FPI sont bon marché et que des valorisations attrayantes constituent un élément important de l'histoire des FPI à l'aube de 2024.

Nos modèles d'évaluation suggèrent que les FPI sont évaluées avec une décote élevée par rapport à la valeur intrinsèque (définie comme un mélange entre la valeur liquidative et les flux de trésorerie actualisés), ce qui implique une hausse des prix de ~22 % par rapport à aujourd'hui<sup>11</sup>.

À titre d'illustration, une variation de 25 points de base des taux de capitalisation se traduit par une augmentation de la valeur nette d'inventaire d'environ 7 %<sup>11</sup>. Par conséquent, nous prévoyons davantage de hausse que de baisse pour nos valeurs liquidatives, en particulier lorsque les volumes de transactions immobilières s'améliorent, ce qui entraîne une meilleure découverte des prix.

Enfin, alors que les FPI se négocient globalement avec une forte décote par rapport à leur valeur intrinsèque, nous pensons que, grâce à une gestion active, nous pouvons positionner stratégiquement nos portefeuilles sur des sociétés, des types de biens et des zones géographiques spécifiques présentant un meilleur potentiel de hausse et de rendement afin de tirer parti des opportunités qui se présentent actuellement sur le marché.

**Figure 9 : Projections de Hazelview**

	Décote Valeur intrinsèque	Hausse Valeur intrinsèque	Dividende Rendement	Rendement potentiel à la hausse
<b>Univers mondial des FPI</b>	-17,1 %	20,7 %	4,0 %	24,6 %
<b>Selon la géographie</b>				
États-Unis	-13,1 %	15,1 %	3,8 %	18,9 %
Canada	-19,6 %	24,4 %	5,2 %	29,6 %
Europe continentale	-21,5 %	27,4 %	2,9 %	30,3 %
Royaume-Uni	-19,1 %	23,7 %	4,5 %	28,1 %
Australie	-14,5 %	17,0 %	4,3 %	21,2 %
Hong Kong	-41,5 %	71,1 %	6,9 %	77,9 %
Japon	-19,8 %	24,7 %	3,5 %	28,2 %
Singapour	-13,3 %	15,4 %	6,0 %	21,4 %
<b>Univers mondial des FPI</b>	-17,1 %	20,7 %	4,0 %	24,6 %

Source : Bloomberg LP. Données au 3 janvier 2024.

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

Nous pensons que nos modèles d'évaluation prévisionnels sont prudents et tout au long de l'anne



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

**Outre un environnement de taux d'intérêt plus favorable en 2024, qui devrait servir de catalyseur positif pour les FPI,** nous pensons qu'il existe d'autres vents contraires qui pourraient aider les FPI à combler la décote actuelle. Il s'agit notamment de la résistance des bénéficiaires des entreprises malgré le ralentissement de la croissance économique et de la diminution rapide de l'offre nouvelle, qui permettent aux propriétaires de biens immobiliers d'exercer un plus grand pouvoir de fixation des prix afin de maintenir des hausses continues des loyers.



# 1

## DES BÉNÉFICES SOLIDES POUR LES ENTREPRISES

Selon J.P. Morgan, l'économie mondiale devrait croître de 2,2 % en 2024, ce qui est plus lent qu'en 2022 et 2023 en raison de l'effet retard de 384 points de base du resserrement mondial au cours des deux dernières années.<sup>12</sup>

Même si la croissance économique devrait être plus lente en 2024, nous pensons que les bénéfices des FPI résisteront grâce aux augmentations contractuelles annuelles des loyers, aux écarts de libération positifs à l'expiration et à la location d'espaces vacants. Selon UBS, les revenus mondiaux des sociétés de placement immobilier devraient augmenter de plus de 10 % au total en 2024 et 2025<sup>6</sup>. Ce taux de croissance intègre déjà l'augmentation des impôts fonciers, des coûts salariaux et des coûts d'intérêt liés à la hausse des taux. La capacité des FPI à réaliser un taux de croissance annuel moyen des bénéfices à un chiffre, qui est plus de deux fois supérieur au taux de croissance du PIB réel, est, selon nous, à la fois attrayante et défensive.

Outre les perspectives positives en matière de bénéfices, nous constatons des différences marquées au sein de l'univers des FPI. Alors que les cours des actions ont souffert d'un sentiment négatif, les fondamentaux opérationnels diffèrent considérablement d'une entreprise à l'autre. Historiquement, nous avons constaté que nous sommes en mesure de générer un alpha intéressant après des périodes où les fortes réactions du marché sont principalement dues à des facteurs macroéconomiques, comme ce fut le cas en 2022 et 2023.

# 2

## BAISSE RAPIDE DE L'OFFRE NOUVELLE

La demande et l'offre sont les deux faces de la médaille fondamentale. Actuellement, la demande d'espace immobilier résidentiel et commercial est bonne dans la plupart des zones géographiques et des types de biens (à l'exception des bureaux et des sciences de la vie), grâce à la résistance de l'économie mondiale et à la poursuite de la croissance de l'emploi.

On n'accorde pas assez d'attention à l'ampleur de la baisse de l'offre nouvelle prévue pour 2024 et 2025. La hausse de l'inflation au cours des 18 derniers mois a eu pour conséquence une augmentation significative des coûts de construction et de financement au cours des 12 derniers mois, du fait que les taux d'intérêt sont restés élevés pendant plus longtemps.

Nous rencontrons fréquemment des entreprises et des courtiers qui signalent une pénurie d'offre pour de nombreux types de biens immobiliers à partir du second semestre 2024 et 2025. Sur certains marchés, nous avons commencé l'année 2023 avec une offre minimale. La diminution de l'activité de construction mettra encore plus en évidence le déséquilibre entre l'offre et la demande dans certaines régions et pour certains types de biens.

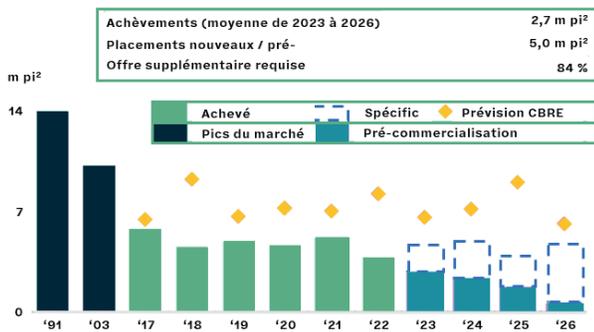
Par exemple, dans le secteur industriel américain, les promoteurs sont confrontés à des conditions financières plus strictes, notamment à des exigences de recours et à des taux d'emprunt plus élevés, ce qui a rendu de nombreux projets économiquement irréalisables. Selon CBRE, la construction industrielle est tombée à 59,6 millions de pieds carrés au deuxième trimestre 2023, en décélération depuis trois trimestres consécutifs, et en baisse de 50 % par rapport à 2022.

