

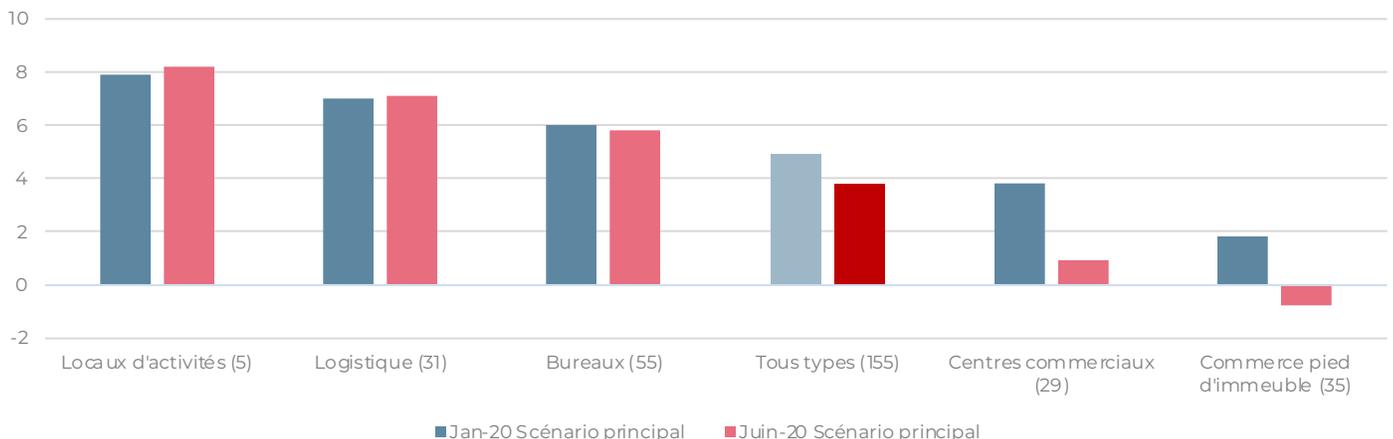
# AEW Research Flash Report

EUROPE | 25 JUIN 2020

## CERTAINS MARCHÉS EUROPÉENS PLUS RÉSISTANTS QUE D'AUTRES AU COVID-19

- Dans cette cinquième publication spéciale depuis le début de la pandémie du Covid-19, nous définissons un nouveau scénario principal en affinant les hypothèses de baisse des revenus locatifs et de hausse des taux de rendement initiaux pour chaque marché. Nous quantifions ainsi les répercussions sur les rendements globaux à court et à long terme.
- Notre scénario de juin 2020 remplace les précédents et s'appuie sur les hypothèses suivantes :
  - Le manque à gagner locatif est ajusté par pays et par type d'actifs en fonction de la résilience de chaque économie au Covid-19 ;
  - L'impact à court terme sur les taux de rendement est ajusté à partir des volumes d'investissement à fin mai 2020 pour chaque marché afin de tenir compte de l'impact de la crise sur la liquidité. La convexité des taux est également prise en compte ;
  - Nos prévisions de rendements ont été revues pour refléter notre estimation de l'évolution des loyers de marché en appliquant une rotation annuelle des baux de 20% pour refléter nos hypothèses de WALT (durée pondérée des baux) de 5 ans en moyenne.
- Les résultats de notre scénario principal de juin 2020 restent conformes aux précédents :
  - La croissance du revenu locatif, toutes typologies d'actifs immobiliers confondues, devrait être négative avec une moyenne de -0,7% par an sur les cinq prochaines années, soit une baisse de 2,5% par rapport au scénario principal de janvier 2020. Cela est dû aux mesures d'accompagnement et à la baisse attendue des loyers en commerce de -3,2% par an tandis que les autres types d'actifs affichent une croissance des loyers de +1% par an en moyenne en 2020-2024 ;
  - Malgré nos prévisions de remontée des taux de rendement en 2020-2021, ces derniers devraient retomber au niveau d'avant pandémie au bout de cinq ans, alors que notre scénario principal de janvier 2020 prévoyait une décompression de 20 pdb au cours des cinq prochaines années. La situation est différente suivant les types d'actifs avec une hausse attendue des taux de rendement en commerce de 20 pdb d'ici à 2024, tandis que la logistique et les bureaux devraient connaître une compression des taux de respectivement 30 et 15 pdb.
- Sur le long terme, le contexte de taux obligataires plus bas pour plus longtemps compense le manque à gagner locatif, la décompression des taux de rendement à court terme ou encore certaines baisses de loyer. Les locaux d'activités, la logistique et les bureaux devraient ainsi afficher un rendement global d'environ 6% à 8% sur les cinq prochaines années, relativement conformes à nos prévisions de janvier 2020. En revanche, le rendement global attendu en commerce devrait être significativement affecté et évoluer entre -1% et +1% par an entre 2020 et 2024.

