



AEW

AEW RESEARCH

# LOGISTIQUE: LA PROCHAINE ETAPE LOGIQUE

T3 2017

- La logistique s'affichait comme la classe d'actifs la plus attractive dans notre précédent rapport, que nous complétons par l'analyse présente, plus détaillée, de ce segment en Europe, avec un focus particulier sur les nouvelles applications big data et le marché britannique post Brexit
- Notre modèle de scoring multi-critères place en tête les marchés régionaux d'Europe de l'Ouest tels qu'Eindhoven, Lille et Portsmouth, devant les marchés prime d'Europe occidentale ou d'Europe de l'Est
- La demande placée devrait rester stable, à un niveau historiquement élevé, illustrant l'évolution structurelle du marché :
  - La part du commerce en ligne sur le total des ventes au détail va augmenter à mesure que la reprise économique s'étend en Europe
  - Le passage à des processus de chaîne d'approvisionnement externalisés et plus rationnels devrait continuer en Europe
  - La demande logistique sera la plus forte dans les régions les plus riches et densément peuplées, plus réceptives à la croissance des dépenses de consommation, notamment des achats en ligne
- L'offre, caractérisée par une offre en chantier en hausse et des taux de vacance historiquement bas, reste bien orientée
  - Les projets de développement ciblent les marchés les plus sous-offreurs
  - La part d'offre en blanc reste modeste et les promoteurs ayant sécurisé des grands fonciers favorisent les clés en main
- En dépit de bons fondamentaux, la hausse des loyers devrait rester limitée à certains marchés nettement sous-offreurs. En outre, les loyers économiques sont difficiles à appréhender en raison de mesures d'accompagnement, toujours significatives
- Les taux de rendement logistique devraient poursuivre leur baisse même s'ils sont atteint un point bas historique, avant de s'infléchir à terme. La liquidité accrue du secteur devrait réduire la prime de risque des actifs logistiques par rapport aux autres classes d'actifs
- Notre application big data utilise des images satellites de l'ESA et des algorithmes intelligents de GeoPhy pour identifier la taille et l'emplacement exacts des unités logistiques à travers toute l'Europe. Nous l'utiliserons comme source d'information additionnelle lors de nos processus de due diligence et de prise de décisions
- La logistique au Royaume-Uni présente également de bons fondamentaux, avec une demande, qui reste forte, portée notamment par Amazon et une offre neuve en recul. Après le Brexit, la part des projets spéculatifs a baissé et les prévisions en matière de croissance des loyers restent positives. Sur le marché de l'investissement, la pression sur les taux de rendement prime pour les actifs existants devrait pousser certains investisseurs à s'intéresser aux projets en développement

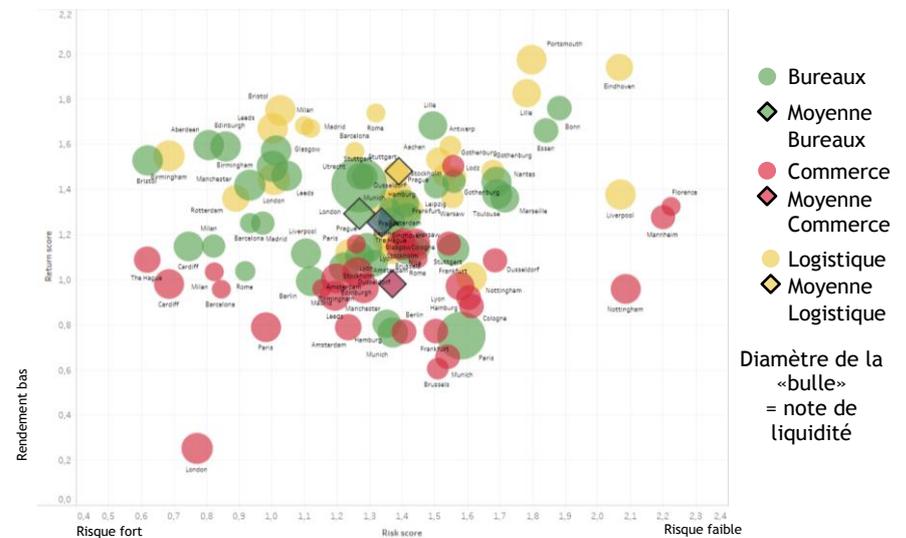
SCORES DES 30 MARCHÉS LOGISTIQUES LES PLUS LIQUIDES EN EUROPE

- Lors de notre rapport trimestriel précédent, nous avons noté les 100 marchés les plus liquides en Europe (bureaux, commerce et logistique) sur la base de quatre critères clés :
- Économie : indicateurs au niveau des villes
- Liquidité : volume d'investissement sur les 5 dernières années et indice de transparence
- Risque : écart type, perte maximale et ratio de Sharpe
- Rendement : prévision des rendements totaux prime sur 5 ans

