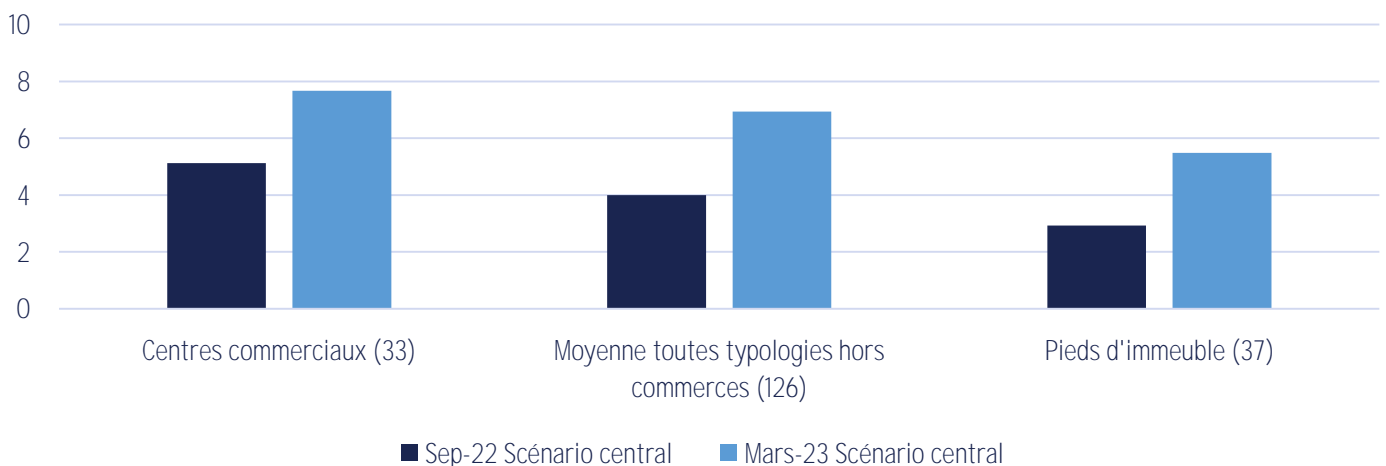


LE REPRICING DES CENTRES COMMERCIAUX PRIME OUVRE LA VOIE AU REBOND

- Avec une récession évitée en Europe en 2023 et la normalisation de l'inflation, le PIB réel en Europe devrait croître de 1,5 % et les ventes au détail de 1,4 % par an entre 2024 et 2028. Ces croissances sont supérieures à celles constatées après la crise financière mondiale, bénéficiant du contexte favorable d'un faible taux de chômage qui soutient le pouvoir d'achat des ménages.
- La part du commerce en ligne dans les ventes au détail devrait augmenter sensiblement en passant de 18 % en 2022 à 27 % en 2027 en moyenne en Europe, malgré le ralentissement ponctuel constaté au Royaume-Uni au sortir de la pandémie. D'ici 2027, les Pays-Bas passeraient premiers en termes de part du e-commerce en Europe.
- L'Europe continentale a connu un rebond des ventes en magasin en 2021 et les projections indiquent une stabilisation aux niveaux d'avant la pandémie d'ici 2027. Néanmoins, les ventes au Royaume-Uni devraient, elles, se stabiliser à 8 %, en dessous du niveau pré-COVID de 2019.
- Le point de vigilance se porte sur l'augmentation des faillites d'enseignes après la fin des aides gouvernementales pendant les confinements. Les données d'Eurostat montrent que les faillites dans le secteur du commerce de détail de l'UE ont augmenté de 55 % en 2022 et plus que doublé pour le secteur de la restauration et de l'hôtellerie.
- Malgré une hausse des faillites, le taux de recouvrement des loyers en commerces au Royaume-Uni se stabilise. S'il reste encore en-dessous du niveau pré-Covid, il s'améliore nettement par rapport au niveau enregistré pendant les confinements.
- Grâce à l'amélioration des perspectives économiques, les loyers prime des commerces de pied d'immeuble devraient croître de 1 % par an et ceux des centres commerciaux de 1,4 % par an sur les cinq prochaines années. Ce rattrapage intervient après les baisses moyennes de 9 % au Royaume-Uni et de 4 % en Europe continentale entre 2020 et 2022.
- La remontée des taux d'intérêts a fait chuter les volumes d'investissement immobilier à partir du second semestre 2022 et le commerce n'a pas été épargné en terminant à 31 milliards d'euros sur l'année, soit la moitié du record de 62 milliards atteint en 2015.
- Les taux de rendement initiaux prime des centres commerciaux devraient atteindre 6,0 % en Europe d'ici fin 2027, suite à la forte décompression depuis 2017. Les taux de rendement prime des pieds d'immeuble sont passés à 4,3 % en 2022 et devraient atteindre 4,8 % d'ici fin 2027 selon notre scénario central de mars 2023.
- Dans ce dernier scénario central, les rendements globaux prime annuels 2023-2027 atteindraient 7,7 % pour les centres commerciaux et 5,5 % pour les pieds d'immeubles, une nette amélioration par rapport aux projections de septembre 2022.
- Les valeurs en commerce ayant continué à se déprécier en 2022, notre estimation du déficit de financement (DF) en commerce a été réévaluée à 17 milliards d'euros. Le DF estime le montant de dette ne pouvant être refinancée au vu des LTV actuels et l'évolution de valeurs des sous-jacents.
- Selon notre analyse des rendements ajustés du risque, 45 % des marchés de centres commerciaux couverts sont classés comme attractifs, et 33 % de pieds d'immeuble sont classés moins attractifs. Dans les deux cas, c'est plus que la moyenne des marchés hors commerces.
- Stockholm, Paris, Dublin et les marchés régionaux du Royaume-Uni se distinguent comme les marchés les plus attractifs en centres commerciaux. Dublin, Berlin et Paris mènent pour les pieds d'immeubles. Les marchés d'Europe centrale restent les moins attractifs.