## LES RENDEMENTS GLOBAUX EN LOGISTIQUE ET EN LOCAUX D'ACTIVITÉ PRIME DEVRAIENT SE MONTRER RÉSILIENS EN 2020-24 EN RAISON DU CONTEXTE DE TAUX OBLIGATAIRES BAS COMPENSANT LES EFFETS NÉGATIFS DE LA CRISE



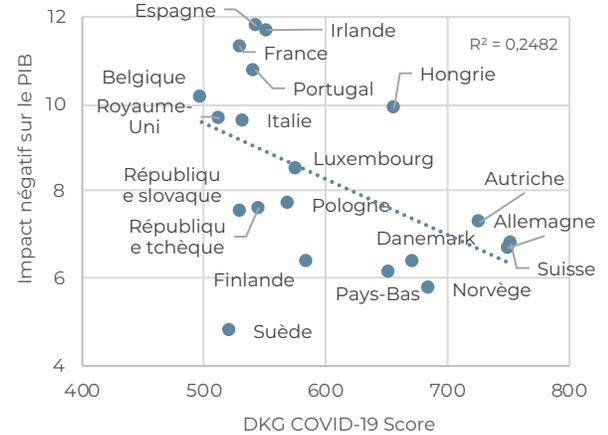
Sources : Oxford Economics, RCA, CBRE & AEW Research

## MÉTHODOLOGIE SUR LES HYPOTHÈSES DE RECOUVREMENT DES LOYERS

### LA RÉSILIENCE DES ÉCONOMIES AU COVID-19 EST CORRÉLÉE À LA CROISSANCE DU PIB ET PAR CONSÉQUENT UTILISÉE COMME PROXY POUR ESTIMER LE NIVEAU DE RECOUVREMENT DES LOYERS

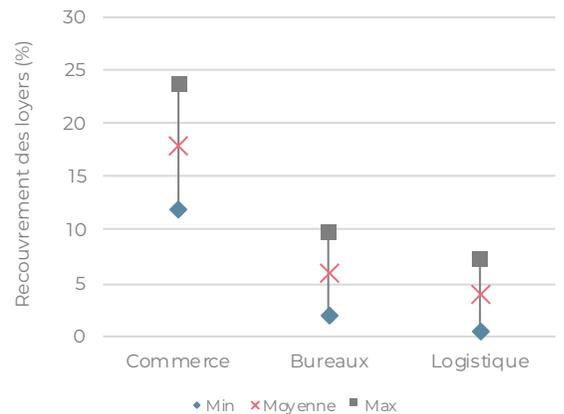
- Pour refléter l'impact différencié du Covid-19 entre pays européen, nous avons affiné nos estimations de recouvrement des loyers pour chaque marché à partir de données supplémentaires sur chaque pays.
- De nouvelles (méga) données de DKG sur la résilience des économies au Covid-19 montrent une corrélation significative avec les prévisions d'évolution du PIB entre 2019 et 2020. Sur cette base, nous utilisons les prévisions d'évolution du PIB comme proxy pour estimer le manque à gagner locatif.
- Il est en effet probable que la résilience d'un pays au Covid-19 impacte positivement sa résilience économique et par conséquent réduise davantage le risque de manque à gagner locatif.
- En effet, le graphique ci-contre montre une corrélation significative d'environ 50% entre l'évolution de l'activité économique et le score de résilience au Covid-19 par pays. L'activité économique en Allemagne, en Suisse et en Autriche devrait moins ralentir, ces pays ayant mieux réussi à contenir l'épidémie.

Évolution de l'activité économique (2019-2020 %) et score de résilience nationale au COVID-19



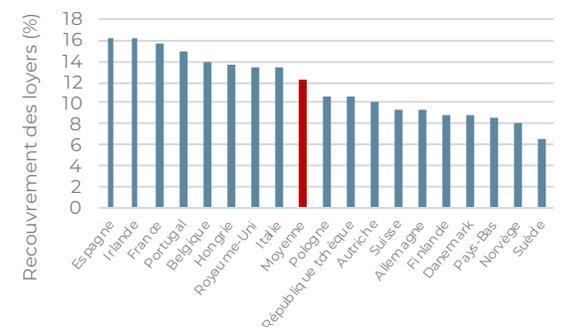
Sources : DKG, Oxford Economics & AEW Research

Amplitude estimée du manque à gagner locatif en fonction des pays par type d'actifs (en % du revenu)



Sources : Oxford Economics & AEW Research

Manque à gagner locatif en % du revenu de 2020 (moyenne toutes typologies confondues)



Sources : Oxford Economics & AEW Research

### DES MESURES D'ACCOMPAGNEMENT PLUS IMPORTANTES ET PLUS HÉTÉROGÈNES ATTENDUES EN COMMERCE

- Dans notre précédent rapport de mai 2020, nous avions estimé que le manque à gagner locatif (loyer non perçu en 2020 en pourcentage du loyer total) serait de 18% en commerce, 6% en bureaux et 4% en logistique en moyenne en Europe. Ces estimations résultaient de discussions avec les agents, les funds managers et un travail de recherche basé sur les recouvrements de loyers au deuxième trimestre.
- Pour arriver à une estimation sectorielle pays par pays du manque à gagner locatif en 2020, nous avons utilisé les révisions de prévisions de croissance économique, comme indiqué plus haut.
- Le graphique ci-contre montre que la moyenne de 18% de manque à gagner locatif en commerce (pied d'immeuble et centres commerciaux) varie entre 12% et 24% suivant les marchés. L'estimation de manque à gagner locatif est plus limitée en bureaux (entre 2% et 10%) et en logistique (entre 0,5% et 7,5%), avec des variations moins importantes entre marchés.
- À mesure que le déconfinement des marchés s'accélère, la situation en termes de recouvrement de loyers pourrait s'améliorer sur les six derniers mois de l'année. Nous ne prévoyons pas d'impact en 2021.