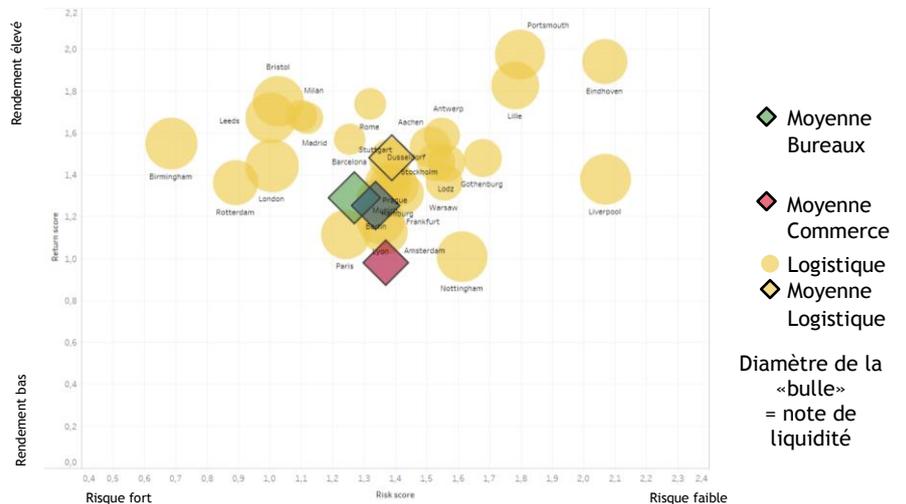
Dans une approche de maximisation du ratio risque-rendement, les 30 marchés logistique les plus liquides (en jaune) ont obtenu un bon score au sein de notre univers des 100 marchés les plus liquides. Il ressort notamment que :

- Eindhoven se classe premier des marchés logistiques, grâce à la deuxième meilleure note de risque sur les 100 marchés analysés
- Portsmouth arrive deuxième grâce à une note élevée de rendement. Varsovie suit, portée par la deuxième meilleure note économique des 100 marchés étudiés
- Localisés au coeur de bassins logistiques dynamiques, les marchés de Rotterdam, Paris et Milan affichent un score cumulé relativement bas. Dans le cas de Milan ce sont les performances économiques et la liquidité du marché qui le défavorisent. Pour Rotterdam et Paris, les notes de risque et de rendement sont moins bons que sur d'autres marchés

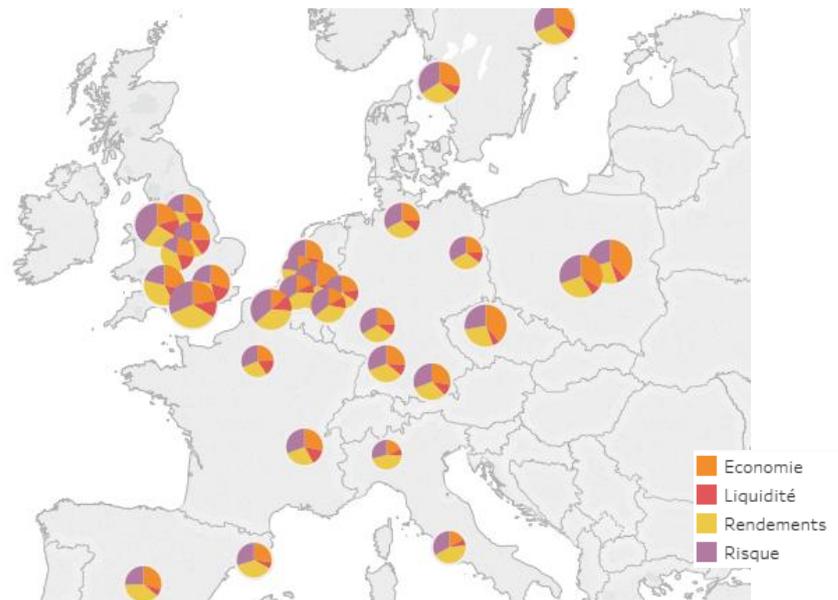
La logistique dans l'univers immobilier européen