Lors de son appel sur les résultats du deuxième trimestre, Prologis a mentionné que le nombre de mises en chantier en Europe a diminué de 50 %. Bien que nous puissions voir des périodes sporadiques d'offre élevée, comme dans la première moitié de 2024, nous pensons qu'une offre en baisse combinée à une demande régulière d'espace se traduira par un environnement de croissance des loyers plus

durable, à la fin de 2024 et en 2025.

Comme le montre la Figure 10, selon CBRE et Great Portland Estates, l'offre de nouveaux espaces de bureaux de catégorie A dans le centre de Londres entre 2023 et 2026 devrait tomber à 2,7 millions de pieds carrés par an, soit 46 % de moins que la demande annuelle (c'est-à-dire 5 millions de pieds carrés par an) enregistrée au cours des dix dernières années

**Figure 10 : Les nouvelles offres de bureaux à London se resserreront davantage**



Source : CBRE, Rapport sur les résultats semestriels 2023 GPE.

Selon Vonovia, le secteur allemand de l'immobilier collectif prévoit une diminution des achèvements de nouvelles communautés et des permis pour de nouveaux projets en 2024 et 2025. On s'attend à ce qu'il y ait un déséquilibre de demande/offre de 700 000 unités à la fin de 2025. Nous pensons que ce déséquilibre contribuera à renforcer les fondamentaux et le potentiel de hausse des loyers dans les années à venir. Étant donné que la pénurie de logements est un problème dans de nombreuses économies majeures, nous pensons que les municipalités et les gouvernements nationaux s'appuieront sur les capitaux privés pour résoudre ces pénuries.

Dans le secteur de l'hébergement aux États-Unis, selon Smith Travel Research, l'offre nouvelle en 2024 devrait augmenter d'un peu plus de 1 %, ce qui est inférieur de près de 50 % à la moyenne à long terme de 2 %. Nous estimons que la demande de voyages est stable, en particulier de la part des groupes et

des clients de loisirs. Nous pensons qu'une demande stable, combinée à une offre nettement moins importante en 2024, pourrait conduire à une amélioration des taux d'occupation des hôtels, qui restent nettement inférieurs aux niveaux d'avant la pandémie.

Selon Cushman and Wakefield, dans le secteur canadien des logements pour personnes âgées, le pourcentage des mises en chantier par rapport au stock total devrait diminuer pour atteindre 1,5 % du stock existant en 2023, soit le niveau le plus bas depuis sept ans, contre 2,2 % en 2022, 3,4 % en 2021 et un pic de 5,6 % en 2017. En raison de la diminution de l'offre nouvelle, Cushman and Wakefield prévoit que les taux d'occupation des logements pour personnes âgées au niveau national continueront d'augmenter et atteindront les sommets antérieurs en 2025 et 2026.



# CONCLUSION

**À l'aube de 2024, nous pensons que les FPI sont prêtes à décoller après des années d'immobilisme.**

L'environnement actuel de l'économie et des marchés de capitaux est nettement plus favorable qu'à n'importe quel moment au cours des deux dernières années, en particulier en ce qui concerne la trajectoire des taux d'intérêt.

Au cours de l'année à venir, alors que nous réfléchissons aux opportunités d'investissement dans les FPI, nous pensons que les sociétés ayant des flux de trésorerie résistants, capables de faire croître leurs bénéfices plus rapidement que leurs pairs, dans un environnement économique en décélération et se négociant à une évaluation attrayante avec un rendement attendu plus élevé, seront plus performantes.

Nous pensons que les FPI sont bon marché par rapport aux actions publiques, à l'immobilier privé, aux valorisations historiques et à l'évolution des valorisations au cours des deux prochaines années.

Nos modèles d'évaluation prospectifs suggèrent que les FPI sont évaluées avec une décote élevée par rapport à la valeur intrinsèque (définie comme un mélange entre la valeur liquidative et les flux de trésorerie actualisés), ce qui implique une hausse des prix d'environ 22 % à partir d'aujourd'hui.<sup>11</sup>

Pour 2024, nous partageons quelques-unes de ces entreprises qui, selon nous, sont positionnées pour créer de la valeur et se démarquer du peloton. Bien que nous n'ayons inclus que quelques exemples, nous pensons que 2023 nous offre une occasion rare de compiler un portefeuille complet d'entreprises qui, selon nous, devraient générer des rendements exceptionnels au cours des deux ou trois prochaines années.

**Nos principales opportunités d'investissement pour 2024 sont les suivantes :**

**États-Unis :**



**Canada:**



**Europe:**



**Asie-Pacifique :**



## ÉTATS-UNIS

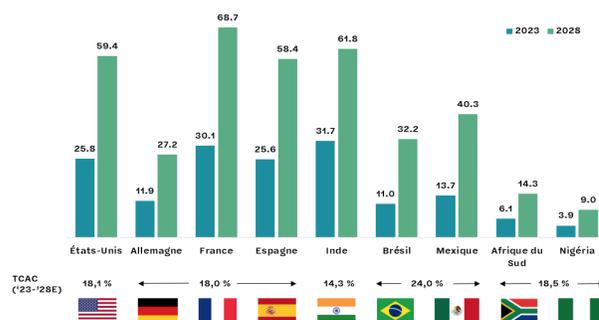


À l'aube de l'année 2024, nous considérons American Tower (« AMT ») comme une opportunité d'investissement mondiale exceptionnelle, prête à tirer parti de l'utilisation croissante des données mobiles et de l'essor de l'intelligence artificielle. Nous pensons qu'AMT est bien positionnée pour bénéficier de ces moteurs de croissance qui se traduiront par une surperformance du cours de l'action au cours des 12 prochains mois.

American Tower possède le premier portefeuille mondial de plus de 225 000 actifs de communication répartis dans 25 pays, dont 43 000 tours de téléphonie cellulaire aux États-Unis et au Canada, et plus de 180 000 tours de téléphonie cellulaire en Europe, en Amérique latine, en Amérique du Sud, en Inde et en Afrique, ainsi que l'un des portefeuilles de centres de données de la plus haute qualité aux États-Unis.