### UN RECOUVREMENT DES LOYERS PLUS ÉLEVÉ DANS LES PAYS D'EUROPE DU NORD

- Les différentes mesures de confinement et de déconfinement prises dans chaque pays et leurs impacts sur l'économie sont reflétées dans les écarts entre manques à gagner locatifs moyens par pays, tout types d'actifs confondus.
- Le graphique ci-contre met en évidence un impact plus marqué sur les loyers non perçus en Espagne tandis que la Suède, n'ayant pas imposé de confinement, a vu son activité économique peu affectée, ce qui explique un manque à gagner locatif moins important.
- D'autres pays, comme la France, l'Italie et le Royaume-Uni ont vu leur activité économique chuter significativement. Le manque à gagner locatif dans ces pays devrait donc dépasser la moyenne européenne.
- Enfin, des pays plus résilients économiquement depuis le début d'année, comme les pays Nordiques, l'Allemagne et les Pays-Bas, devraient avoir un taux de recouvrement plus élevé.

## MÉTHODOLOGIE SUR LES HYPOTHÈSES DE TAUX DE RENDEMENT À COURT ET LONG TERME

### NOS HYPOTHÈSES DE DÉCOMPRESSION DES TAUX DE RENDEMENT AFFINÉES EN FONCTION DES VOLUMES D'INVESTISSEMENT À FIN MAI

- Nous avons affiné notre modèle d'estimation de primes de risque de liquidité et de volatilité, ce qui nous permet de détailler pays par pays les hypothèses d'évolution des taux de rendement en prenant comme proxy pour l'évolution de la liquidité les volumes d'investissement de janvier à mai 2020.
- Le graphe ci-contre compare les niveaux d'investissement en 2020 à fin mai par rapport à la même période les années précédentes. Pour l'instant, les volumes d'investissement ne sont en baisse que de 5% en Europe, l'impact du Covid-19 ne s'étant fait ressentir qu'à partir d'avril.
- Notre approche prend en compte les volumes d'investissement par pays, ajustés par typologie et corrigé de la convexité des taux. Cela nous permet d'estimer la décompression des taux par pays et par type d'actifs.
- Nous en dégageons l'hypothèse que les marchés immobiliers disposant d'une liquidité élevée bénéficient d'un ratio offre-demande plus équilibré et devraient être davantage en mesure de maintenir leur niveau de taux de rendement, en contraste avec des marchés où les volumes ont baissé.

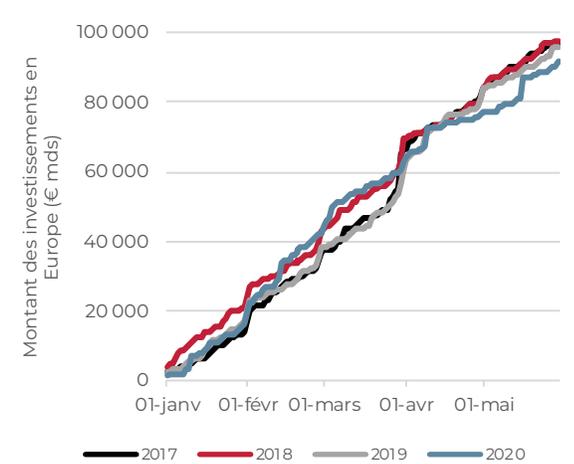
### LA DÉCOMPRESSION DES TAUX DEVRAIT ÊTRE LIMITÉE EN ALLEMAGNE ET EN FRANCE EN 2020-2021

- L'impact du Covid-19 sur les taux de rendement est clairement hétérogène à travers l'Europe. Les investisseurs sont restés actifs dans les marchés core et sont restés attentistes vis-à-vis des marchés périphériques où la part des investisseurs locaux est moins importante. De fait, les taux de rendement de marchés liquides comme l'Allemagne et la France devraient subir moins de décompression.
- Le marché le plus résilient en termes de taux de rendement est l'Allemagne, soutenu par un fort appétit des investisseurs et une politique efficace d'endiguement de l'épidémie. Les prévisions par typologies varient néanmoins entre environ 15 pdb et 40 pdb de hausse d'ici à 2021 en Allemagne.
- Au contraire, le Royaume-Uni devrait connaître une hausse des taux de rendement supérieure à la moyenne européenne au cours de deux prochaines années, dans un contexte d'incertitudes liées au Brexit, en particulier sur les marchés régionaux et dans le secteur du commerce en crise.

