

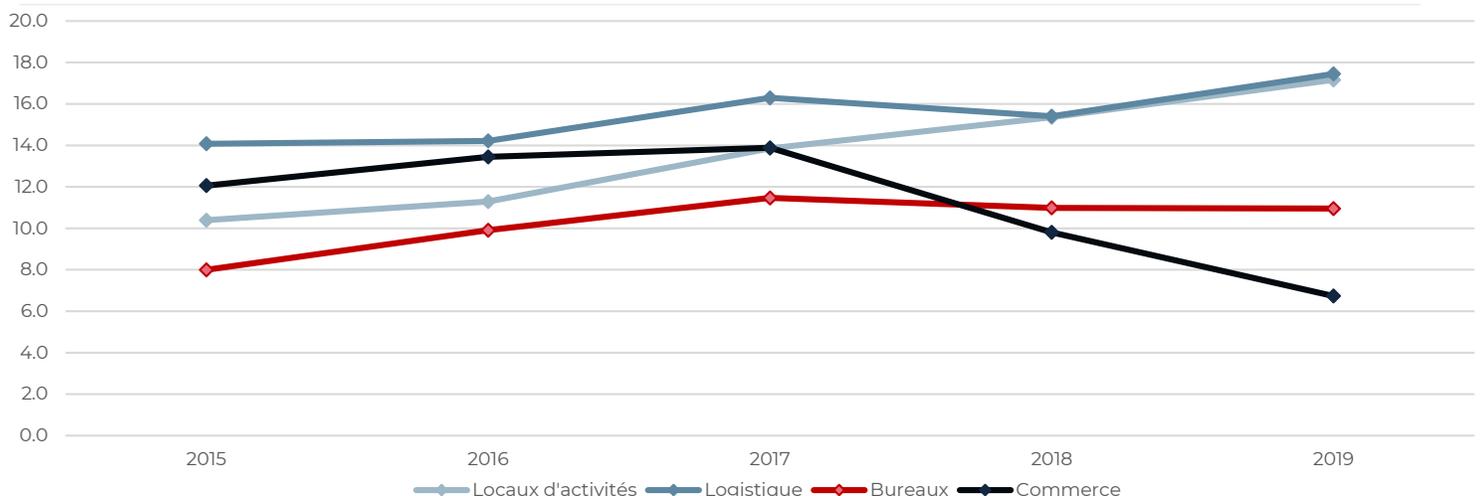
AEW Research Report

EUROPE | 28 JANVIER 2021

LES LOCAUX D'ACTIVITÉS SURFENT SUR LA MÊME DYNAMIQUE QUE LA LOGISTIQUE

- Alors que de nombreux investisseurs se focalisent sur les entrepôts de grande taille, cette étude présente les fondamentaux du marché des locaux d'activités et de la logistique urbaine.
- Les ventes en ligne, dont la part dans les ventes totales de commerce de détail avait déjà doublé entre 2012 et 2019, ont connu un nouvel essor avec la pandémie de Covid-19. Le développement des réseaux de logistique urbaine est donc indispensable pour absorber la croissance du nombre de colis et assurer un service de livraison plus rapide et à moindre coût.
- En parallèle, l'Europe connaît une quatrième révolution industrielle qui repose sur une production à haute valeur ajoutée, faisant émerger une nouvelle demande pour des locaux d'activités plus modernes et plus modulables, situés à proximité d'une main-d'œuvre qualifiée.
- Le manque de terrains constructibles associé à une demande en forte croissance devrait tirer les prix du foncier et les loyers vers le haut pour les années à venir, à la fois pour les locaux d'activités et pour la logistique urbaine.
- Pour adresser la question de la qualité des locataires des locaux d'activités, nous avons réalisé une analyse sur un large échantillon d'utilisateurs qui confirme à la fois la diversité des secteurs économiques et le score de crédit moyen (BB) des locataires. Ce score est comparable à celui des locataires des autres typologies d'actifs et ne pénalise donc pas cette typologie d'investissement.
- Avec une réduction limitée de la demande placée suite aux mesures de confinement, les marchés allemand, français et néerlandais des locaux d'activités se sont montrés résilients, après avoir atteint un quasi record de 17,4 millions de m² placés en 2019.
- Il n'est pas surprenant que les valeurs locatives prime des locaux d'activités soient supérieures à celles de la logistique, car ils comprennent des bâtiments plus petits avec une plus grande part de bureaux et situés dans des zones urbaines plus denses. La croissance des loyers des locaux d'activités sur la période 2015-20 a été généralement en phase avec la forte croissance des loyers prime en logistique.
- Les taux de rendement initiaux prime des locaux d'activités ont baissé de 220 pdb ces cinq dernières années en moyenne pour les marchés allemand, français et néerlandais, passant de 7,50% en 2015 à 5,30% au T2 2020.
- Les rendements totaux prime des locaux d'activités dans les trois marchés de référence ont été équivalents aux rendements prime pour la logistique en 2018 et 2019. Depuis 2017, les rendements totaux des locaux d'activités ont aussi surperformé ceux des bureaux et des commerces.