Projections de rendements globaux prime en commerces vs moyenne hors commerces (2023-2027, % par an)



Sources : AEW Recherche & Stratégie

FONDAMENTAUX MACROÉCONOMIQUES

FORTE REPRISE DES VENTES AU DÉTAIL APRÈS 2024

- Les aides gouvernementales pendant la pandémie en 2020 et la forte inflation en 2023 faussent la relation cyclique typique entre les ventes au détail et la croissance du PIB.
- Après la chute en 2009 post crise financière, le PIB et les ventes au détail avaient augmenté de 1,4 % et 1,0 % par an respectivement entre 2010 et 2019.
- En comparaison, la croissance du PIB réel a chuté de 6,3 %, en 2020 alors que les ventes au détail ont connu une baisse moins prononcée de 1 %. Cette moindre baisse peut être attribuée aux programmes de soutien gouvernementaux mis en place.
- Toutefois, le rebond post-COVID a été bref avec l'invasion russe de l'Ukraine, qui a entraîné une flambée des prix de l'énergie et des denrées alimentaires, déclenchant une crise du pouvoir d'achat en Europe. Si l'Europe évite la récession, les consommateurs, eux, connaissent une baisse de leur revenu réel, entraînant une baisse des ventes au détail en 2023.
- Entre 2024 et 2028, le PIB réel devrait croître de 1,5 % par an et les ventes réelles de 1,4 % par an, dépassant ainsi la tendance à long terme post crise financière. Ce retour à une croissance positive témoigne également des conditions favorables liées aux faibles taux de chômage actuels.

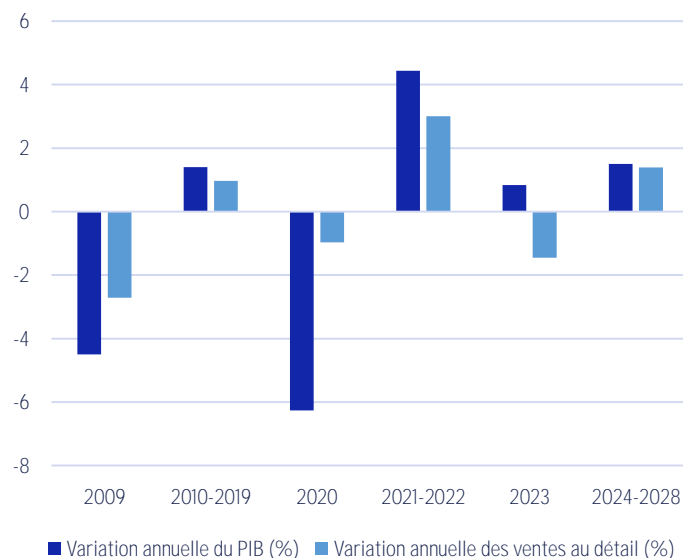
PROGRESSION DU E-COMMERCE APRÈS LA PAUSE DE 2022

- Les confinements en 2020 et 2021 ont fait bondir la part des ventes en ligne à des niveaux record en Europe.
- Au sortir de la pandémie et avec le retour en magasins, la part du e-commerce dans les ventes au détail au Royaume-Uni, le marché la plus mature, a temporairement diminué en 2022, ce qui n'a pas été le cas dans les autres marchés où le taux de pénétration est plus faible.
- À terme, la croissance devrait se poursuivre jusqu'en 2027 et la part moyenne du e-commerce en Europe devrait passer de 18 % en 2022 à 27 % en 2027.
- Il reste cependant à déterminer à quel niveau cette part se stabilisera, en fonction de divers facteurs influant sur le comportement des consommateurs, sensibles aux conditions macroéconomiques, aux dynamiques du marché des commerces, aux avancées technologiques et aux changements réglementaires.