### SEUL LE COMMERCE NE BÉNÉFICIERAIT PAS DU CONTEXTE DE TAUX OBLIGATAIRES PLUS BAS POUR PLUS LONGTEMPS

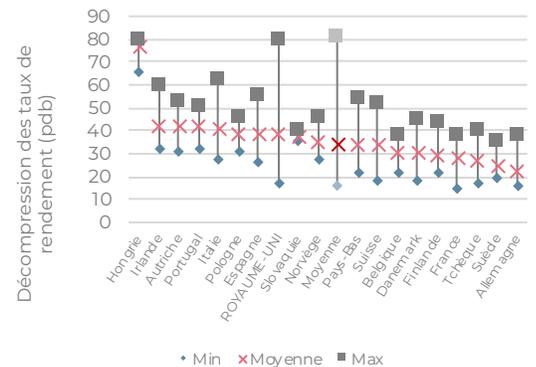
- Les taux de rendement en commerce devraient remonter de 40 pdb d'ici fin 2021, soit davantage qu'en bureaux (30 pdb) et qu'en logistique (33 pdb).
- Malgré cette décompression à court terme, notons que les taux de rendement resteraient proches d'un point bas historique, notamment en bureaux et en logistique en 2020 et 2021.
- La décompression des taux de rendement en commerce est la plus hétérogène par marchés, en raison de rendements prime initiaux très bas à Paris ou à Londres par exemple. Néanmoins, l'effet de convexité signifie qu'une remontée minimale de taux se traduit par une perte en capital relativement plus importante quand les taux initiaux sont très bas.
- Sur le long terme, nous gardons nos hypothèses de taux plus bas pour plus longtemps au vu des taux obligataires et du taux implicite de swap. Les taux de rendement en bureaux et en logistique devraient recommencer à baisser après 2021 et atteindre de nouveaux planchers bas en 2024. La compression des taux en commerce à partir de 2022 ne suffirait pas à compenser la hausse de 2020-2021.

Volume des investissements jusqu'à fin mai par année (en millions d'euros)



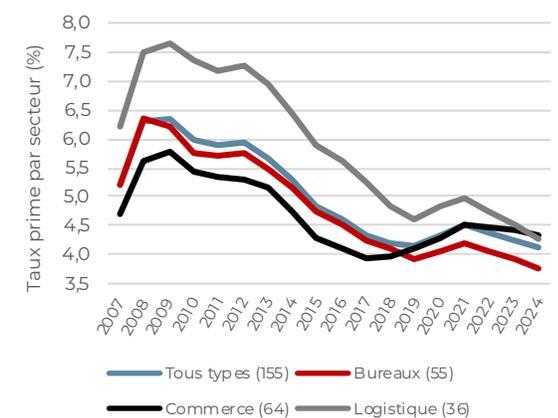
Sources : RCA & AEW Research

Augmentation attendue des taux de rendement par pays (pdb, jusqu'à fin 2021)



Sources : RCA & AEW Research

Évolution attendue des taux de rendement par typologie (%)



Sources : RCA & AEW Research

## RÉSULTATS DU SCÉNARIO PRINCIPAL DE JUIN 2020 POUR LE COMMERCE DE PIED D'IMMEUBLE

### LE COMMERCE DE PIED D'IMMEUBLE À PARIS MOINS IMPACTÉ PAR LA DÉCOMPRESSION DES TAUX EN 2020-2021

- Comme prévu, le commerce de pied d'immeuble à Paris et dans d'autres marchés core ont conservé leur liquidité sur le marché de l'investissement les cinq premiers mois de l'année. En conséquence, la décompression des taux de rendement devrait être inférieure à la moyenne sur les deux prochaines années dans ce marché.
- En revanche, les marchés régionaux au Royaume-Uni et les marchés d'Europe centrale à taux de rendement élevés ont vu leurs volumes d'investissement significativement baisser. La situation fragile du commerce physique au Royaume-Uni existait déjà avant la pandémie (les défauts de paiement des enseignes – connus sous l'acronyme CVA – créant une incertitude sur les revenus locatifs, auxquels s'ajoutent la concurrence croissante du commerce en ligne et des impôts fonciers en augmentation, etc). En conséquence, notre scénario de juin 2020 anticipe davantage de décompression de taux.
- Ces ajustements reflètent notre approche quantitative mais sont aussi cohérents avec les réactions des investisseurs. En période d'incertitudes les investisseurs se réfugient traditionnellement vers les marchés les plus liquides.

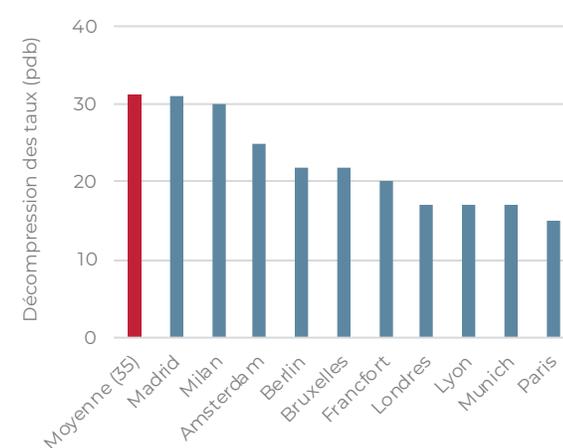
### LE RENDEMENT GLOBAL EN COMMERCE DE PIED D'IMMEUBLE PROCHE DE ZÉRO SUR LES CINQ PROCHAINES ANNÉES

- À long terme, le commerce en ligne continuera de représenter un défi pour le commerce physique, sous tous ses formats y compris le pied d'immeuble. Nos prévisions, qui couvrent 35 marchés, estiment un rendement global moyen à -0,7% par an, avec Édimbourg et d'autres marchés régionaux britanniques au-dessus de la moyenne européenne du fait de taux de rendement initiaux plus élevés.
- En revanche, Dublin, les marchés régionaux français et les marchés espagnols devraient sous-performer au vu de plus faibles perspectives de croissance de loyers et une compression des taux de rendement plus limitée au cours des cinq prochaines années.
- Ainsi, la préférence à court terme des investisseurs pour des marchés plus liquides en période de crise ne semble pas en phase avec les perspectives de rendements globaux à long terme. Cependant une stratégie proactive de diversification permet de se protéger d'un tel biais.