La logistique offre un rapport rendement risque supérieur à la moyenne



Score de la logistique selon quatre critères clés

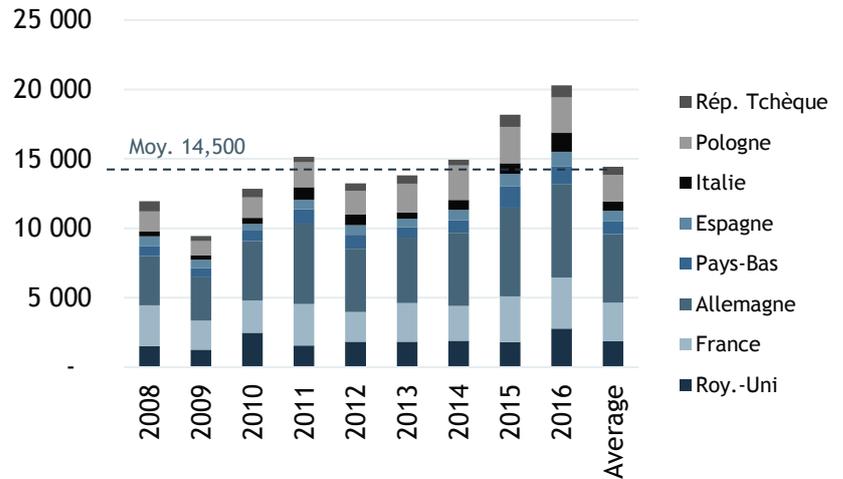


Sources: AEW, CBRE, RCA & RES

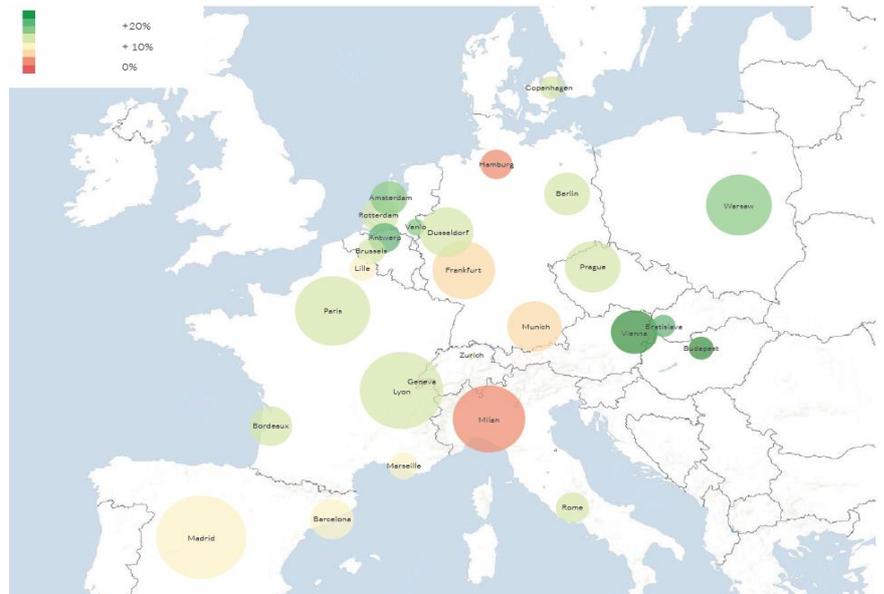
LA DEMANDE EN LOGISTIQUE

- La demande placée en 2016 s'est maintenue à un niveau élevé, bien supérieur à sa moyenne long terme
- Le marché est notamment porté par la demande pour des entrepôts XXL
- Les croissances du commerce de détail et du commerce électronique contribuent à l'essor des marchés logistiques dans la plupart des pays
- Nous estimons le parc logistique des 27 marchés de la carte ci-dessous à l'aide d'une nouvelle méthodologie abordée plus loin dans ce rapport. Les différents marchés allemands sont les plus importants en Europe, suivis de ceux en France, en Espagne et au Benelux
- Les marchés core d'Europe de l'Ouest affichent un ratio équilibré de demande placée par rapport au parc existant (FR, ALL, RU)
- Les Pays-Bas, l'un des marchés de la logistique les plus matures d'Europe (en raison de l'activité portuaire), se distinguent avec un ratio demande placée-parc relativement faible
- En Espagne et en Italie, la demande a été significativement ralentie suite à la crise financière mondiale
- La Pologne est un marché relativement récent, en pleine expansion. Grâce aux échanges commerciaux avec l'Allemagne, son parc logistique se rapproche rapidement des marchés d'Europe occidentale

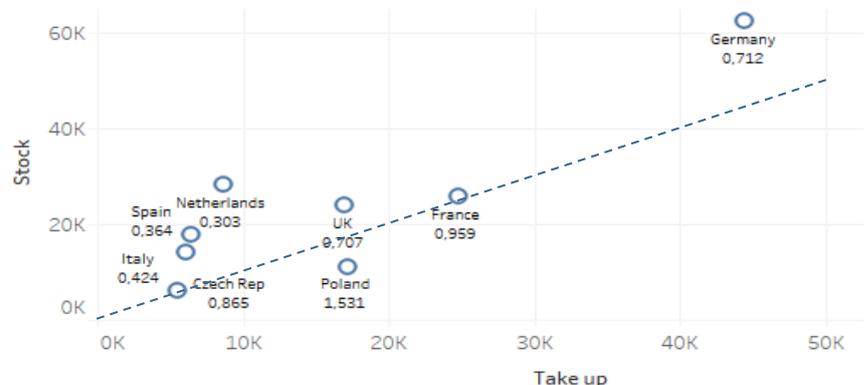
Évolution de la demande placée en Europe (en milliers de m<sup>2</sup>)