LES VENTES EN MAGASIN RESTENT STABLES EN EUROPE ET AU ROYAUME-UNI

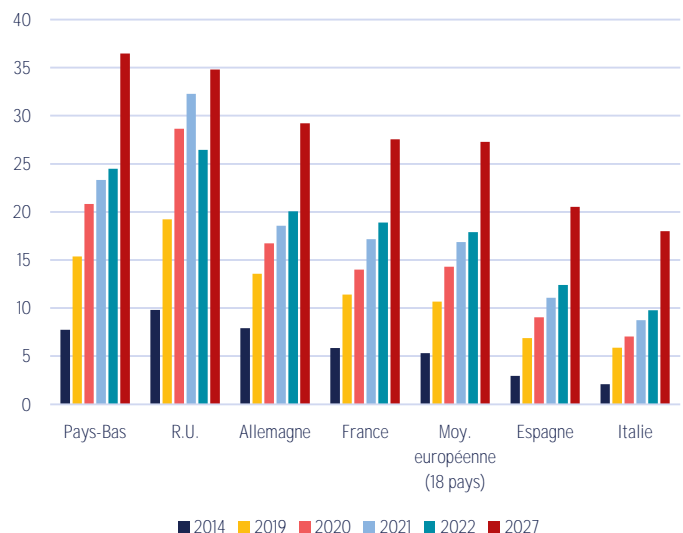
- Le total des ventes au détail en termes réels au Royaume-Uni est resté relativement stable en 2022, n'augmentant que de 1,3 % par rapport aux niveaux pré-pandémie, alors que les ventes au détail en termes réels en Europe ont augmenté de 5 %.
- L'émergence du e-commerce a entraîné une baisse de la part des ventes en magasin, et cette tendance a logiquement été accentuée par la pandémie de 2020-2021.
- Après une baisse de 7,3 % au Royaume-Uni et de 1 % en Europe entre 2022 et les niveaux pré-pandémiques de 2019, les volumes absolus des ventes en magasin ont atteint un point de stabilisation et devraient rester relativement inchangés à moyen terme.
- La croissance prévue du total des ventes au détail proviendra principalement de l'augmentation des ventes en ligne, qui devrait être de 33 % au Royaume-Uni et de 54 % en Europe d'ici à 2027.

Variation annuelle du PIB réel et des ventes au détail de la zone euro (2009-28)



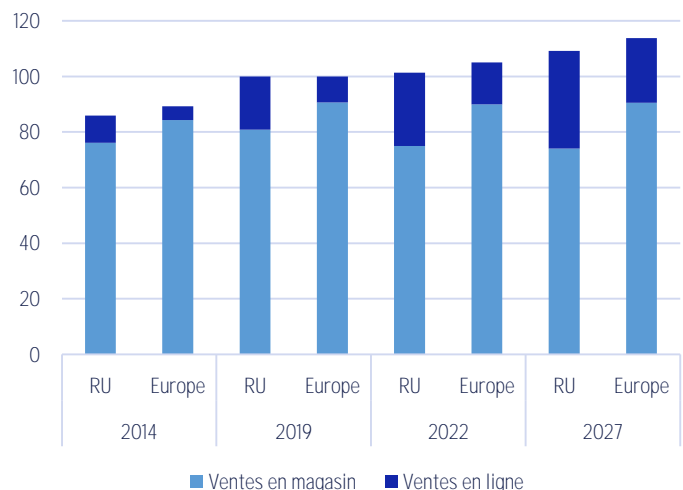
Sources : Oxford Economics, AEW Recherche & Stratégie

Part des ventes en ligne dans le total des ventes (%)



Sources : CBRE, CBS, ONS, Euromonitor, AEW Recherche & Stratégie

Ventes au détail réelles par canal, R-U vs Europe continentale (Indice 2019=100)



Sources : CBRE, OE, AEW Recherche & Stratégie

MARCHÉ DES UTILISATEURS EN COMMERCES

LES FAILLITES D'ENSEIGNES AUGMENTENT

- Le secteur du commerce qui avait bénéficié de mesures de soutien pendant les confinements voit les défaillances d'enseignes se multiplier.
- Les données d'Eurostat montrent une augmentation de 55 % des faillites d'enseignes en 2022. Elles ont même doublé pour les secteurs de la restauration et de l'hôtellerie.
- Ces défaillances sont probablement liées à la fin des mesures de soutien déployées pendant la pandémie et au remboursement des prêts garantis par l'État, et ce alors que les chiffres d'affaires et les marges sont pénalisés par l'inflation élevée.
- Les enseignes d'équipement de la personne mass-market sont les plus touchées tandis que le secteur du luxe bénéficie toujours d'une forte croissance, à l'instar des groupes LVMH et Kering.
- Au Royaume-Uni, les faillites ont provoqué la fermeture de 2 300 boutiques, soit une augmentation de 23 % par rapport à la moyenne 10 ans.