RENDEMENTS TOTAUX EN ALLEMAGNE, EN FRANCE ET AUX PAYS-BAS PAR SECTEUR (% MOYENNE GLISSANTE SUR 3 ANS)



Sources : CBRE, JLL, Bulwiengesa, AEW Recherche et Stratégie

DES FONDAMENTAUX DE MARCHÉ SOLIDES

LA LOGISTIQUE URBAINE PORTÉE PAR LA CROISSANCE DU E-COMMERCE

- La part des ventes en ligne dans le total des ventes de commerce de détail n'a cessé de progresser depuis la crise financière de 2008. Après avoir doublé entre 2012 et 2019 dans la plupart des pays européens, le taux de pénétration du e-commerce a connu une nette augmentation en 2020 en raison des mesures de confinement. Cette accélération de la croissance des ventes en ligne a été observée à la fois dans les marchés matures tels que le Royaume-Uni et l'Allemagne, mais aussi dans les marchés où les achats en ligne sont moins répandus.
- Les taux de pénétration devraient légèrement diminuer en 2021 avec le déploiement des vaccins qui permettront un retour aux modes de consommation traditionnels. Nous nous attendons toutefois à ce que la part du e-commerce reste supérieure aux niveaux pré-Covid, en raison du caractère durable des nouvelles habitudes de consommation prises pendant les confinements et au développement des ventes sur terminaux mobiles.
- Par conséquent, le développement des réseaux logistiques est nécessaire pour accompagner l'augmentation du nombre de colis mais aussi pour assurer un service de livraison plus rapide et à moindre coût. Ainsi, la demande en surface logistique s'intensifie, en particulier pour les bâtiments situés à proximité des principaux centres de consommation européens.

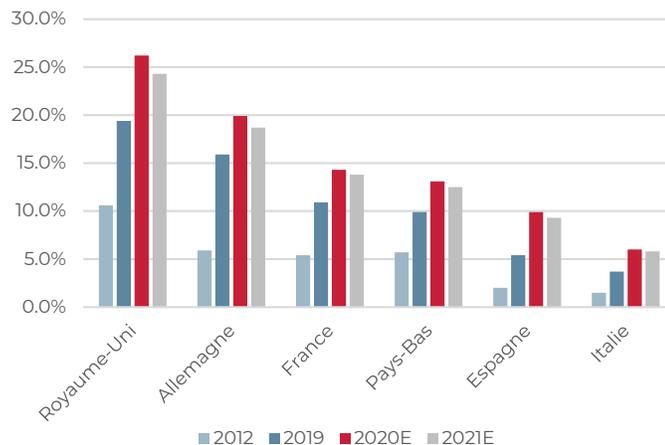
LA 4ÈME RÉVOLUTION INDUSTRIELLE INTENSIFIE LA DEMANDE EN LOCAUX D'ACTIVITÉS MODERNES