Parc industriel existant et évolution sur les 2 dernières années dans une sélection de marchés



RATIO demande placée (cumul de 2008 à 2016) par rapport au parc (milliers de m<sup>2</sup>)

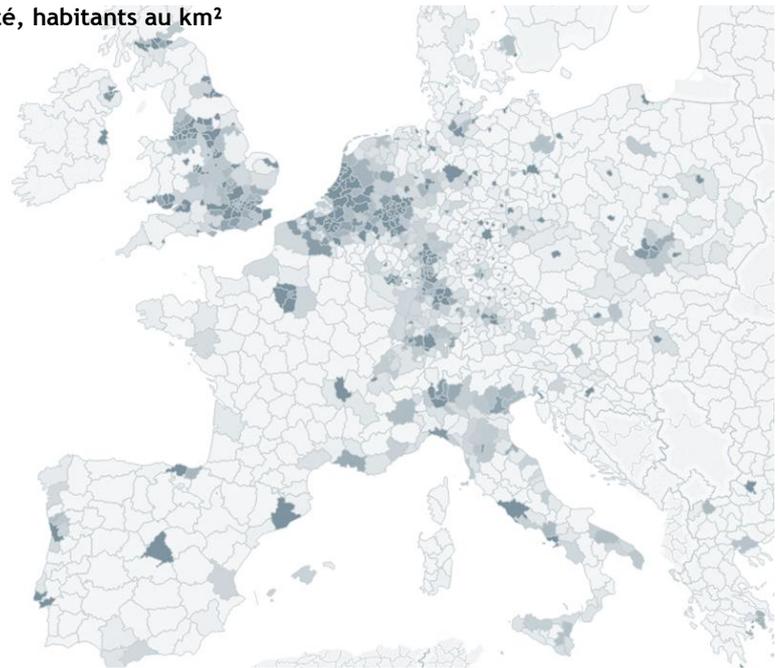


Sources: AEW, GeoPhy, & Oxford Economics

**CIBLER LES GRANDS BASSINS DE POPULATION POUR CAPTER LA DEMANDE INDUITE PAR LE COMMERCE**

- Le commerce de détail, y compris les ventes en ligne, restent le principal moteur de la croissance logistique
- Les larges bassins de population sont propices au commerce, notamment le sud de la Grande-Bretagne, le Bénélux, l'ouest de l'Allemagne et le nord de la France
- Des concentrations de population se trouvent également en Europe du sud
- Les marchés d'Europe centrale et de l'est continuent leur rattrapage en termes de pouvoir d'achat
- L'accès à la main d'oeuvre qualifiée en logistique est plus aisée dans les régions densément peuplées, avec une répercussion directe sur la demande en surfaces logistiques