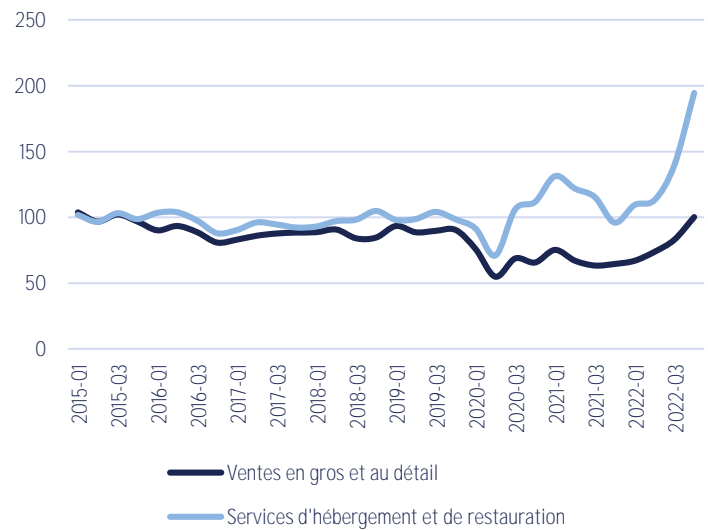
LE RECOUVREMENTS DES LOYERS EN COMMERCE S'AMÉLIORE AU ROYAUME-UNI

- Malgré la recrudescence des faillites d'entreprises durant la pandémie, le recouvrement des loyers en commerces au Royaume-Uni s'est globalement stabilisé depuis.
- Selon Remit Consulting, à fin mars 2023, la part des loyers payés à temps a diminué de 4 points de pourcentage par rapport au trimestre précédent, avec 63 % des loyers payés à la date d'échéance.
- Cette baisse a été compensée par une hausse de 4 pp du taux de recouvrement des loyers dans la semaine (+7 jours) suivant la date d'échéance.
- L'impact négatif durable de la pandémie signifie que les taux actuels de recouvrement des loyers restent bien inférieurs aux niveaux d'avant la pandémie, malgré la réouverture des magasins.
- Les difficultés financières des enseignes ont déclenché des négociations avec les propriétaires qui ont abouti à des allègements de loyers ou de charges en contrepartie de baux plus longs, améliorant ainsi le recouvrement des loyers.

LES LOYERS PRIME EN COMMERCE EN REPRISE MODÉRÉE

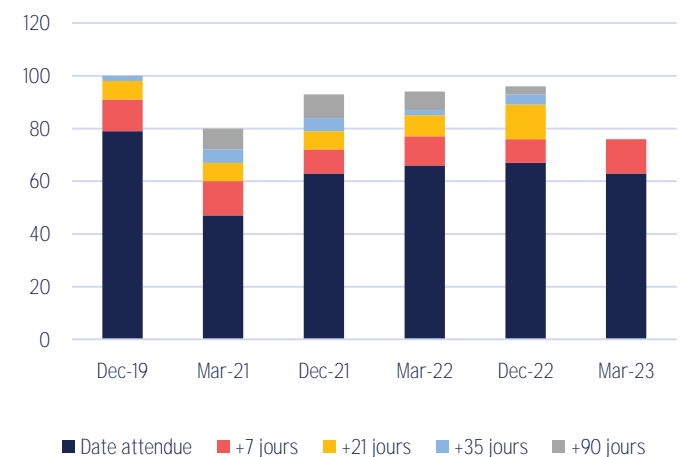
- Les loyers prime en commerce en Europe, qui commençaient déjà à baisser, notamment au Royaume-Uni, ont subi de plein fouet les confinements en 2020.
- Au Royaume-Uni, le rattrapage des loyers prime des centres commerciaux devrait se traduire par une augmentation de 8,7 % en 2023, suivi d'une croissance annuelle moyenne de 1 % par an de 2024 à 2027.
- En revanche, les loyers prime des pieds d'immeuble au Royaume-Uni ne devraient augmenter qu'à partir de 2025, d'environ 1,6 % par an jusqu'en 2027.
- Les loyers prime des centres commerciaux en Europe continentale devraient recommencer à augmenter en moyenne de 1,1 % par an entre 2023 et 2027. Les loyers prime des pieds d'immeuble, quant à eux, ont rebondi de 1,8 % en 2022 et devraient continuer de croître de 1,3 % par an sur la période 2023-2027.
- Cependant, même avec le rattrapage de ces cinq prochaines années, aucun des formats ne devrait retrouver les niveaux de loyers constatés avant le début du cycle baissier en commerces.

Faillites par secteur d'activité dans l'UE (indice, 2015=100)



Sources : Eurostat, AEW Recherche & Stratégie

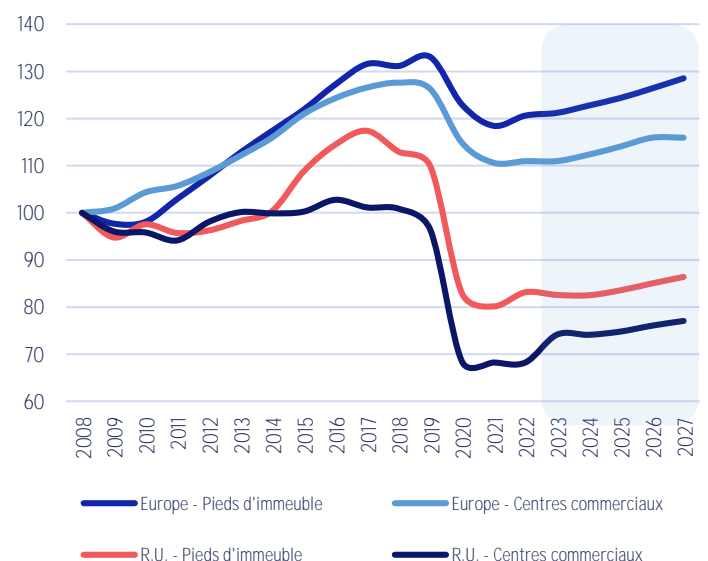
Recouvrement des loyers au Royaume-Uni dans le secteur du commerce et des loisirs*



Sources : Remit Consulting Ltd., AEW Recherche & Stratégie.