- La 4ème révolution industrielle déjà amorcée repose sur la digitalisation et l'automatisation de la production, alors que les procédés de fabrication se doivent d'être toujours plus flexibles et de permettre la customisation.
- La crise de la Covid-19 a mis en lumière les défis et risques que pose les chaînes de valeur globales. Les perturbations de ces dernières à l'échelle mondiale ont pesé sur les temps de livraison et interroge sur la nécessité d'implanter la production plus proche des consommateurs, en particulier pour les secteurs stratégiques tels que la production de médicaments et de matériel médical.
- Toutefois, la relocalisation de certaines activités de production n'annonce pas un renversement complet des chaînes de valeur, en raison notamment du coût de la main-d'œuvre qui reste élevée en Europe.
- La réindustrialisation de l'Europe concerne principalement la production industrielle à haute valeur ajoutée et les services à forte intensité de connaissances, comme le montre le graphique ci-contre.
- En plus d'une main-d'œuvre qualifiée, les entreprises vont donc avoir besoin de locaux d'activités modernes et modulables, situés à proximité d'infrastructures de qualité (accès à la fibre, aux réseaux d'énergie à bas coût et aux axes de transport structurants).

LA RARETÉ DU FONCIER TIRE LES LOYERS VERS LE HAUT

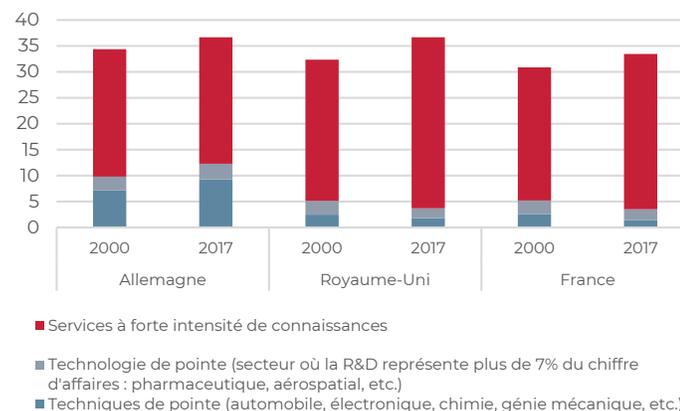
- L'urbanisation croissante et le renforcement des mesures prises de longue date contre l'artificialisation des sols ont tiré les prix du foncier vers le haut, comme le montre le graphique ci-contre.
- Par ailleurs, les nouvelles mesures mises en place pour limiter la congestion et l'impact environnemental des poids-lourds en centre-ville stimulent la demande pour les parcs d'activités et la logistique urbaine de petite taille et situés au sein du tissu urbain. Cette demande devrait encore s'intensifier dans les années à venir.
- La rareté du foncier constructible devrait s'accroître, et perpétuer le manque d'offre de surfaces logistiques. Ce manque de terrains constructibles qui porte la hausse des prix du foncier devrait également conduire à une hausse des loyers des locaux d'activités et de logistique urbaine.
- Des loyers plus élevés devraient permettre aux projets de développement logistique et de locaux d'activités de rivaliser avec d'autres usages quand ils sont possibles.