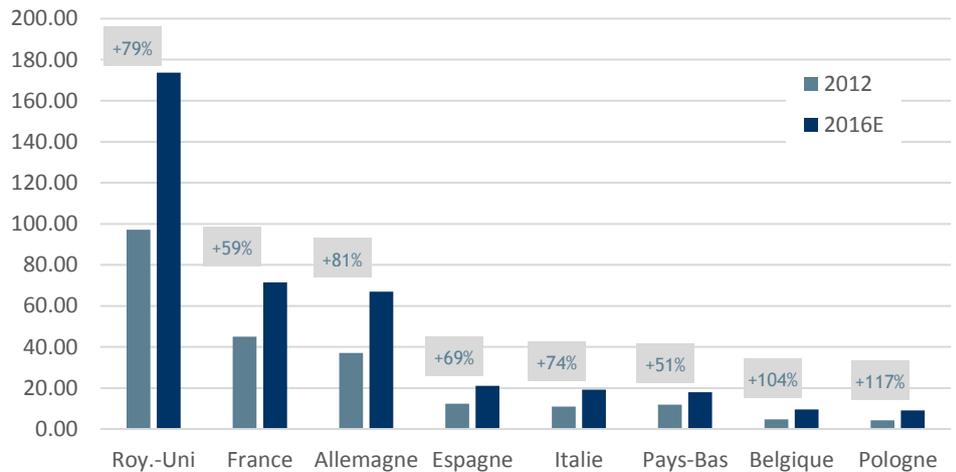
Densité, habitants au km<sup>2</sup>



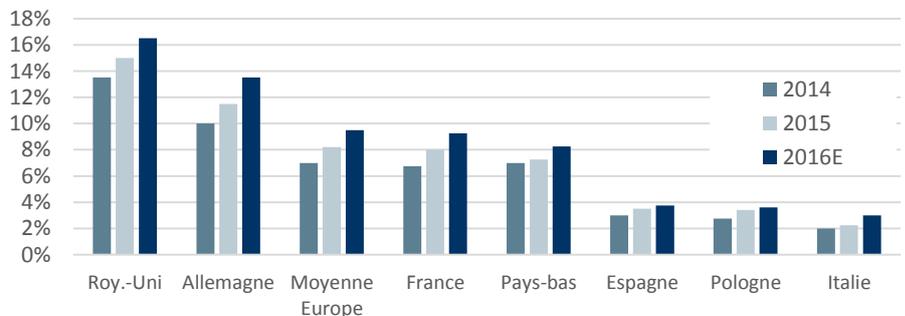
**LE COMMERCE EN LIGNE CHANGE LA DONNE**

- Le marché du e-commerce arrive à maturité en Europe de l'Ouest et poursuit sa percée en Espagne, Italie et Europe Centrale
- Les attentes des clients concernant les délais de livraison contribue à la décentralisation des chaînes d'approvisionnement
- Les chaînes d'approvisionnement ajoutent de nouveaux marchés à leurs réseaux de distribution et, dans le même temps, redéfinissent l'utilisation des entrepôts existants dans les marchés établis
- Le e-commerce est un marché fortement consommateur de surfaces logistique, requérant trois fois plus de surfaces que le commerce de détail traditionnel (disponibilité des gammes de produits, niveaux de stocks plus élevés, besoins liés à la manutention et aux zones d'expédition et de retours plus importants)
- Les coûts de transport et de main-d'oeuvre sont deux critères importants en termes de choix d'implantation
- La logistique du dernier kilomètre vient impacter positivement la demande

Ventes du commerce électronique (volumes en milliards €, évolution en % entre 2012 et 2016E)



Part en ligne du commerce de détail 2014-2016E



Sources: AEW, Eurostat, E-Commerce Europe, Centre for Retail Research 2016

## APPLICATION DU BIG DATA DANS L'ANALYSE DES MARCHÉS DE LA LOGISTIQUE

- Étant donné que les installations logistiques modernes sont situées à proximité des routes principales et principalement hors des limites des grandes agglomérations, il n'a pas été possible dans le passé d'effectuer une estimation granulaire précise et complète du stock existant d'installations logistiques dans la plupart des pays d'Europe continentale.
- AEW a collaboré avec la société de science des données GeoPhy pour résoudre ce problème à l'aide des images satellites les plus récentes de la mission Sentinel 2 de l'ESA.
- Notre collaboration a donné lieu à trois étapes analytiques distinctes sur l'ensemble des marchés d'Europe continentale. Nous illustrons notre processus avec les exemples d'images de la région de Munich sur ces deux pages en vis-à-vis. Notre processus peut être décrit de la manière suivante :
  1. tous les objets construits ont été identifiés à partir de l'image satellite de base à l'aide d'un modèle algorithmique géométrique de détection d'arête. En outre, la sélection satellitaire de bande de couleur a permis d'éliminer les zones de surface recouvertes de végétation et d'eau.
  2. Pour éliminer les bâtiments non-logistiques, un algorithme basé sur la taille a été appliqué. Cela a réduit le nombre de bâtiments en identifiant et mesurant des bâtiments uniques non contigus, et en éliminant tout ce qui était inférieur à 5 000 m<sup>2</sup>.
  3. Après avoir obtenu des résultats initiaux inattendus suite aux étapes 1 et 2 indiquant des estimations de stock très élevées pour certains marchés, nous avons appliqué un filtre final en évaluant tous les bâtiments uniques restants sur la base de la clarté géométrique, en éliminant les bâtiments aux formes complexes et courbes.

Image satellite de la région de Munich (août 2017)