*Données non disponibles à mars 2023 à la date de publication pour +21, +35 et +90 jours

Loyers prime du commerce par secteur (Indice, 2008 = 100)



Sources : CBRE, AEW Recherche & Stratégie

MARCHÉ DES INVESTISSEMENTS EN COMMERCE

LE REPRICING OUVRE DES OPPORTUNITÉS D'INVESTISSEMENT

- Les investissements en commerce en zone Euro ont rebondi en 2022 atteignant 23,7 Mds d'euros, alors que le ralentissement d'activité au Royaume-Uni a été flagrant en fin d'année portant le volume annuel à 7,4 Mds d'euros.
- Des actifs sont mis sur le marché par des propriétaires cherchant à réduire leur endettement ou par des investisseurs souhaitant se diversifier. Des actifs secondaires destinés à être rénovés ont également changé de main.
- Malgré l'augmentation par rapport à 2021, le ralentissement des investissements, en fin d'année 2022, reflète la réaction des investisseurs face à la remontée des taux d'intérêts et ramène le volume annuel à 31 Mds d'euros en 2022, soit la moitié du record de 62 Mds d'euros en 2015.
- L'activité d'investissement sera sans doute pénalisée par le financement réduit et les coûts élevés d'emprunt, que nous abordons dans notre analyse du déficit de financement.

LES TAUX DE RENDEMENTS PRIME DU COMMERCE SE STABILISENT À UN NIVEAU ÉLEVÉ

- Depuis le début de la pandémie, les taux de rendement initiaux prime des centres commerciaux et des pieds d'immeuble en Europe se sont décompressés de 50 pnb et 20 pnb respectivement entre 2020 et 2022. Une hausse supplémentaire de 50 pnb est attendue en 2023.
- Après ce pic, les rendements en commerces devaient terminer leur correction et baisser à nouveau ces cinq prochaines années.
- Les taux de rendement prime des centres commerciaux culmineraient à 6,2 % en 2023, tandis que ceux des pieds d'immeuble continueront à augmenter légèrement, atteignant 4,9 % d'ici 2025.
- Les taux de rendement en commerces ayant commencé à se corriger plus tôt, la correction à la hausse récente est moins marquée que la moyenne des autres secteurs, notamment pour la logistique.
- Néanmoins, les taux de rendement prime en commerces devraient rester supérieurs à la moyenne de tous les secteurs (hors commerce) au cours des cinq prochaines années après le repricing.

LES CENTRES COMMERCIAUX DEVRAIENT SURPERFORMER

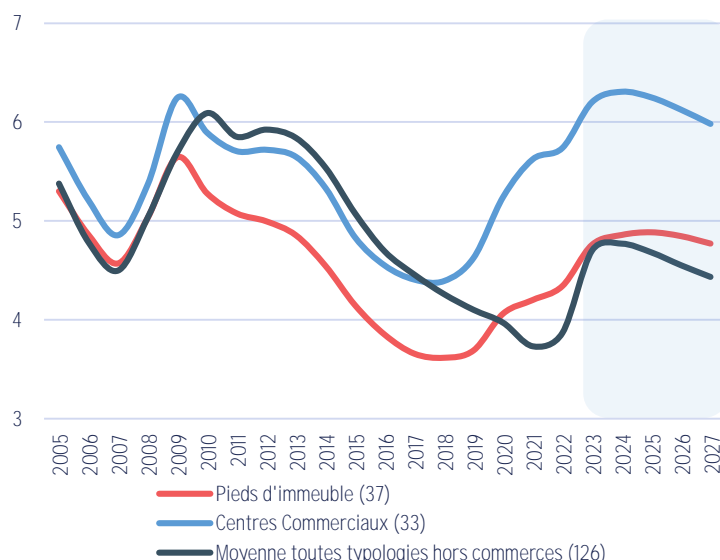
- Pour l'immobilier hors commerces, le rendement global annuel moyen prévu entre 2023 et 2027 augmente par rapport à nos dernières prévisions (Sep-22), passant de 4,0 % à 6,9 % par an.
- Historiquement, le commerce a été plus sensible au contexte économique, et devrait donc bénéficier de l'amélioration des indicateurs macroéconomiques d'ici 2024.
- En conséquence, le rendement global annuel attendu pour les centres commerciaux a augmenté passant de 5,1 % à 7,7 % dans notre scénario central révisé à mars 2023, tandis que le rendement global annuel des pieds d'immeuble a été revu à la hausse de 2,9 % à 5,5 % par an pour la période 2023-27.
- Compte tenu de manque de crédibilité des banques centrales et des erreurs d'anticipation d'inflation en 2022, nous conservons un scénario pessimiste avec une croissance plus faible et une inflation plus élevée.
- Dans le scénario pessimiste, les rendements globaux des centres commerciaux et des pieds d'immeuble baisseraient à 6,3 % et 3 % respectivement sur la période de prévision.