Part des ventes en ligne dans le total des ventes – Données historiques et prévisions post-Covid



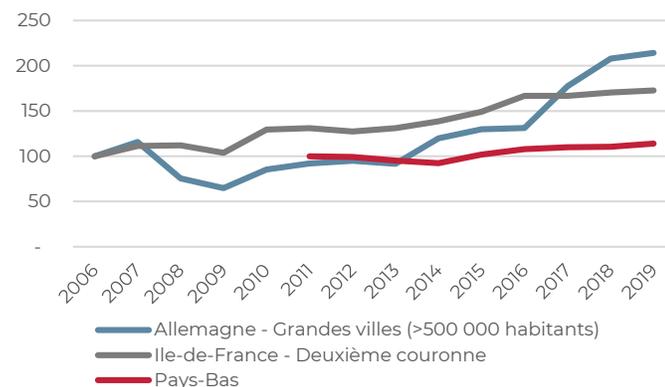
Sources : Centre for Retail Research, eMarketer, AEW Recherche et Stratégie

Part relative des industries à forte intensité technologique et des services à forte intensité de connaissances, dans le total de la valeur ajoutée (en %, 2000 et 2017)



Sources : OCDE, Eurostat, EU Klems, AEW Recherche et Stratégie

Prix du foncier en France, en Allemagne et aux Pays-Bas
Indice 100 = 2006 (FRA, ALL) & 2011 (P.-B.)



Sources : Deutsche Statistische Bundesamt, Observatoire Régional du Foncier, Kadaster, AEW Recherche et Stratégie

FORTE DYNAMIQUE DU MARCHÉ LOCATIF

PROGRESSION DE LA DEMANDE PLACÉE LOGISTIQUE ET INDUSTRIELLE

- L'ensemble de la demande placée logistique et industrielle sur les marchés allemand, français et néerlandais a atteint 17,4 millions de m² en 2019, bien au-dessus de la moyenne décennale de 14 millions de m² et en légère baisse par rapport au record historique de 18 millions de m² en 2018.
- L'impact de la Covid-19 s'est avéré limité sur la demande placée allemande et néerlandaise en 2020, en baisse respectivement de 1% et 7% par rapport à 2019. En France, la demande placée en locaux d'activités, hors logistique, représente 46% de l'ensemble de la demande placée logistique et industrielle sur la période 2010-2019.
- L'immobilier logistique et industriel allemand a toujours été dynamique, bénéficiant du leadership historique du pays dans la production industrielle européenne.
- Aux Pays-Bas, la demande placée a connu une croissance modeste en raison de disponibilités limitées, le taux de vacance sur les marchés d'Amsterdam, de Rotterdam et d'Utrecht atteignant 2,2% en 2019, un niveau historiquement bas.
- Les taux de vacance sont proches de leurs points bas historiques en Allemagne et en France également.

LES LOYERS DES LOCAUX D'ACTIVITÉS SUPÉRIEURS À LA LOGISTIQUE

- Les loyers prime des locaux d'activités sont supérieurs à ceux de la logistique, car les locaux d'activités sont généralement des bâtiments plus petits, avec une plus forte proportion de bureaux, et situés dans des zones urbaines plus denses où la concurrence des autres usages est plus intense.
- Les valeurs locatives prime des locaux d'activités s'élèvent en moyenne à 89 €/m²/an en France et en Allemagne et à 73 €/m²/an aux Pays-Bas.
- En Allemagne et en France, les loyers des locaux d'activités sont supérieurs aux loyers logistiques, le marché néerlandais faisant figure d'exception. L'écart enregistré en France entre les loyers des locaux d'activités et de la logistique pourrait s'expliquer par la plus faible densité du territoire français, permettant des loyers plus bas pour la logistique.
- La croissance des loyers des locaux d'activités prime sur la période 2015-20 dans les trois marchés a dépassé la croissance des loyers logistique prime sur la même période. La croissance des loyers des locaux d'activités a atteint 12% en Allemagne et en France et 11% en logistique. Aux Pays-Bas, la croissance des loyers des locaux d'activités a été de 7% et celle de la logistique de 6%, une croissance locative supérieure à celle d'autres typologies d'actifs.