### LES RENDEMENTS GLOBAUX PRIME DES COMMERCE DE PIED D'IMMEUBLE DEVRAIENT DEVENIR NÉGATIFS EN RAISON DU COVID-19

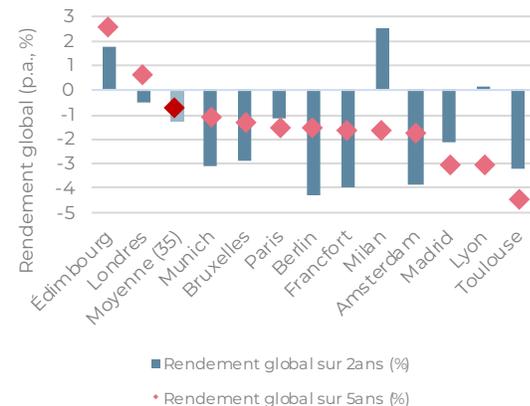
- L'impact du Covid-19 sur les rendements globaux en commerce de pied d'immeuble est mis en évidence en comparant nos projections de juin 2020 avec ceux de janvier 2020 (avant la crise sanitaire), comme l'illustre le graphique ci-contre.
- Le rendement global moyen attendu au cours des cinq prochaines années pour 35 marchés en Europe est passé de +1,8% à -0,7% par an pour le commerce de pied d'immeuble. La diagonale de tendance sur le graphique montre que la baisse est généralisée sur tous les marchés.
- Aucun pays ou type de marché ne se démarque (encore), mettant peut-être en évidence le besoin de gestion proactive des actifs et de diversification de portefeuille pour se protéger du risque de pertes.

Décompression des taux de rendement prime prévue pour 2020-21 en commerce de pied d'immeubles



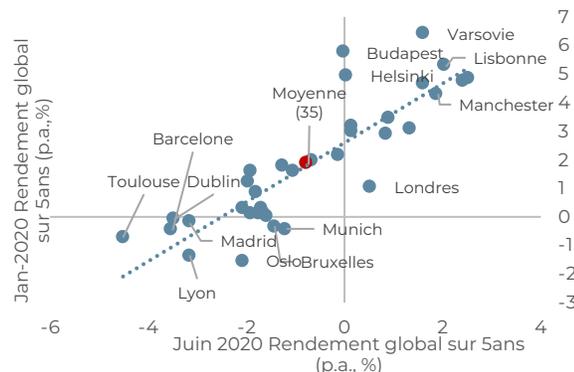
Sources : RCA, CBRE & AEW Research

Prévisions 2020-24 des rendements globaux (% p.a.) pour les marchés prime sélectionnés en commerce pied d'immeuble



Sources : Oxford Economics, RCA, CBRE & AEW Research

Rendements globaux prime 2020-24 (% p.a.) pour les scénarios principaux de Jan-20 et Juin-20



Sources : Oxford Economics, RCA, CBRE & AEW Research

## RÉSULTATS DU SCÉNARIO PRINCIPAL DE JUIN 2020 POUR LA LOGISTIQUE ET LES LOCAUX D'ACTIVITÉS

### UNE DÉCOMPRESSION DES TAUX DE RENDEMENT PLUS IMPORTANTE EN 2020-2021 POUR LES MARCHÉS D'EUROPE CENTRALE ET D'EUROPE DU SUD

- La décompression des taux de rendement en logistique et locaux d'activités concerne essentiellement les marchés d'Europe centrale et d'Europe du sud où l'attentisme des investisseurs est plus marqué. La baisse des volumes d'investissement se répercute ainsi sur les négociations de prix.
- En revanche, les marchés core avec des taux déjà bas (Allemagne et France) ont connu une baisse limitée des volumes investis en début d'année, soutenus par des fondamentaux solides et l'appétit des investisseurs pour cette typologies d'actifs immobiliers. Les taux de rendement devraient moins remonter sur ces marchés selon notre scénario principal de juin.
- Ces ajustements de taux reflètent notre approche corrigée des volumes d'investissement. Avec une prime de risque (différence entre les taux obligataires et les taux de rendement immobiliers) proche d'un point haut historique et des investisseurs nationaux actifs, les marchés core ne devraient connaître qu'une décompression limitée des taux de rendement au cours des deux prochaines années.