Volumes d'investissement en commerces en milliards d'euros (2015-2022)



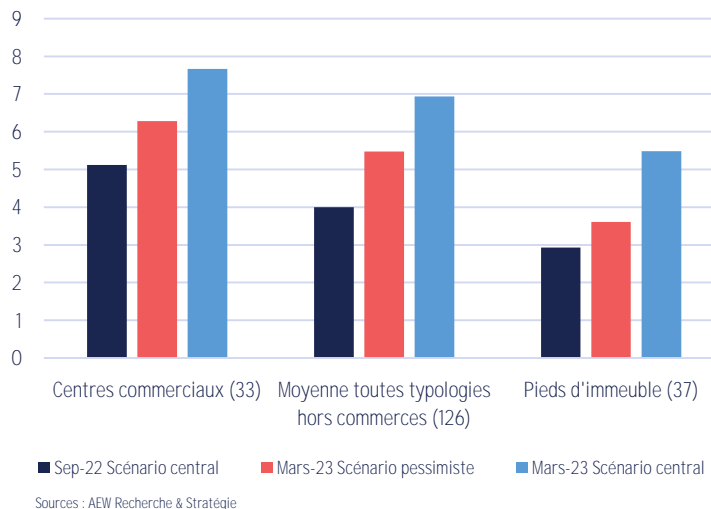
Sources : RCA, AEW Recherche & Stratégie

Taux de rendement prime européens par secteur (%) - Scénario central mars 2023



Sources : CBRE, AEW Recherche & Stratégie

Prévisions de rendements globaux prime (2023-27)



Sources : AEW Recherche & Stratégie

ANALYSE DU DÉFICIT DE FINANCEMENT

DES SIGNES DE REBOND DES VALEURS EN CAPITAL

- Pour mesurer les dépréciations intervenues en commerces durant le cycle actuel, nous comparons les données de CBRE basées sur les valeurs en capital prime, l'indice CPPI de Green Street et celles de l'indice INREV core « Asset Level ».
- L'analyse porte sur des données différentes : l'INREV rapporte les valeurs d'expertises des actifs de fonds « core », tandis que les données de CBRE sont estimées à partir des loyers et taux de rendement prime de marché et l'indice CPPI est dérivé de données issues des foncières cotées.
- En ce qui les valeurs prime et l'indice CPPI, la dépréciation se situe dans une fourchette de 35 % à 52 % selon les géographies. Les données d'expertises de l'INREV font état de baisses moins importantes.
- À noter que les périodes entre le pic et le creux varient selon les méthodologies.
- L'indice CPPI fait état d'une réversion positive au 1T 2023 sur tous les marchés. Les données de CBRE indiquent une légère dépréciation en Allemagne et en France, une appréciation au RU, et une stabilité des valeurs au Bénélux.
- Les données de l'INREV n'étaient pas encore disponibles au T1 2023 à la date de publication.

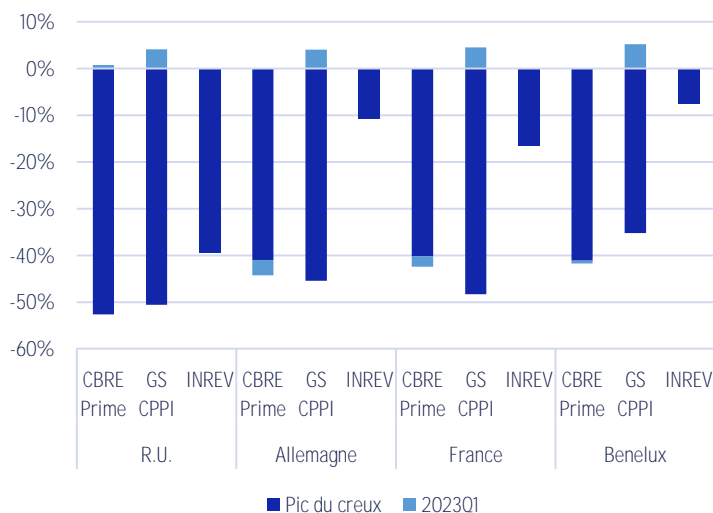
LE DÉFICIT DE FINANCEMENT EN COMMERCES REFLÈTE LES BAISSSES DE VALEURS

- La baisse des valeurs en capital peut poser des difficultés de refinancement des prêts arrivant à échéance.
- Outre la dépréciation du sous-jacent immobilier, les prêteurs peuvent être enclins à reconsidérer à la baisse le niveau de LTV (ratio prêt/valeur). Selon le sondage CREFC LTV, les prêteurs séniors accepteraient un niveau de LTV ramené à 50 %, niveau que nous utilisons dans notre analyse.
- A titre d'exemple, le déficit de financement (DF) pour les prêts émis en 2018 au Royaume-Uni et sécurisés par un collatéral en commerces :
 - Les acquisitions en capitaux propres sont déduites (17 % des investissements en commerce au RU en 2018), ce qui ramène à un total de 7,7 Mds €.
 - Une LTV moyenne de 60% en 2018 est appliquée pour du commerce au RU, soit une dette de 4,6 Mds €.
 - Les baisses de valeurs en commerces au RU atteignent 50 % entre 2018 et 2023, ramenant la valeur du collatéral à 4 Mds €.
 - Les nouveaux financements disponibles sont estimés à 50 % de LTV de la nouvelle valeur, faisant apparaître un DF de 2,6 Mds €.
- En appliquant cette méthodologie, nous déterminons le DF total pour 3 pays et sur 3 années d'émissions de prêts de 2028 à 2020.