La demande mondiale de tours cellulaires est robuste, stimulée par le déploiement des réseaux cellulaires 5G dans le monde entier. La demande de pylônes est fonction de la couverture (nombre d'utilisateurs) et de la capacité (utilisation des données) parmi les utilisateurs sans fil. Comme le montre la Figure 11, l'utilisation des données mobiles devrait augmenter de plus de 18 % par an jusqu'en 2028. À mesure que le nombre d'appareils et le trafic par appareil augmentent, le besoin d'espace dans les tours augmentera, ce qui entraînera une demande accrue de la part des fournisseurs de services sans fil qui devront ajouter de l'équipement de télécommunication supplémentaire aux sites nouveaux et existants.

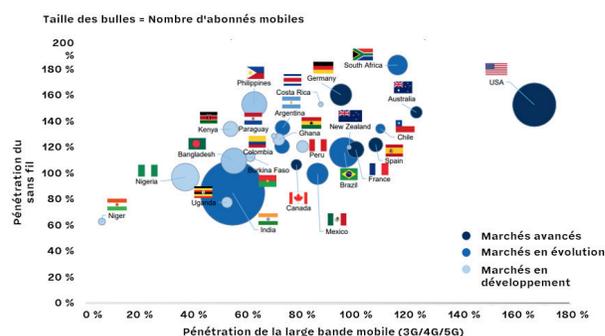
**Figure 11 : Utilisation mensuelle moyenne des données des téléphones intelligents (Go/mois)**



Source : American Tower, Rapport sur la mobilité d'Ericsson juin 2023.

L'empreinte internationale d'American Tower représente ~45 % du flux de revenus de l'entreprise et, à notre avis, constitue un avantage concurrentiel par rapport à ses pairs qui sont plus centrés sur les États-Unis. Comme le montre la Figure 12, les taux de pénétration des téléphones intelligents sur des marchés tels que l'Europe, l'Amérique latine, l'Amérique du Sud et l'Afrique sont bien inférieurs à ceux des États-Unis. À mesure que la 5G devient de plus en plus courante à l'échelle internationale, nous nous attendons à ce que la pénétration des téléphones intelligents s'accélère, ce qui entraînera une demande accrue de tours cellulaires. En 2023, les facturations organiques des locataires sur les marchés internationaux d'AMT devraient croître de ~200 points de base plus rapidement qu'aux États-Unis, avec en tête l'Afrique à ~12 % et l'Europe à ~8 %. Nous prévoyons la même chose en 2024, l'empreinte internationale d'AMT offrant à l'entreprise un avantage de croissance par rapport à ses pairs.

**Figure 12 : Pénétration du sans fil par rapport à la pénétration du haut débit mobile**



Source : American Tower, Matrice mondiale des services sans fil de Bank of America, avril 2023.

En 2021, AMT a dépensé 10,1 milliards de dollars pour acquérir CoreSite, une FPI de centres de données de premier plan aux États-Unis qui possède aujourd'hui 28 actifs avec plus de 38 000 répartiteurs totalisant 250+ MW dans des marchés comme le nord de la Virginie, la Silicon Valley, Los Angeles et New York. Aujourd'hui, l'activité de centres de données d'American Tower tourne à plein régime, stimulée par la croissance explosive de la demande liée à l'IA. Comme l'illustre la Figure 13, Bank of America s'attend à ce que le marché mondial de l'IA connaisse un taux de croissance annuel composé de 19 % au cours des prochaines années, pour atteindre 900 milliards de dollars d'ici la fin de 2026. Cette augmentation des dépenses en logiciels, services et matériel devrait entraîner une augmentation significative des charges de travail liées à l'IA et de la demande de centres de données.

**Figure 13 : Taille du marché mondial de l'IA (milliards de dollars américains)**



Source : Bank of America.

Au troisième trimestre de 2023, les nouvelles activités de location dans les 8 principaux marchés américains ont dépassé 1 gigawatt, établissant un nouveau record trimestriel. La Virginie du Nord, qui est l'un des plus grands marchés d'AMT, a connu une activité de location de 200 mégawatts et une baisse des taux d'inoccupation à moins de 2 %.

L'appétit féroce, conjugué à la baisse des taux d'inoccupation du marché, a entraîné une flambée des loyers du marché de plus de 35 % en seulement deux ans. Compte tenu des goulots d'étranglement dans la disponibilité de l'électricité et de l'augmentation des coûts des terrains, de la construction et du financement, nous prévoyons une

période prolongée de conditions d'approvisionnement tendues. Cela devrait entraîner une croissance soutenue des loyers du marché et des revenus de l'activité de centres de données d'AMT tout au long de 2024.

En 2023, AMT a sous-performé le marché des FPI américaines de 791 points de base, la hausse des taux d'intérêt ayant pesé sur le multiple de négociation de la société<sup>13</sup>. La hausse des taux d'intérêt a un impact démesuré sur l'évaluation des flux de trésorerie à long terme, comme ceux produits par American Tower, où les contrats de location-cadre peuvent durer plus de 10 ans avec plusieurs périodes de renouvellement de 5 ans.

Au cours des neuf premiers mois de 2023, le cours de l'action d'AMT a baissé de 21,2 % (USD), sous-performant le marché des FPI américaines de près de 1 900 points de base. Cependant, alors que les vents contraires sur les taux d'intérêt ont commencé à s'atténuer au quatrième trimestre, le cours de l'action d'American Tower a commencé à se redresser, surperformant de 1 775 points de base au quatrième trimestre 2023 et récupérant la majeure partie de la sous-performance des neuf premiers mois de l'année.

À l'approche de 2024, nous pensons que la baisse des taux d'intérêt servira de vent arrière à la surperformance du cours des actions, ce qui constituera une autre flèche dans le carquois d'American Tower au cours des 12 prochains mois.

Dans un monde où la croissance économique ralentit, nous pensons que la valorisation d'American Tower est attrayante, la société se négociant avec une décote de 21 % par rapport à notre estimation de la valeur liquidative à terme, soutenue par une croissance du chiffre d'affaires de ~5 % des hausses de loyer contractuelles annuelles fixes de ~3 %.

En conclusion, nous pensons que les fondamentaux immobiliers attrayants, la baisse des taux d'intérêt, la décote de valorisation et la récente sous-performance jettent les bases de la surperformance d'AMT en 2024.



À l'aube de la nouvelle année, nous croyons que les résidences de retraite Chartwell (« CSH-U ») sont particulièrement bien placées pour être les plus performantes en 2024. Pendant la pandémie, les communautés de logements pour personnes âgées ont dû faire face à d'importants défis, notamment une forte baisse de l'occupation, des restrictions sur l'emménagement de nouveaux résidents qui ont entravé les taux d'occupation et une augmentation des coûts de main-d'œuvre qui ont eu une incidence à la fois sur les marges du bénéfice net d'exploitation et sur les gains.