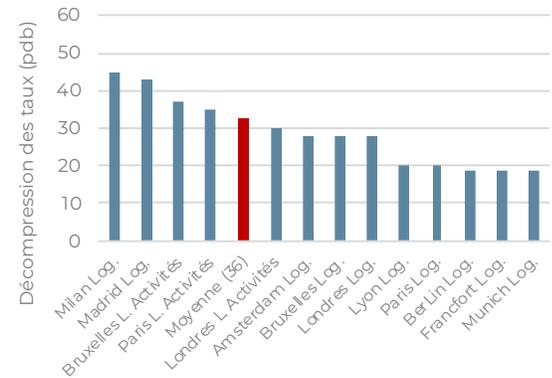
### LES RENDEMENTS GLOBAUX EN LOGISTIQUE DEVRAIENT REBONDIR FORTEMENT APRÈS UN RALENTISSEMENT À COURT TERME

- Comme pour les marchés de bureaux, les rendements globaux en logistique et locaux d'activités devraient rester résilients au cours des cinq prochaines années après le ralentissement à court terme de 2020-2021. Sur les 36 marchés couverts, nous prévoyons un rendement global de +7,3% par an sur cinq ans, soit trois fois supérieur au rendement global attendu les deux premières années de 2,5% par an.
- Cela démontre la résilience et la forte demande à venir pour ces typologies d'actifs, notamment les locaux d'activités sur des marchés établis comme Londres ou Paris qui devraient afficher des rendements globaux supérieurs à la moyenne au cours des cinq prochaines années.
- Malgré des rendements globaux négatifs à court terme, Amsterdam et Zurich se rattrapent avec une moyenne de 4,8% et 3,0% par an respectivement en 2020-2024, tout en restant dans la fourchette basse des marchés couverts.

### LES RENDEMENTS GLOBAUX NE DEVRAIENT PAS ÊTRE AFFECTÉS PAR LE COVID-19 À LONG TERME

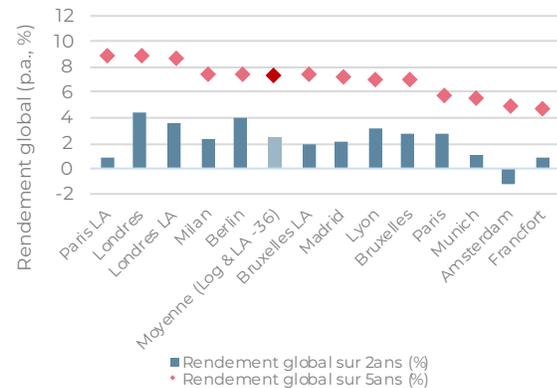
- L'impact du Covid-19 sur les rendements globaux est mis en évidence en comparant nos projections de juin 2020 avec ceux de janvier 2020 (avant la crise sanitaire), comme l'illustre le graphique ci-contre.
- Contrairement aux autres types d'actifs, le rendement global prévu en logistique et en locaux d'activités augmenterait, passant de 7,1% à 7,3% par an. La compression des taux de rendement sur cinq ans compenserait les chocs initiaux modérés en termes de revenus et décompression de taux. Selon le graphique, le seul marché éloigné de la courbe de tendance est Budapest, qui affiche néanmoins de solides performances.
- Les résultats mettent en contraste des marchés sous-performants tels que Zurich, Francfort et Amsterdam et des marchés sur-performants tels que Stockholm et Budapest en logistique ou Paris et Manchester en locaux d'activités sur les cinq prochaines années.
- De manière générale, l'essor du commerce en ligne, démontré par le taux de pénétration croissant devrait bénéficier au secteur et soutenir la demande tandis que l'offre devrait rester limitée sur la plupart des marchés.

Décompression des taux de rendement prime prévue pour 2020-21 en logistique et locaux d'activités



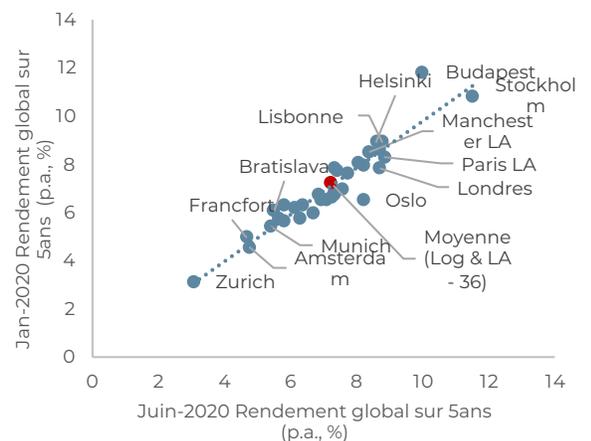
Sources : RCA, CBRE & AEW Research

Prévisions 2020-24 des rendements globaux prime (% p.a.) en logistique et locaux d'activités



Sources : Oxford Economics, RCA, CBRE & AEW Research

Rendements globaux prime 2020-24 (% p.a.) pour les scénarios base cases de Jan-20 et Juin-20



Sources : Oxford Economics, RCA, CBRE & AEW Research

## RÉSULTATS DU SCÉNARIO PRINCIPAL DE JUIN 2020 POUR TOUTES LES TYPOLOGIES

### LE COVID-19 DEVRAIT RÉDUIRE SIGNIFICATIVEMENT LA CROISSANCE DES REVENUS

- La croissance de tous les revenus locatifs immobiliers tient compte des baux en vigueur établis sur les loyers du marché au cours des quatre dernières années. Les revenus locatifs devraient ainsi connaître une croissance négative en moyenne en Europe, à -0,7 % par an au cours des cinq prochaines années. Ce chiffre se compare à une croissance de 1,9 % par an dans nos prévisions de janvier 2020, en prenant en compte les impayés et de la baisse attendue des valeurs locatives.
- Notre graphique montre que le déclin des revenus est plus important dans le secteur du commerce, car ce dernier subira un manque à gagner locatif supérieur à la moyenne en raison de l'impact du confinement.
- En revanche, la croissance des revenus dans les secteurs des bureaux, de la logistique et des locaux d'activités reste positive, bien qu'à un rythme moins important que précédemment anticipé. Cela est logique car, malgré l'impact à court terme de la crise, les déséquilibres entre l'offre et la demande restent très limités et soutiennent largement la croissance des revenus.
- Les résultats détaillés pour nos 29 centres commerciaux et 55 marchés de bureaux sont disponibles sur demande, mais ne sont pas présentés ici.