Tous les bâtiments situés dans la région de Munich



Bâtiments logistiques dans la région de Munich



Source : Geophy

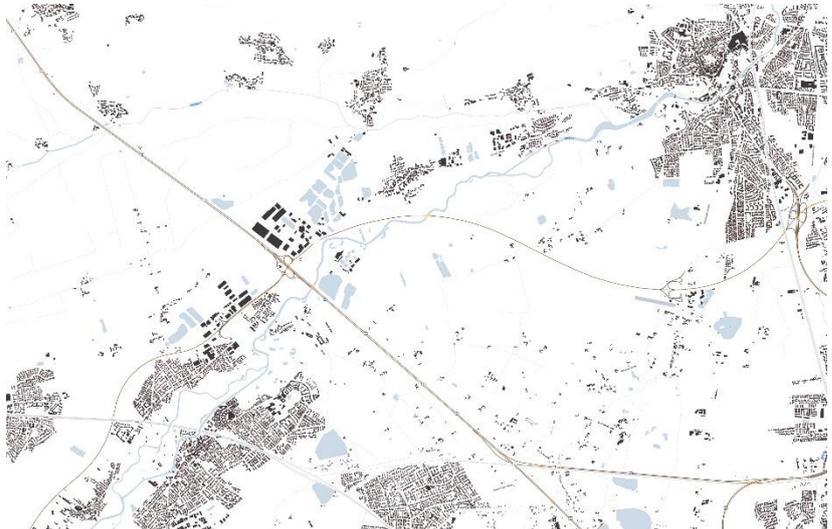
## ANALYSE DU PARC IMMOBILIER À L'AIDE D'ALGORITHMES PHOTOGRAMMÉTRIQUES

- Pour terminer, nous avons également examiné les estimations globales du marché local par rapport à celles des principaux agents. Notre processus nous permet d'avoir une source de données granulaire, unique et indépendante pour identifier la taille et l'emplacement exacts des installations logistiques individuelles sur leur sous-marché sur un grand nombre de marchés. Nous avons l'intention d'utiliser ces données ainsi que d'autres nouvelles données innovantes afin de compléter les données déjà disponibles dans le cadre de notre due diligence et notre prise de décisions à l'avenir.

Image satellite du sous-marché de Feldgeding au Nord de Munich



Tous les bâtiments situés dans le sous-marché de Feldgeding



Bâtiments logistiques situés dans le sous-marché de Feldgeding

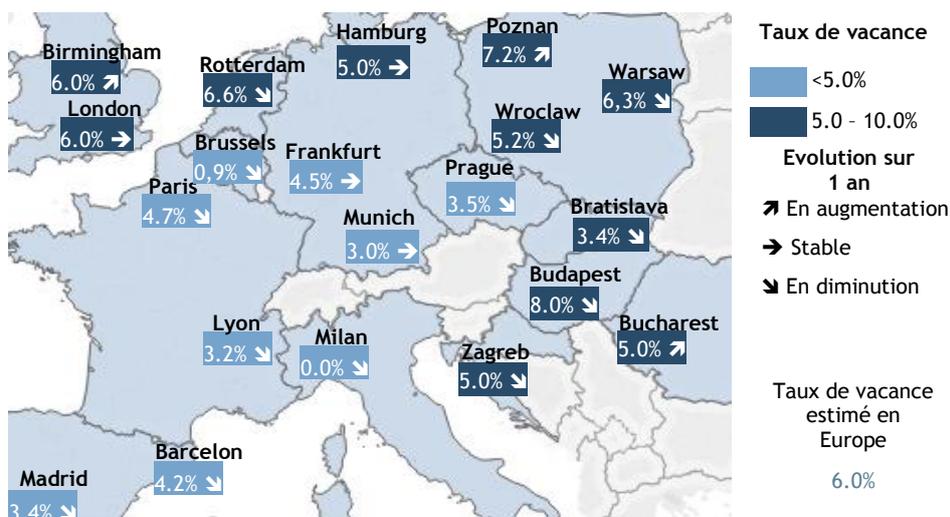


Source : Geophy

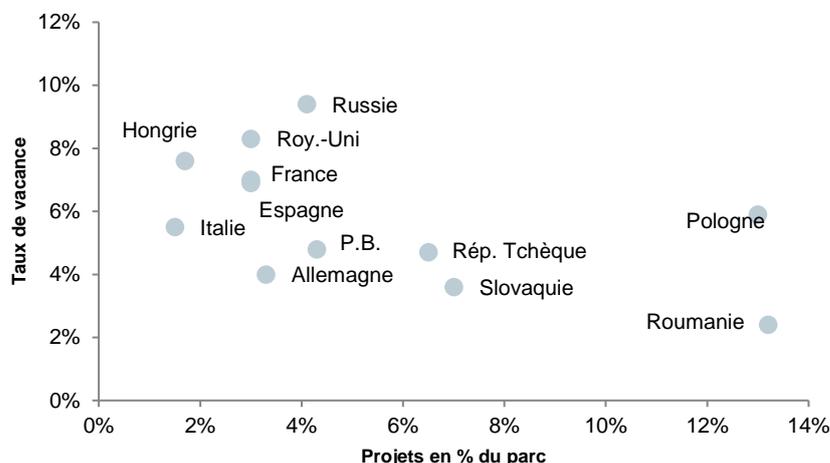
OFFRE: VACANCE FAIBLE, DEVELOPPEMENT SPECULATIF LIMITE & PENURIE FONCIERE CROISSANTE