Toutefois, face au vent contraire à court terme, il reste une perspective très positive à long terme, centrée sur les vents contraires significatifs de la demande due au vieillissement de la population canadienne et la demande correspondante de logements pour la retraite.

Alors que nous dépassons les défis de la pandémie, nous croyons que le secteur du logement pour personnes âgées est sur le point de connaître une accélération de la croissance des revenus du chiffre d'affaires à un moment où la nouvelle offre ralentit en raison de la hausse des taux d'intérêt et de l'inflation des coûts des matériaux qui limitent les nouvelles constructions, une tendance qui devrait persister pendant un certain temps.

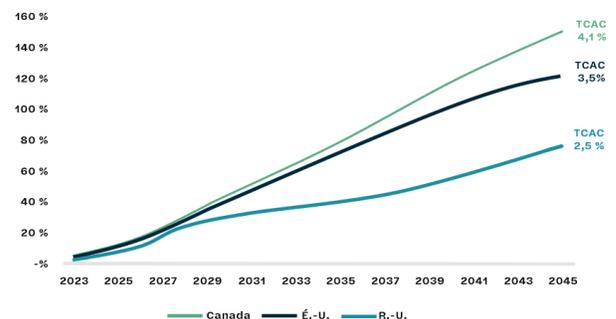
Chartwell Retirement Residences est le plus important propriétaire et exploitant de maisons de retraite coté en bourse au Canada, avec un portefeuille de plus de 19 000 logements. Leur portefeuille est principalement situé en Ontario (47 %), au Québec (34 %), avec une plus petite empreinte en Colombie-Britannique et en Alberta. Ils se

concentrent principalement sur le sous-ensemble de la vie autonome du marché des logements pour aînés – les personnes âgées qui conservent encore un haut degré de mobilité et d'autonomie, mais qui peuvent avoir besoin de services de soins supplémentaires.

À partir du printemps 2023, Chartwell a commencé à constater une reprise notable de son taux d'occupation, en raison à la fois de la demande refoulée après près de deux ans de diverses restrictions pandémiques et des changements apportés par Chartwell à ses stratégies de marketing, à la rémunération du personnel et à ses systèmes de gestion de la relation client. Ce rétablissement de l'occupation s'est poursuivi pendant la majeure partie de 2023 et semble sur le point de se poursuivre jusqu'en 2024 et au-delà, Chartwell soulignant que l'activité d'emménagement a dépassé les moyennes d'avant la pandémie, progressant de plus de 10 % en 2023.

Ces données sont étayées par les données démographiques sous-jacentes de la population canadienne. Selon Statistique Canada, la cohorte de 80 ans et plus au Canada devrait croître à un TCAC de 4,1 % jusqu'en 2045 (figure 14), comparativement à un TCAC d'un peu plus de 1 % pour l'ensemble de la population. Nous croyons que Chartwell bénéficiera grandement de cette tendance démographique.

**Figure 14 : Croissance cumulative prévue de la population âgée de 80 ans et plus**



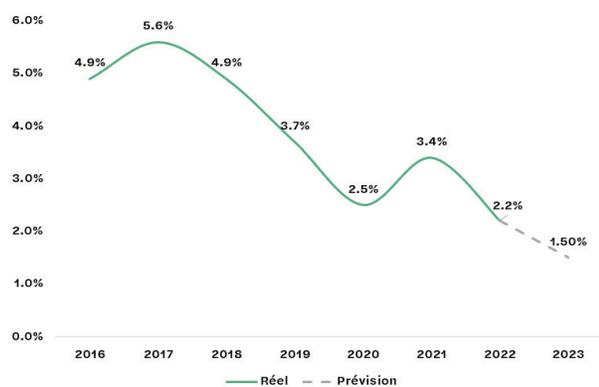
Source : Cushman & Wakefield : Performance opérationnelle des logements pour personnes âgées, septembre 2023.

À la fin de 2023, le taux d'occupation annuel de

Chartwell sera en moyenne d'environ 80 %, par rapport à son taux d'occupation pré-pandémique d'une moyenne d'environ 90 %. Selon nous, Chartwell a encore une marge de manœuvre notable pour la reprise des revenus et du bénéfice net d'exploitation en 2024, la grande majorité des revenus supplémentaires provenant de l'occupation supplémentaire augmentant la rentabilité.

Historiquement, la croissance élevée de l'offre a pesé sur les occupations à l'échelle du secteur et la croissance des loyers. À la suite de l'inflation des coûts de main-d'œuvre et des matériaux à l'époque de la pandémie, conjuguée à la hausse rapide plus récente des taux d'intérêt, la croissance de l'offre dans tous les secteurs immobiliers a été significativement réduite, et le logement pour personnes âgées ne fait pas exception. Selon Cushman & Wakefield, les mises en chantier en pourcentage des stocks existants sont tombées à 2,2 % en 2022, soit le niveau le plus bas depuis 2016, et ce pourcentage devrait encore baisser pour atteindre 1,5 % en 2023 (figure 15). La croissance de l'offre étant susceptible de se situer à un rythme inférieur à la tendance pendant plusieurs années, cela offre aux propriétaires d'actifs existants une occasion unique de voir la reprise de l'occupation bien au-dessus des niveaux d'avant la pandémie.

**Figure 15 : Début historique et prévu de la construction de logements pour aînés en % de l'inventaire**



Source : Cushman & Wakefield : Performance opérationnelle des logements pour personnes âgées, septembre 2023.

À l'horizon 2024, nous croyons que Chartwell pourrait revenir aux taux d'occupation pré-pandémiques avec des marges au cours des 12 à 24 prochains mois. Selon ces hypothèses, nous constatons actuellement une grande valeur pour Chartwell, les actions étant évaluées de manière à offrir un rendement anticipé annualisé de 18,5 % tout en se négociant à un rabais de 25 % par rapport à notre estimation de la valeur liquidative.



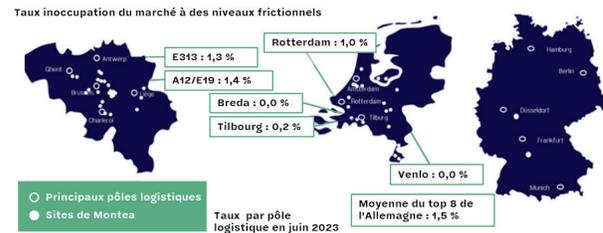
Au cours de la pandémie de COVID-19, les volumes mondiaux de commerce électronique ont considérablement augmenté, les mesures de confinement obligeant les consommateurs à faire leurs achats en ligne. Cette augmentation rapide de l'adoption du commerce électronique a entraîné une hausse séculaire de l'évaluation de l'immobilier logistique mondial. Bien que la demande d'espaces industriels se soit depuis refroidie par rapport au pic de l'ère pandémique, nous pensons que la demande d'espaces en Europe reste incroyablement forte, ce qui fait de ce secteur l'une de nos meilleures idées pour 2024.