UN RISQUE DE CRÉDIT MOYEN ET UN LARGE ÉVENTAIL DE SECTEURS ÉCONOMIQUES CHEZ LES LOCATAIRES DES LOCAUX D'ACTIVITÉS

- Pour répondre aux préoccupations des investisseurs institutionnels concernant la qualité réputée plus risquée des utilisateurs de locaux d'activités, nous avons compilé un échantillon de 1 000 locataires de locaux d'activités en juin 2020 et analysé les scores de crédit de chaque locataire avec le consultant Income Analytics et le fournisseur de données de crédit D&B.
- Notre analyse a montré une notation moyenne BB (équivalent obligataire), ce qui correspond à une probabilité de défaut de 0,7% au cours des 12 prochains mois, équivalente à celle des locataires des autres typologies d'actifs. Il convient toutefois de noter que la probabilité de défaut n'est pas équivalente à la probabilité d'un locataire de s'acquitter des loyers dus.
- Malgré la note moyenne BB, 42% de l'échantillon de locataires a une notation équivalente à celle d'une obligation *investment grade*.
- Un large éventail de secteurs est présent dans notre échantillon de locataires, bien que le transport et la logistique dominent avec environ 47% de l'ensemble des locataires. Cette diversification favorise la stabilité des revenus locatifs car ces actifs ont tendance à être multi-locataires.
- Enfin, la sévérité des pertes en cas de défaut d'une obligation d'entreprise est toujours plus importante qu'en immobilier, car un locataire défaillant peut être remplacé par un autre locataire.

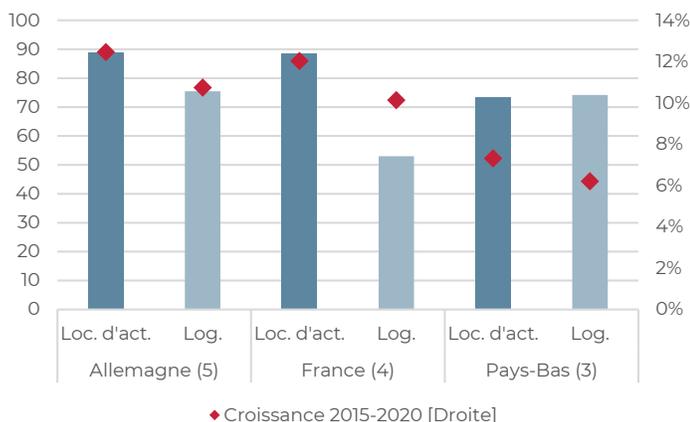
Demande placée logistique et industrielle annuelle (millions de m²) – 2010-2020



*Données 2020 pas encore disponibles pour la France

Sources : CBRE, AEW Recherche et Stratégie

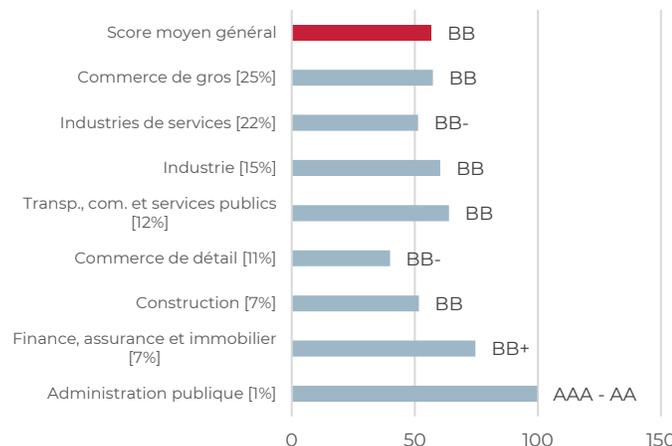
Valeurs locatives prime des locaux d'activités et logistique (€/m²/an) - T2 2020



(xx) = nombre de marchés

Sources : CBRE, BNP RE, JLL, AEW Recherche et Stratégie

Score de crédit moyen des locataires des locaux d'activités et représentativité de leurs secteurs économiques dans l'échantillon analysé [%]