LE DF EST LE PLUS IMPORTANT EN ALLEMAGNE

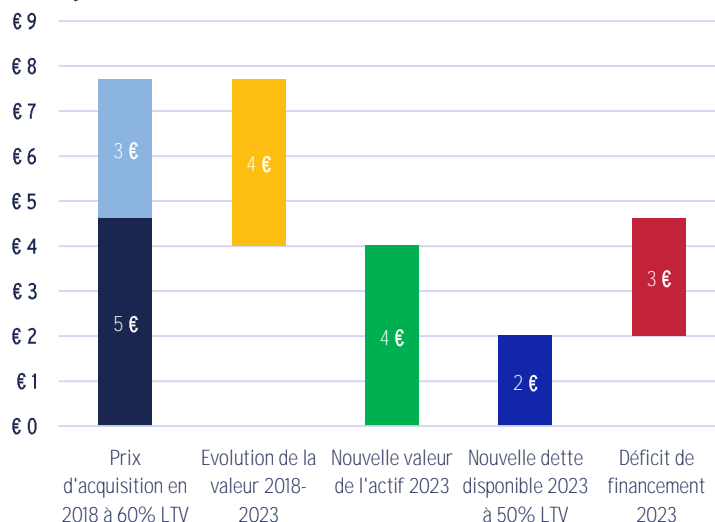
- Le DF pour des prêts sécurisés par des actifs de commerce atteint 8,2 Mds € en Allemagne, 4,9 Mds € au RU et 3,8 Mds € en France sur 2023-2025.
- En proportion des montant totaux prêtés, on atteint 15 % en Allemagne, 17 % au RU et 15 % en France.
- Le DF est le plus important à court terme, avec une majorité en 2023 et un montant moindre en 2025.
- Le DF est dû en majeure partie à la dépréciation en capital intervenue entre 2018 et 2023 et dans une moindre mesure par le niveau potentiellement plus bas de LTV au refinancement.

Baisses des valeurs en capital en commerces par pays - CBRE prime, GS CPPI et INREV Core Asset Level



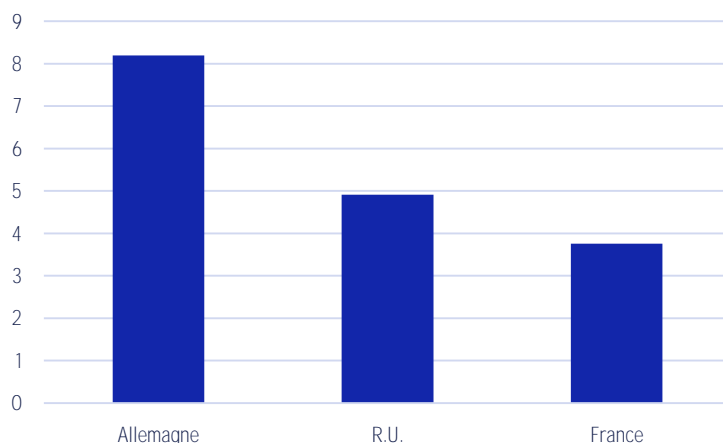
Sources : CBRE, INREV, Green Street

Estimation étape par étape du déficit de financement total pour les prêts émis en 2018 pour financer des investissements en commerce au Royaume Uni en EUR mds (bleu foncé = dette, bleu clair = capitaux propres, orange = évolution de la valeur, vert = valeur de l'actif, rouge = DF)



Sources : RCA et AEW Recherche & Stratégie

Déficit de financement par pays pour le commerce EUR mds



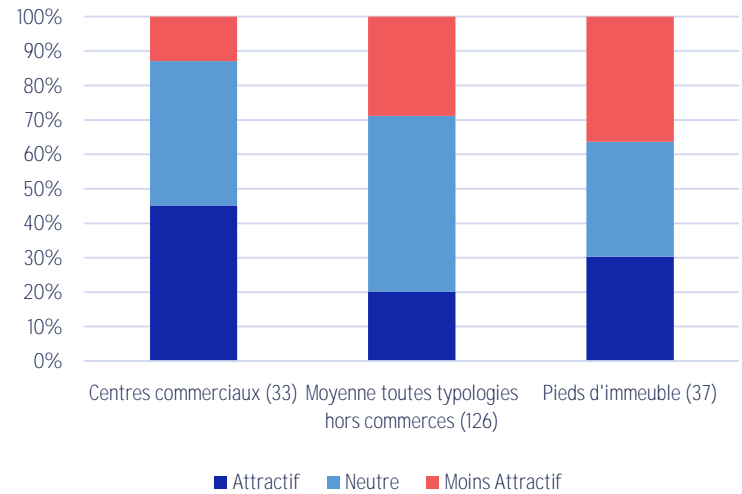
Sources : AEW Recherche & Stratégie

RENDEMENTS AJUSTÉS AU RISQUE : D'AVANTAGE D'OPPORTUNITÉS EN COMMERCES

LES SECTEURS DU COMMERCE RETROUVENT DE L'ATTRACTIVITÉ

- Notre approche des rendements globaux prime ajustés au risque est basée sur une comparaison entre le rendement exigé et le rendement attendu au cours des cinq prochaines années. Si le second est supérieur au premier, le marché est considéré attractif. Dans le cas contraire, il sera vu comme moins attractif.
- 45% des segments centres commerciaux sont considérés comme attractifs dans notre scénario central, 45% comme neutres contre 10% comme moins attractifs.
- Les marchés des commerces de pied d'immeubles sont jugés à 30% comme attractifs, neutres à 37% et moins attractifs à 33% dans notre analyse.
- Toujours selon notre scénario central, davantage de marchés de centres commerciaux en proportion devraient être attractifs comparés aux autres secteurs, tel qu'illustré ci-contre.
- Les marchés de pieds d'immeubles sont plus polarisés que dans les autres secteurs avec davantage de marchés qui sont classés soit « attractifs », soit « moins attractifs ».