Nous pensons que trois tendances globales devraient entraîner une croissance importante des flux de trésorerie et des valorisations pour les propriétaires d'entreprises logistiques dans l'année à venir :

- 1 **La rareté des terrains dans les régions d'importance stratégique proches des principaux ports européens**
- 2 **La délocalisation à l'étranger (Nearshoring) stimule la demande en Europe orientale**
- 3 **La prévalence croissante des mesures ESG et de durabilité accélère l'obsolescence des stocks plus anciens et moins efficaces**

Sur les marchés logistiques clés tels que l'agglomération d'Amsterdam, l'offre de terrains disponibles pour de nouvelles constructions a considérablement diminué au cours des dernières années. Les terrains disponibles ont chuté de 73 % entre 2017 et 2021, ce qui a fait chuter les taux d'inoccupation à des niveaux record. En particulier, l'inoccupation dans la région d'Anvers/Bruxelles s'élève maintenant à 1,3 %, Rotterdam à 1 %, et les huit premiers sites allemands ont une moyenne de seulement 1,5 % (figure 16). Parallèlement, selon une enquête de CBRE, la demande d'espace industriel est très élevée, 67 % des entreprises prévoyant d'étendre leur présence au cours de l'année à venir. La rareté des terrains disponibles, combinée à une forte demande, devrait avoir un impact durable sur la croissance des loyers du marché et sur la valeur des actifs dans les années à venir.

**Figure 16 : Taux d'inoccupation dans les principaux centres logistiques européens**

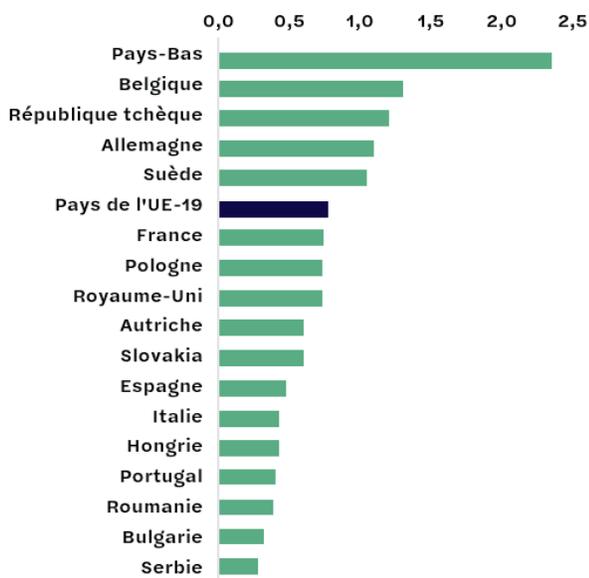


Source : Montea - Présentation aux investisseurs de septembre 2023.

En ce qui concerne la délocalisation, de nombreuses entreprises ont augmenté leurs niveaux de stocks afin de se prémunir contre toute interruption future de la chaîne d'approvisionnement. En outre, les entreprises diversifient de plus en plus leur base de production en dehors de l'Asie, tandis que les entreprises européennes considèrent l'Europe de l'Est comme une alternative viable. Il s'agit de marchés qui n'ont jamais joué un rôle important sur le marché européen de la logistique et qui, par conséquent, sont relativement sous-développés par rapport à leurs homologues d'Europe occidentale. À titre de référence, le nombre de mètres carrés d'espace logistique par habitant n'est que de 0,7 en Pologne et de 0,4 en Bulgarie, contre une fourchette de 1,2 à 2,4 en Allemagne et aux Pays-Bas (figure 17).

À l'avenir, nous pensons que l'augmentation de la demande et la faiblesse de l'offre en Europe occidentale devraient grandement profiter aux propriétaires de biens immobiliers logistiques existants sur ces marchés.

**Figure 17 : Espace industriel par habitant dans les pays européens**



Source : Présentation aux investisseurs de la Journée des marchés financiers de septembre 2023 CTP. I&L m²/habitant, 4e trimestre 2022.

L'Europe est un chef de file en ce qui concerne la priorité accordée aux principes d'ESG et de durabilité. Les installations industrielles ont une consommation d'énergie supérieure à la moyenne, souvent en raison de leur haut degré d'automatisation. Cela a un impact majeur sur leur empreinte environnementale et leurs coûts énergétiques. En Europe, le développement durable favorise les locataires qui se concentrent sur la mise en œuvre de l'objectif « net zéro ».

Après avoir évalué le secteur européen de la logistique, nous pensons que Montea, une société belge avec des actifs principalement en France et dans la région du Benelux, et CTP, une société néerlandaise axée sur l'Europe occidentale, sont les mieux positionnées grâce à des fondamentaux solides en 2024. Montea se caractérise par la haute qualité de ses propriétés et de ses emplacements.

Cette qualité est évidente lorsque l'on examine les principaux indicateurs de performance - le taux d'occupation de 100 % au 3e trimestre 2023, la croissance de 7 % des loyers comparables et la baisse de seulement 0,8 % de la valorisation EPRA d'un pic à l'autre, l'augmentation de 30 points de base du taux de capitalisation ayant été presque entièrement compensée par la croissance des taux de location et des revenus sous-jacents. Au cours des deux prochaines années, nous prévoyons que Montea développera environ 40 % de son parc immobilier existant, ajoutant plus de 600 000 mètres carrés à son portefeuille, ce qui représente une croissance de 30 % de la surface louable. Entre les prélocations et les négociations avancées, le pipeline est presque entièrement occupé à des loyers qui correspondent à un rendement de 7 % sur le coût, générant une croissance de plus de 35 % du revenu locatif net d'ici la fin de l'année 2025. L'expansion de la base d'actifs de Montea, associée à nos projections positives pour la croissance des taux de location dans son portefeuille, nous amène à anticiper une surperformance significative de Montea pour l'année à venir. Du point de vue de la valorisation, nous nous attendons à ce que Montea génère une croissance du chiffre d'affaires des produits comparables, approchant un taux de 5 % annualisé au cours des 3 prochaines années, ce qui, combiné aux nouveaux développements, nous permet d'escompter un rendement annualisé de 30 %.