- Tendence à la baisse de taux de vacance historiquement faibles
- Les taux de vacance pour les actifs de classe A sont inférieurs à 5 % sur de nombreux marchés
- Les marchés où l'offre neuve en construction est importante, sont souvent en phase de rattrapage, ce qui permet de répondre à une demande importante pour des actifs de qualité. On y trouve notamment la Roumanie et la Pologne, qui, par ailleurs affichent des taux de vacances relativement modérés dans l'ensemble
- De manière générale, les marchés européens conservent un équilibre intéressant avec une offre future développée sur les marchés présentant de faibles taux de vacances. Les marchés néerlandais et allemands combinent un taux de vacance immédiat et une offre future modérée par rapport au parc total
- L'offre spéculative reste réduite dans les pays core, ce qui ouvre des opportunités dans les marchés les plus sous-offreurs, notamment en Allemagne, France et Belgique. Les Pays-Bas sont une exception.
- Toutefois, les promoteurs détiennent toujours des réserves foncières importantes qu'ils pourraient utiliser pour des développements semi-spéculatifs et des programmes clés en main
- Ainsi, les hausses de loyers devraient être enregistrées, en premier lieu, sur les marchés où la demande est supérieure à l'offre en chantier

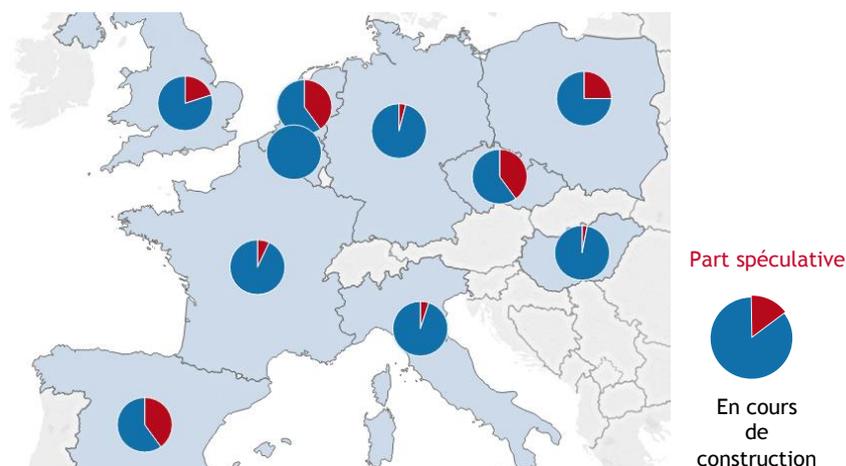
Taux de vacance dans une sélection des principaux marchés logistiques