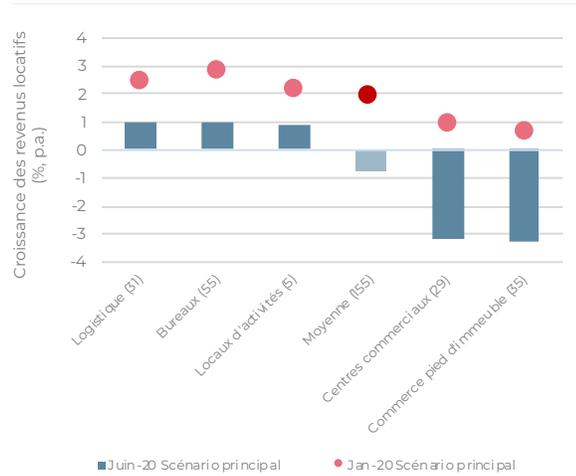
### LA DÉCOMPRESSION DES TAUX DE RENDEMENT À COURT TERME EST COMPENSÉE À LONG TERME PAR LE MAINTIEN DE RENDEMENTS OBLIGATAIRES BAS

- Les taux de rendements devraient rester stables jusqu'à fin 2024 dans nos dernières prévisions de juin 2020 (par rapport à la décompression de 20bps prévue dans les prévisions de janvier 2020) après une première période de décompression à court terme.
- Le maintien de taux immobiliers bas pour plus longtemps est dû à la baisse des rendements obligataires à long terme qui est maintenant largement anticipée compte tenu des annonces des banques centrales en réaction à la crise du COVID-19.
- Toutefois, dans nos scénarios de base de janvier et juin 2020, les taux de rendements en logistique et des locaux d'activités devraient encore se comprimer sur la période de prévision de cinq ans, en raison du fort appétit des investisseurs et d'une offre relativement limitée en Europe.
- En revanche, les taux de rendement du commerce devraient se décompresser malgré des rendements obligataires bas à long terme, car l'e-commerce, le moindre appétit des investisseurs pour cette typologie d'actifs et les prix exercent une pression sur les rendements à la hausse en dehors des localisations les plus recherchées.

### MALGRÉ L'IMPACT NÉGATIF DU COVID-19, LA LOGISTIQUE ET LES LOCAUX D'ACTIVITÉS DEVRAIENT SURPERFORMER

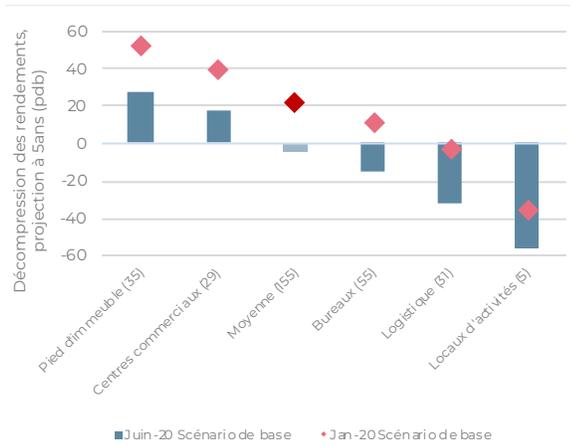
- Malgré l'impact à court terme du COVID-19, les rendements globaux des locaux d'activités, de la logistique et des bureaux devraient être résilients au cours des cinq prochaines années. Les rendements globaux prime attendus pour ces secteurs sont proches de nos prévisions pré-Covid de janvier 2020, car le choc de la demande dû à la baisse de la croissance des revenus est compensé par des taux de rendement plus bas pour plus longtemps et un fort appétit des investisseurs pour ces types d'actifs.
- Ainsi, les rendements globaux prime attendus au cours des cinq prochaines années sont de 6% pour les bureaux, 7% pour la logistique et environ 8% pour les locaux d'activités.
- D'autre part, les rendements globaux prime pour le secteur du commerce sont touchés à la fois directement par les mesures de confinement et par les changements structurels à plus long terme. Ces rendements devraient respectivement atteindre 1 % et -1 % au cours des cinq prochaines années pour les centres commerciaux et les pieds d'immeuble.