CTP est une entreprise de logistique, cotée à Amsterdam, dont le portefeuille est principalement concentré en Europe de l'Est. Plus de 45 % du portefeuille de CTP est situé en République tchèque, l'un des marchés logistiques les plus développés de l'Europe occidentale, le reste étant réparti entre la Roumanie (15 %), la Hongrie (9 %) et la Slovaquie (6 %), ainsi que des portefeuilles plus modestes en Europe occidentale, répartis entre l'Allemagne, les Pays-Bas et l'Autriche. Le portefeuille actuel de CTP s'élève à 11,2 millions de mètres carrés, tandis que sa banque foncière offre un potentiel de développement de 20,7 millions de mètres carrés, dont la moitié devrait être développée d'ici à 2030.

Nous pensons que CTP continuera à bénéficier de la

tendance à la délocalisation et de la forte demande d'actifs logistiques en Europe de l'Est, en particulier en Pologne, où se trouve la majorité des 1,9 million de mètres carrés que CTP a actuellement en réserve pour le développement.

L'empreinte supérieure de CTP en Europe de l'Est, la forte demande d'espaces industriels de la part des locataires et une structure à faible coût permettent à la société d'offrir des rendements de développement supérieurs à 10 %, ce qui donne un élan à la croissance future des bénéficiaires.

Si les livraisons dépassent nos estimations prudentes, nous pensons que les actions de CTP sont évaluées de manière à offrir un rendement attendu annualisé de 13 %, avec une hausse supplémentaire grâce à leur pipeline de développement.

## AUSTRALIEN

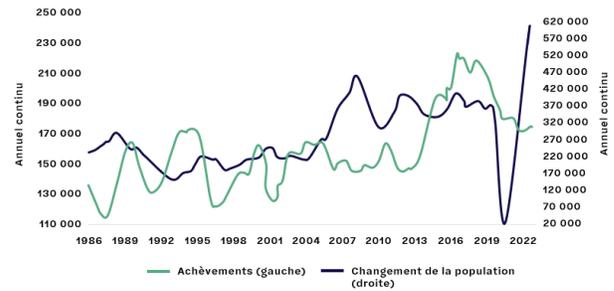


Nous voyons d'énormes opportunités dans le secteur résidentiel australien, principalement en raison d'un déséquilibre structurel entre l'offre et la demande qui, selon nous, ne fera que s'accroître au fil du temps, entraînant une croissance des loyers et une augmentation de la valeur pour les propriétaires d'actifs résidentiels. Nous pensons que le paysage favorable permettra une forte surperformance en 2024 à la fois pour Mirvac et Ingenia Communities, ce qui est accentué par la perspective d'une baisse des taux d'intérêt.

En 2023, l'Australie a accueilli plus de 624 000 nouveaux résidents, établissant ainsi un nouveau record de migration à l'étranger (figure 18). La demande continuant de progresser, le gouvernement australien a révisé son objectif de construction de logements sur cinq ans, qui devrait passer de 1 million à 1,2 million, soit 240 000 unités de logement achevées par an, ce qui représente une augmentation de 20 %. Toutefois, les résultats réels, tant en ce qui concerne les achevements que les mises en chantier, sont loin d'avoir atteint ces objectifs.

Nous ne prévoyons pas d'évolution de ces tendances en raison du vieillissement de la main-d'œuvre australienne et des lois sur l'urbanisme, qui devraient persister et constituer des contraintes permanentes sur la capacité du pays à répondre à la demande de logements par une offre suffisante.

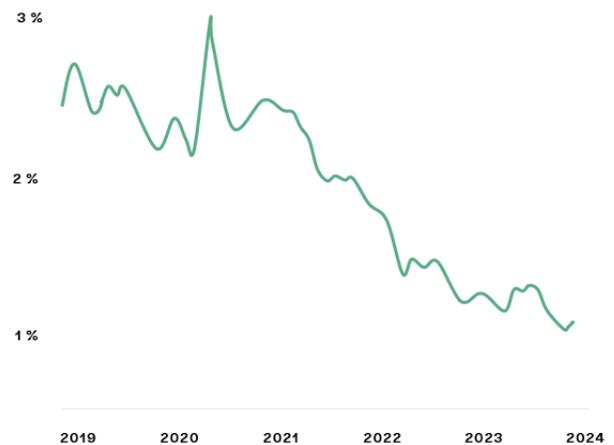
**Figure 18 : Achèvement d'augmentation annuelle continue vs Changement de la population**



Source : Bureau australien de la statistique ; Budget fédéral 2023.

Cette dynamique a entraîné une forte baisse du taux d'inoccupation résidentiel national en Australie, qui est tombé à 1 % en octobre 2023 (figure 19), ce qui a favorisé une croissance à un chiffre des loyers et une appréciation des prix de l'immobilier dans les grandes villes australiennes. Au cours des cinq prochaines années, le gouvernement australien prévoit une migration de plus de 1,6 million de personnes. En raison de l'incapacité structurelle à construire de nouvelles offres, nous prévoyons une période prolongée de croissance des loyers et d'appréciation des prix de l'immobilier et nous nous attendons à ce que cette dynamique profite fortement à Mirvac et Ingenia Communities en 2024.

**Figure 19 : Taux d'inoccupation locative — Moyenne nationale australienne, tous les logements**



Source : Bureau australien de la statistique ; Budget fédéral 2023.

Mirvac est une société immobilière australienne présente dans les secteurs des bureaux, du commerce de détail, de l'industrie, de la gestion de fonds et de l'immobilier résidentiel. Environ 75 % de leurs activités consistent à détenir et à exploiter des immeubles de placement, principalement des immeubles de bureaux et des immeubles industriels, et les 25 % restants sont consacrés au développement commercial et résidentiel. Alors que le portefeuille d'immeubles de placement fournit des revenus récurrents solides, nous considérons les activités résidentielles comme le principal moteur de la surperformance dans l'année à venir.

Historiquement, Mirvac a tiré 27 % de ses bénéfices globaux des ventes résidentielles, mais ce chiffre est tombé à 14 % en 2023, car la hausse des taux d'intérêt a pesé sur la demande en réduisant l'accessibilité financière. Nous pensons que Mirvac connaîtra une résurgence des ventes de logements en 2024, les taux d'intérêt continuant à baisser par rapport à leurs niveaux les plus élevés. En outre, nous considérons la gamme de produits de Mirvac comme étant favorables, car elle comprend à la fois des condominiums et des communautés de maisons planifiées. Actuellement, les appartements en copropriété sont 45 % plus abordables que les maisons individuelles, ce qui en fait un choix privilégié pour les acheteurs soucieux de leur budget. La vaste réserve foncière de Mirvac, qui peut accueillir jusqu'à 23 000 unités, ouvre la voie à une croissance soutenue des ventes et des bénéfices dans le secteur résidentiel au cours des prochaines années. Enfin, nous pensons que l'évaluation de Mirvac est attrayante et que son prix permet d'escompter un rendement annualisé de 24,5 %.