% DE MARCHÉS PAR ATTRACTIVITÉ ET PAR SECTEUR - SCÉNARIO CENTRAL 2023-2027



Sources: CBRE, RCA, INREV, OE, OECD, CRREM, AEW Recherche & Stratégie

- Le graphique en nuage de point se lit ainsi : le rendement global exigé est représenté sur l'axe des abscisses et le rendement global attendu au cours des cinq prochaines années est représenté sur l'axe des ordonnées.
- Les marchés dans la zone verte affichent un rendement global attendu nettement supérieur au rendement global exigé et sont considérés comme attractifs. Les marchés dans la zone rouge sont moins attractifs car le rendement attendu n'atteint pas le rendement exigé.
- Les marchés situés dans la zone orange, ont une différence de 20% entre le rendement exigé et le rendement attendu. Ils sont considérés comme neutres, c'est-à-dire ni sous-évalués, ni surévalués.
- La majorité des marchés des centres commerciaux sont considérés comme attractifs, seulement quatre marchés sont dans la catégorie « moins attractifs ».
- Parmi les villes les plus attractives en termes de centres commerciaux, Stockholm est le marché le plus attractif, suivi des marchés régionaux du Royaume-Uni, Dublin et les centres commerciaux parisiens. Dublin, Berlin, et Paris représentent les marchés les plus attractifs pour le commerce des pieds d'immeuble.
- Les marchés de commerce d'Europe centrale et certains marchés du sud de l'Europe ont tendance à être moins attractifs avec une sensibilité historiquement plus élevée aux ralentissements économiques que les marchés plus matures.

SCÉNARIO CENTRAL 2023-27 - RENDEMENT ATTENDU VS. EXIGÉ - COMMERCES



Sources : CBRE, RCA, INREV, OE, OECD, CRREM, AEW Recherche & Stratégie

À PROPOS D'AEW

AEW est l'un des leaders mondiaux du conseil en investissement et de la gestion d'actifs immobiliers avec 84,3 Mds€ d'actifs sous gestion au 31 mars 2023. AEW compte plus de 880 collaborateurs avec des bureaux notamment à Boston, Londres, Paris et Singapour. 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 2023, AEW gérait en Europe 39,2 Mds€ d'actifs immobiliers pour le compte de nombreux fonds et mandats. AEW compte plus de 480 collaborateurs répartis dans 10 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 25.4 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



IRÈNE FOSSÉ MSC
Director
 Tel +33 (0)1 78 40 95 07
irene.fosse@eu.aew.com



ALEXEY ZHUKOVSKIY CFA
Associate
 Tel +44 (0)78 8783 3872
alexey.zhukovskiy@eu.aew.com



KEN BACCAM MSC
Director
 Tel +33 (0)1 78 40 92 66
ken.baccam@eu.aew.com



RUSLANA GOLEMDJIEVA
Analyst
 Tel +44 (0)20 7016 4832
ruslana.golemdjieva@eu.aew.com



ISMAIL MEJRI
Data Analyst
 Tel +33 (0)1 78 40 39 81
ismail.mejri@eu.aew.com

CONTACTS - INVESTOR RELATIONS



ALEX GRIFFITHS
Managing Director
 Tel. +44 (0)20 7016 4840
alex.griffiths@eu.aew.com



BIANCA KRAUS
Managing Director
 Tel. +49 893 090 80 710
bianca.kraus@eu.aew.com



MATILDA WILLIAMS
Director
 Tel. +44 (0)7795 374 668
matilda.williams@eu.aew.com



EMMANUEL BRECHARD
Director
 Tel. +33 (0)1 78 40 95 53
emmanuel.brechard@eu.aew.com

LONDON
 AEW
 33 Jermyn Street
 London, SW1Y 6DN
 UK

PARIS
 AEW
 43 Avenue Pierre-Mendès France
 75013 Paris
 FRANCE

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

This publication is intended to provide information to assist investors in making their own investment decisions, not to provide investment advice to any specific investor. Investments discussed and recommendations herein may not be suitable for all investors: readers must exercise their own independent judgment as to the suitability of such investments and recommendations in light of their own investment objectives, experience, taxation status and financial position. This publication is derived from selected sources we believe to be reliable, but no representation or warranty is made regarding the accuracy of completeness of, or otherwise with respect to, the information presented herein. Opinions expressed herein reflect the current judgment of the author: they do not necessarily reflect the opinions of AEW or any subsidiary or affiliate of the AEW's Group and may change without notice. While AEW use reasonable efforts to include accurate and up-to-date information in this publication, errors or omissions sometimes occur. AEW expressly disclaims any liability, whether in contract, tort, strict liability or otherwise, for any direct, indirect, incidental, consequential, punitive or special damages arising out of or in any way connected with the use of this publication. This report may not be copied, transmitted or distributed to any other party without the express written permission of AEW. AEW includes AEW Capital Management, L.P. in North America and its wholly owned subsidiaries, AEW Global Advisors (Europe) Ltd. and AEW Asia Pte. Ltd, as well as the affiliated company AEW SA and its subsidiaries.