Croissance du revenu locatif primes par typologies (5 ans annualisés, en %)



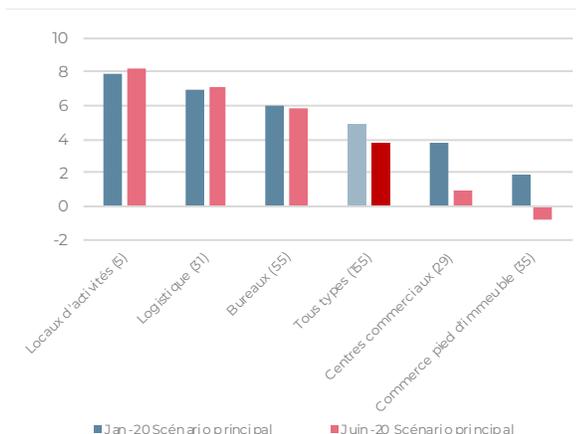
Sources : Oxford Economics, CBRE & AEW Research

Augmentation prévue des taux de rendement prime par typologies (en pdb, jusqu'à la fin 2024)



Sources : RCA, CBRE & AEW Research

Rendements globaux prime par typologies (% , 5 ans annualisés) pour les scénarios principaux de jan-20 et juin-20



Sources : Oxford Economics, RCA, CBRE & AEW Research

## À PROPOS D'AEW

AEW est l'un des leaders mondiaux du conseil en investissement et de la gestion d'actifs immobiliers avec 71,2 Mds€ d'actifs sous gestion au 31 Mars 2020. AEW compte plus de 700 collaborateurs avec des bureaux notamment à Boston, Londres, Paris et Hong Kong. AEW offre à ses clients une large gamme de produits d'investissement immobiliers incluant des fonds sectoriels, des mandats, des valeurs immobilières cotées au travers d'une vaste palette de stratégies d'investissement. AEW représente la plateforme d'asset management immobiliers de Natixis Investment Managers, l'un des leaders de la gestion d'actifs dans le monde.

Au 31 Mars 2020, AEW gère en Europe 33,5 Mds€ d'actifs immobiliers pour le compte de nombreux fonds et mandats. AEW compte plus de 400 collaborateurs répartis dans 9 bureaux en Europe et détient un long track record dans la mise en œuvre réussie, pour le compte de ses clients, de stratégies d'investissement core, value added et opportuniste. Ces cinq dernières années, AEW a effectué des opérations immobilières d'acquisition et d'arbitrage pour un volume total de plus de 20 Mds€ en Europe.

## CONTACTS RECHERCHE & STRATÉGIE



**Hans Vrensen CFA, CRE**  
HEAD OF RESEARCH & STRATEGY  
Tel +44 (0)20 7016 4753  
[hans.vrensen@eu.aew.com](mailto:hans.vrensen@eu.aew.com)



**Irène Fossé MSc**  
DIRECTOR  
Tel +33 (0)1 78 40 95 07  
[irene.fosse@eu.aew.com](mailto:irene.fosse@eu.aew.com)



**Dennis Schoenmaker PhD**  
ASSOCIATE DIRECTOR  
Tel +44 (0)20 7016 4860  
[dennis.schoenmaker@eu.aew.com](mailto:dennis.schoenmaker@eu.aew.com)



**Ken Baccam MSc**  
DIRECTOR  
Tel +33 (0)1 78 40 92 66  
[ken.baccam@eu.aew.com](mailto:ken.baccam@eu.aew.com)

## CONTACT RELATIONS INVESTISSEURS



**Alex Griffiths MSc**  
HEAD OF INVESTOR RELATIONS EUROPE  
Tel +44 (0)20 7016 4840  
[alex.griffiths@eu.aew.com](mailto:alex.griffiths@eu.aew.com)

### LONDON

AEW | 33 Jermyn Street | London, SW1Y 6DN | UK

### PARIS

AEW | 22 rue du Docteur Lancereaux | 75008 Paris | FRANCE

### DÜSSELDORF

AEW | Steinstraße. 1-3 | D-40212 Düsseldorf | GERMANY

La présente publication a pour but de fournir des informations aidant les investisseurs à prendre leurs propres décisions d'investissement, et non de fournir des conseils en investissements à un quelconque investisseur en particulier. Les investissements discutés et les recommandations incluses dans les présentes peuvent ne pas convenir à tous les investisseurs : les lecteurs doivent juger par eux-mêmes de manière indépendante de l'adéquation desdits investissements et recommandations, à la lumière de leur, propres objectifs, expérience, jugement, situation fiscale et financière en matière d'investissements. La présente publication est constituée à partir de sources choisies que nous jugeons fiables, mais nous n'apportons aucune garantie d'exactitude et d'exhaustivité relativement aux, ou en rapport avec les informations présentées ici. Les opinions exprimées dans les présentes reflètent le jugement actuel de l'auteur ; elles ne reflètent pas forcément les opinions d'AEW ou d'une quelconque société filiale ou affiliée d'AEW et peuvent changer sans préavis. Bien qu'AEW fasse tous les efforts raisonnables pour inclure des informations à jour et exactes dans la présente publication, des erreurs ou des omissions se produisent parfois. AEW décline expressément toute responsabilité, contractuelle, civile, responsabilité sans faute ou autre, pour tout dommage direct, indirect, incident, consécutif, punitif ou particulier résultant de, ou lié d'une quelconque manière à l'usage qui est fait de la présente publication. Le présent rapport ne peut être copié, transmis, ou distribué à une quelconque autre partie sans l'accord express écrit d'AEW. AEW comprend AEW Capital Management L. P. en Amérique du nord et ses filiales détenues à 100 %, AEW Global Advisors (Europe) Ltd. et AEW Asia Pte. Ltd, ainsi que la société affiliée AEW Ciloger SA et ses filiales.