Ingenia Communities est l'un des principaux fournisseurs de logements locatifs et d'hébergements de vacances. La société est le plus grand fournisseur australien de communautés de maisons préfabriquées, qui sont souvent ciblées par les parents dont les enfants ont quitté le foyer (les personnes âgées de plus de 50 ans et/ou les retraités). Dans une communauté de maisons préfabriquées, le terrain appartient au propriétaire, tandis que le locataire est propriétaire de la maison

qui se trouve sur le terrain. Les loyers mensuels sont ainsi beaucoup moins élevés, ce qui fait de ces communautés une option de logement plus abordable pour les locataires.

Nous considérons que l'accent mis par Ingenia sur les locataires plus âgés sera le principal moteur de la demande en 2024 et au-delà, car la croissance de la population des personnes âgées s'accélère par rapport à toutes les autres cohortes de population. Chaque jour en Australie, plus de 600 personnes atteignent l'âge de 65 ans, alors que l'offre n'augmente que de 3 000 logements par an. Dans les années à venir, nous pensons que le taux de pénétration actuel de 2,6 % des locations de logements de style de vie est appelé à croître de manière significative compte tenu de la vague démographique et de l'attrait de l'offre d'Ingenia, par rapport à d'autres logements de retraite qui ne permettent pas la propriété de la maison sous-jacente.

En 2024, nous prévoyons une augmentation du nombre de nouveaux locataires en raison de la baisse des taux d'intérêt et de l'augmentation du nombre de transactions sur le marché du logement. Parallèlement, le portefeuille stabilisé d'Ingenia devrait enregistrer une croissance à un chiffre du bénéfice d'exploitation net, grâce à l'indexation de l'IPC/fixe, à des marges de relocation positives et à la croissance de l'occupation dans le secteur des logements de vacances.

Nous prévoyons qu'Ingenia réalisera une croissance substantielle de ses bénéfices au cours des deux prochaines années, conduisant à un rendement annualisé attendu de 17%, soutenu par les facteurs positifs et les moteurs fondamentaux mentionnés.

## ASIE-PACIFIQUE



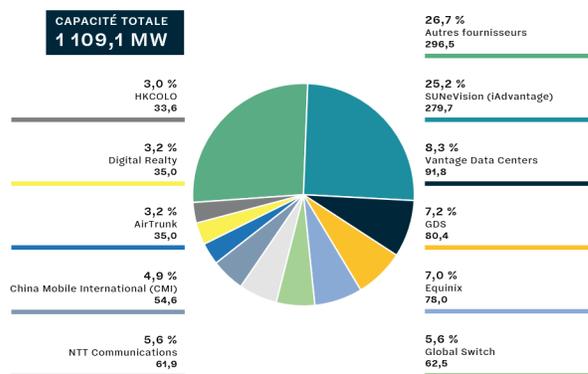
Tout au long de 2023, l'émergence des technologies de l'IA et des applications grand public connexes a entraîné une augmentation rapide du profil mondial des centres de données en raison du rôle essentiel qu'ils jouent dans la révolution de l'IA. La forte demande mondiale d'espace, conjuguée à la hausse des loyers du marché, a mené à la surperformance de la plupart des FPI de centres de données en 2023, à l'exception de Hong Kong. SuneVision, le plus grand propriétaire de centres de données de haute qualité à Hong Kong, a enregistré une sous-performance significative en 2023, diminuant de -24,0 % (HKD) et traînant derrière le marché mondial des FPI de 3 481 points de base.<sup>13</sup> Nous considérons SUNeVision comme une occasion d'investissement exceptionnellement attrayante en 2024, grâce à la combinaison captivante d'une évaluation escomptée et d'une croissance substantielle des bénéfices.

SUNeVision est stratégiquement positionnée pour tirer parti des tendances globales actuelles, telles que l'expansion de l'informatique en nuage, l'essor de l'Internet des objets (IdO) et, notamment, la demande croissante de charges de travail en intelligence artificielle. Les développements futurs de SUNeVision doubleront presque sa capacité dans un contexte de forte demande des clients, ce qui permettra à l'entreprise de connaître une croissance annualisée à deux chiffres de son bénéfice au cours des trois prochaines années et préparera la voie à une surperformance potentielle au cours du prochain exercice.

SUNeVision est le plus grand fournisseur de centres de données de Hong Kong avec une capacité de puissance totale de 280 MW, ce qui représente plus de 25 % de part de marché (figure 20). Cela dépasse de loin la part de marché de 8 % de son plus proche

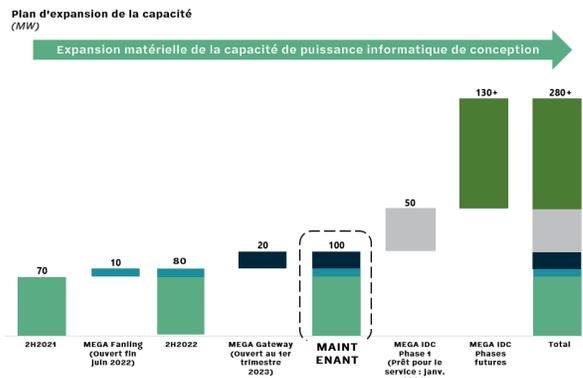
homologue, Vantage. La part de marché surdimensionnée de SUNeVision lui confère une présence dominante à Hong Kong, avec plus de 80 % de tous les principaux câbles sous-marins de Hong Kong connectés à son campus MÉGA, et 75 % de ces câbles se terminant à son centre de données phare MEGA-1. Son portefeuille comprend sept centres de données existants, deux stations d'atterrissage de câble et un centre de données en cours de développement qui devrait être achevé au premier trimestre de 2024, ajoutant une capacité supplémentaire de 50 MW. De plus, SUNeVision a augmenté sa capacité de plus de 130 MW au cours des phases futures de l'expansion de son centre de données MÉGA (figure 21).

**Figure 20 : Capacité totale du marché des centres de données de Hong Kong**



Source : Structure Research.

**Figure 21 : Aperçu de la croissance de la capacité informatique de SuneVision**



Source : Présentation aux investisseurs de SuneVision.