Sources : INCANS, D&B, AEW Recherche et Stratégie

UN MARCHÉ DE L'INVESTISSEMENT ÉMERGENT

LES TAUX DE RENDEMENT DES LOCAUX D'ACTIVITÉS RESTENT BIEN SUPÉRIEURS À CEUX DE LA LOGISTIQUE

- En raison de la forte demande des utilisateurs et de taux obligataires historiquement bas, les taux de rendement prime des locaux d'activités ont baissé de 220 pdb en moyenne pour les marchés allemand, français et néerlandais, passant de 7,50% en 2015 à 5,30% au T2 2020.
- Par ailleurs, les taux de rendement prime logistique ont baissé de 170 pdb, passant de 5,60% à 3,90% au cours de la même période.
- Cela signifie qu'en valeur absolue, l'écart de rendement excédentaire pour les locaux d'activités prime par rapport à la logistique est passé de 190 à 150 pdb au cours des cinq dernières années.
- En valeur relative, c'est-à-dire en pourcentage du taux de rendement actuel pour la logistique prime, cet écart de rendement excédentaire est passé de 34% à 38%.
- Si nous considérons que le Royaume-Uni est un marché plus mature, comme le montre l'écart plus faible entre les taux des deux typologies, et que les marchés d'Europe continentale suivront la même tendance, nous pouvons nous attendre à une compression supplémentaire des taux de rendement prime pour les locaux d'activités.

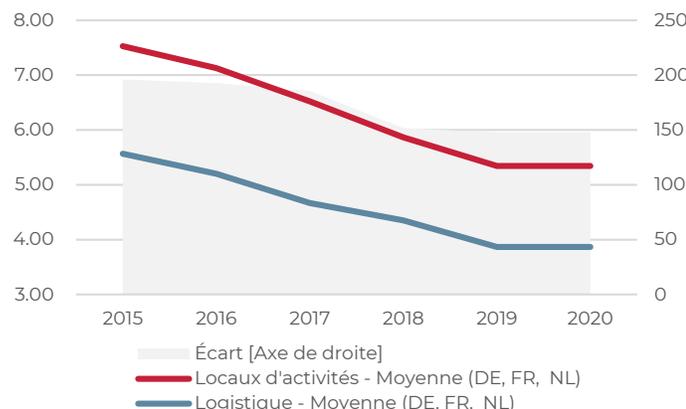
UNE GRANDE DIVERSITÉ DES UTILISATEURS GARANTE DE LA STABILITÉ DES RENDEMENTS LOCATIFS POUR LES INVESTISSEURS

- L'analyse des rendements locatifs et en capital des locaux d'activités ces dernières années dans les trois pays montre une plus faible volatilité en Allemagne. Cela est notamment dû au grand nombre de marchés allemands étudiés (100+) par rapport à la France (4) et aux Pays-Bas (3).
- Les données sur les rendements des locaux d'activités aux Pays-Bas confirment que les deux années de baisse des valeurs vénales en 2015-16 ont été compensées par une hausse de près de 25% des rendements totaux en 2019.
- À l'avenir, nous pouvons nous attendre à des rendements en capital plus modestes. Toutefois, et indépendamment des cycles de performances passées de ces trois marchés, la diversification des portefeuilles devrait être bénéfique aux investisseurs au fil du temps.
- En conclusion, les locaux d'activités offrent un rendement relativement élevé et stable grâce à la grande diversité des utilisateurs présents dans ces actifs multilocataires.

DES RENDEMENTS GLOBAUX PRIME ÉQUIVALENTS À CEUX DE LA LOGISTIQUE

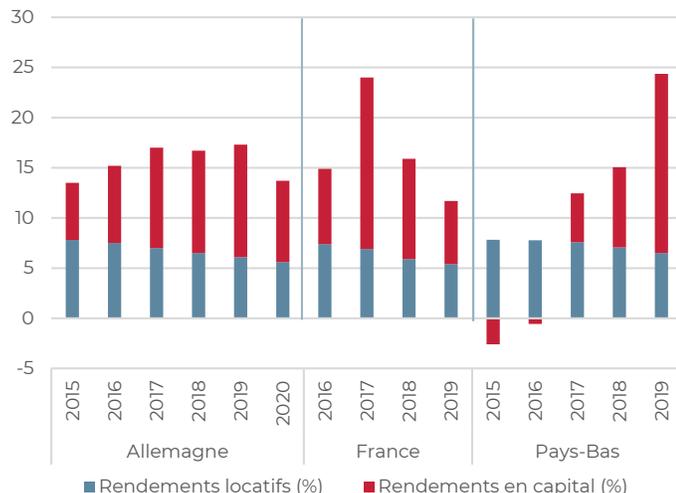
- Les rendements prime des locaux d'activités dans les trois principaux marchés sont équivalents aux rendements prime pour la logistique en 2018 et 2019. Depuis 2017, les rendements pour les locaux d'activités sont aussi supérieurs à ceux des bureaux et des commerces. Cela peut apparaître surprenant pour de nombreux investisseurs qui n'ont jamais considéré les locaux d'activités comme une classe d'actif à part entière.
- Comme présenté au début de cette étude, les locaux d'activités bénéficient de fondamentaux solides, tels que la croissance rapide des ventes en ligne et la réindustrialisation actuellement en cours en Europe. Ces tendances conduisent à une augmentation de la demande pour des surfaces de locaux d'activités et de logistique urbaine de la part de nombreux secteurs industriels.
- Preuve en est, la demande placée en logistique et locaux d'activités a dépassé les 15 millions de m² par an dans les trois principaux marchés européens entre 2017 et 2019. En raison de l'impact limité de la Covid-19 sur la demande placée en 2020 et sur la base des données disponibles à ce jour, on peut de s'attendre à un nouveau record en 2021.

Taux de rendement prime des locaux d'activités et de la logistique (%) et écart (pdb)



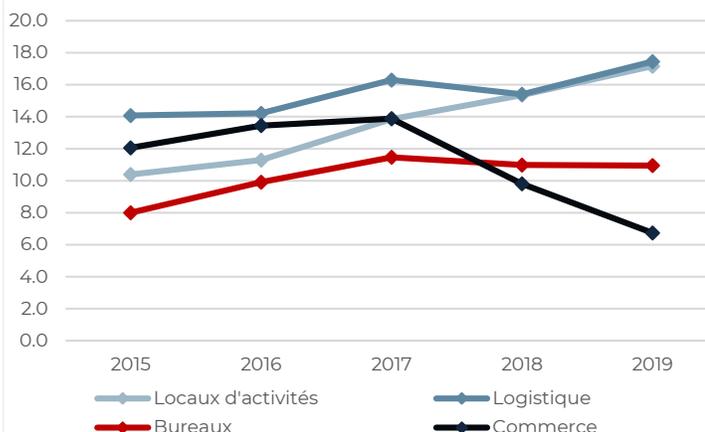
Sources : CBRE, JLL, AEW Recherche et Stratégie

Comparaison des rendements locatifs et en capital des locaux d'activités par pays



Sources : CBRE, JLL, Bulwiengesa, AEW Recherche et Stratégie

Rendements globaux en Allemagne, en France et aux Pays-Bas (moyenne glissante sur 3 ans)



Sources : CBRE, JLL, Bulwiengesa, AEW Recherche et Stratégie

À PROPOS D'AEW

AEW est l'un des leaders mondiaux du conseil en investissement et de la gestion d'actifs immobiliers avec 68.9 Mds€ d'actifs sous gestion au 30 septembre 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 30 septembre 2020, AEW gère en Europe 32.8 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 Mrds€ en Europe.

CONTACTS RECHERCHE & STRATÉGIE



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



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



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



Ken Baccam MSc
DIRECTOR
Tel +33 (0)1 78 40 92 66
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

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.