Le marché des centres de données de Hong Kong devrait croître à un TCAC de 9 % jusqu'en 2028, principalement en raison de la croissance des activités d'hyperévolutivité et de colocalisation. Malgré les craintes que les problèmes géopolitiques puissent éloigner les clients hyperscale de Hong Kong, les déploiements actuels persistent et les locataires nationaux et internationaux souhaitent de plus en plus de nouvelles constructions. Nous croyons que Hong Kong joue un rôle essentiel en tant que plaque tournante de la connectivité qui la protégera des tensions géopolitiques plus larges. Les contraintes foncières de la ville devraient inciter les grandes entreprises hyperscale à louer des espaces de centres de données à des fournisseurs comme SUNeVision, plutôt que de les posséder directement.

À la suite de ces tendances, nous croyons que SUNeVision est sur le point de surperformer en 2024 et qu'il s'agit du meilleur moyen de s'exposer à la demande croissante des entreprises hyperscale sur le marché local de Hong Kong. De plus, nous pensons que le marché n'a pas encore pleinement pris en compte la croissance prévue des bénéfices de SUNeVision au cours des prochaines années, d'autant plus que les centres de données récemment achevés commencent à augmenter leurs taux d'utilisation. Sur la base de la VE/BAIIA de l'exercice 25, SUNeVision se négocie à un multiple qui ne représente que la moitié de celui de ses homologues de la région APAC (9x contre 17,5x), et le tiers du multiple des FPI de centres de données américains (9x contre 28x).

La décote importante de la société par rapport à celle de ses homologues, ainsi que la croissance substantielle de notre bénéfice projetée, nous donnent la certitude que nous verrons de solides rendements pour l'année 2024.

# NOTRE ÉQUIPE

Hazelview Investments est un investisseur actif, propriétaire et gestionnaire d'investissements immobiliers mondiaux qui s'engage à créer de la valeur pour les gens et les lieux. Nous disposons d'une plateforme de gestion des investissements active et pratique qui nous aide à identifier des opportunités d'investissement dans des flux de trésorerie durables à long terme et nous nous engageons à favoriser la croissance à long terme de nos employés, de nos résidents et des investissements que nous réalisons pour nos clients.

Le fait de disposer d'une équipe expérimentée de professionnels de l'immobilier situés stratégiquement sur les principaux marchés (Toronto, New York, Hambourg et Hong Kong) offre l'avantage d'une perspective mondiale et la possibilité de rester à l'affût des nouveaux développements. Cette présence « sur le terrain » nous permet d'être en contact direct avec les marchés locaux, ce qui nous permet de trouver, de souscrire et de surveiller avec précision et efficacité les investissements immobiliers mondiaux.

Nos principales stratégies d'investissement comprennent les stratégies de base et les stratégies ciblées. Elles sont proposées aux investisseurs institutionnels et aux particuliers par le biais d'une série de véhicules publics et privés.

Rencontrez notre équipe institutionnelle chevronnée de professionnels de l'investissement couvrant les principaux marchés mondiaux, composée de :

- Gestionnaires de portefeuille : 20 ans d'expérience en moyenne ; 16 ans ensemble
- Une équipe dédiée aux FPI, composée de 13 personnes réparties dans 4 bureaux internationaux
- Gestion de 2,4 milliards de dollars canadiens en immobilier mondial
- Plus de 10 ans d'antécédents



**Corrado Russo**  
CFA, MBA  
Directeur général  
Responsable des  
titres mondiaux  
Toronto



**Sam Sahn**  
MBA  
Directeur général  
Gestionnaire de  
portefeuille  
New York



**Claudia Reich Floyd**  
MBA  
Directeur général  
Gestionnaire de  
portefeuille  
Hambourg



**Philip Du**  
Partenaire  
Toronto



**Kyle Yancan**  
Partenaire  
Toronto



**Felix Pun**  
Partenaire  
Hong Kong



**Richard Colburn**  
CFA  
Partenaire  
Toronto



**Jennifer Kong**  
CA, CPA  
Associée  
Toronto



**Sunny Rai**  
Associé  
Trading  
Toronto



**Luca Kersken**  
Associé  
Hambourg



**James Ding**  
Associé  
Toronto



**Tiffany Tan**  
Associée  
Toronto



**Elaine Liu**  
Associée  
Toronto

# SOURCES

1. Bloomberg LP. Represents the FTSE EPRA NAREIT Developed Total Return Index in Local Currency.
2. BofA Global Investment Strategy. Données en date du 29 septembre 2023.
3. Bloomberg LP. Données en date du 31 decembre 2023.
4. Citi Investments Research. Données en date du 21 decembre 2023.
5. BofA Global Investment Strategy. Données en date du 15 decembre 2023.
6. UBS. Données en date du 29 decembre 2023..
7. Represented by the FTSE EPRA NAREIT Developed Total Return Index in USD.
8. Represented by the MSCI World Index in USD.
9. UBS. Données en date du 30 novembre 2023.
10. UBS. Données en date du 6 decembre 2023.
11. Hazelview Securities Inc. Données en date du 3 janvier 2024.
12. J.P. Morgan. Données en date du 21 novembre 2023.
13. Bloomberg LP. U.S. REIT Market represented by the EPRA NAREIT United States Total Return Index.

# CONTACTEZ-NOUS

## **Cameron Goodnough**

MBA, LL.B  
Directeur général et responsable des capitaux et des partenariats  
cgoodnough@hazelview.com

## **Institutionnelle**

### **Ali Katz**

CAIA, CIMMD  
Directrice générale, Relations avec les institutions et les consultants  
akatz@hazelview.com

### **Robert Hau (Europe)**

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

### **Emmett Doherty**

Partenaire, Comptes nationaux  
edoherty@hazelview.com

### **David Brandt (U.S.)**

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

### **Peter Brackett (Europe)**

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

## **Détail**

### **Jennifer Williams**

Partenaire, Comptes nationaux  
jwilliams@hazelview.com

### **Adriano Deabreu**

Partenaire, Canal consultatif ON  
adeabreu@hazelview.com

### **Gabriel Gingras**

CIM  
Partenaire, Canal consultatif QC  
ggingras@hazelview.com

### **Sean Farmer**

Associé, Canal consultatif  
sfarmer@hazelview.com

## **Bureau des partenariats**

### **Roger Poirier**

CFA  
Co-responsable, équipe du Bureau des partenariats  
rpoirier@hazelview.com

### **Kieran Young**

FEA  
Co-responsable, équipe du Bureau des partenariats  
kyoung@hazelview.com

# AVIS DE NON-RESPONSABILITÉ

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

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

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

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