Nouveaux projets et taux de vacance



Surfaces logistiques en construction en Europe

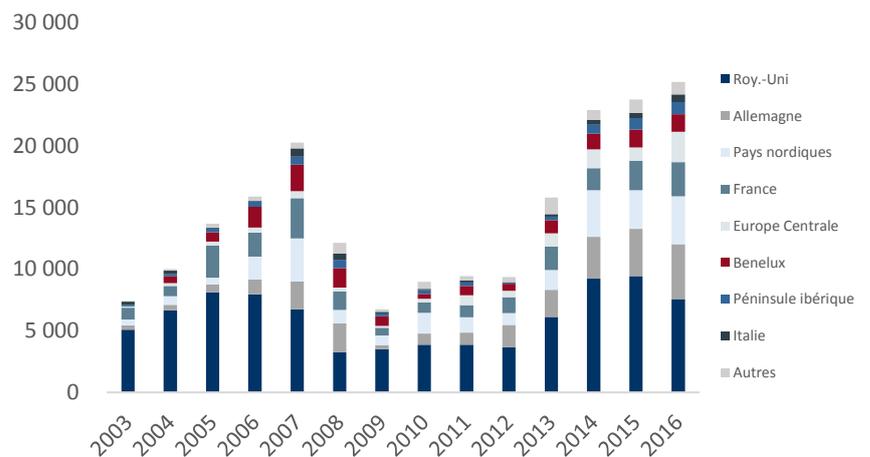


Sources: AEW, JLL, CBRE

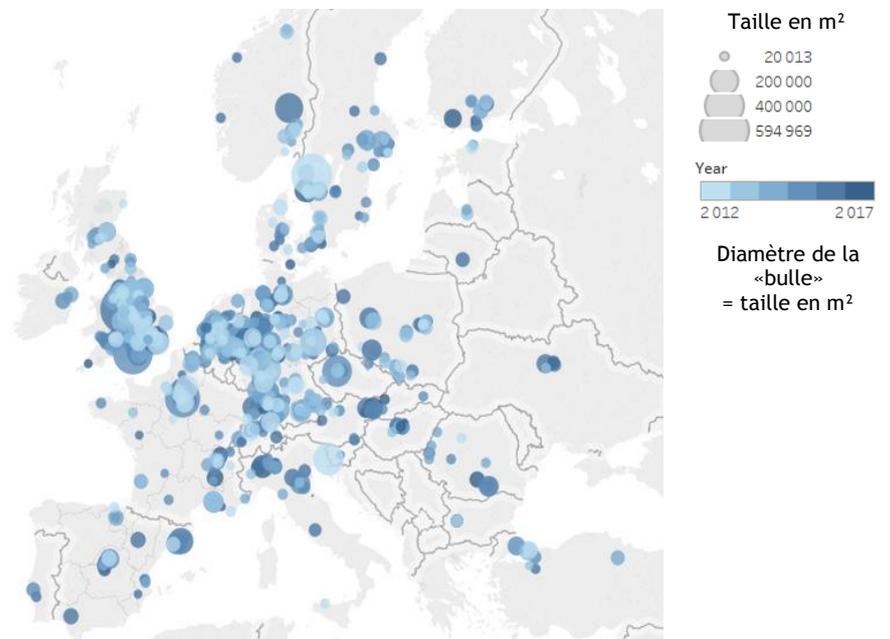
LES VOLUMES D'INVESTISSEMENT DANS LA LOGISTIQUE ATTEignent DES RECORDS

- L'appétit des investisseurs pour les actifs logistiques est solide et croissant, comme le prouvent les niveaux records des volumes d'investissement. L'investissement est notamment portée par les ventes de larges portefeuilles trans-nationaux
- Compte tenu de la forte demande de la part des investisseurs, les rendements ont atteint des niveaux historiquement bas. Cependant, comparée aux autres classes d'actifs, la logistique continue à offrir des rendements attractifs.
- Les évolutions structurelles du marché présentent des opportunités d'investissement intéressantes, en favorisant par exemple, les grands entrepôts modernes ou la logistiques en ville
- Le Royaume-Uni reste le marché de l'investissement le plus profond, mais l'activité est aussi importante en Allemagne et en France
- Les investisseurs ont commencé à élargir leur cible géographique et s'intéressent aussi à la République tchèque, l'Italie, l'Espagne et le Portugal
- Les volumes d'investissement sont limités par la faiblesse de l'offre répondant aux critères des investisseurs, principalement en ce qui concerne l'âge des bâtiments proposés à la vente.
- Les ventes en VEFA croissent progressivement en importance, particulièrement dans les marchés core.

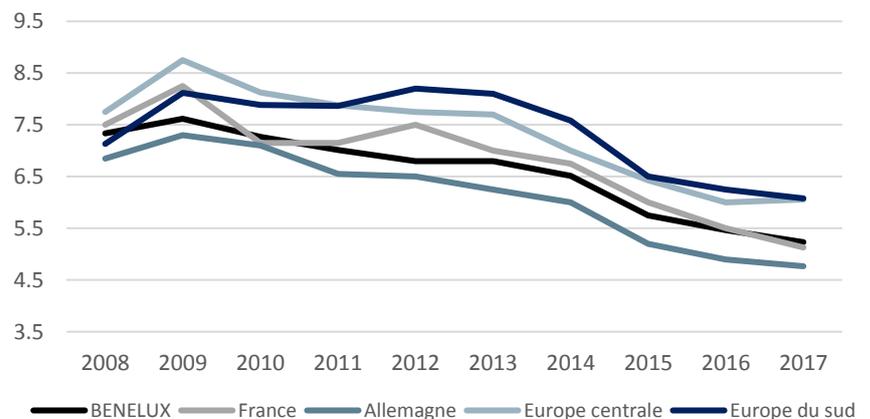
Volumes d'investissement logistique (en millions €)



Répartition géographique des investissements logistiques (2012 à 2017)



Rendement net prime en logistique (%)

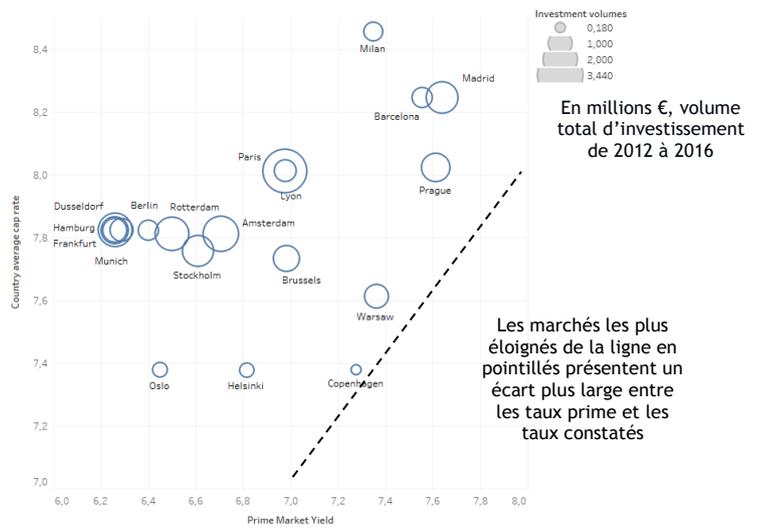


Sources: AEW, CBRE, RCA

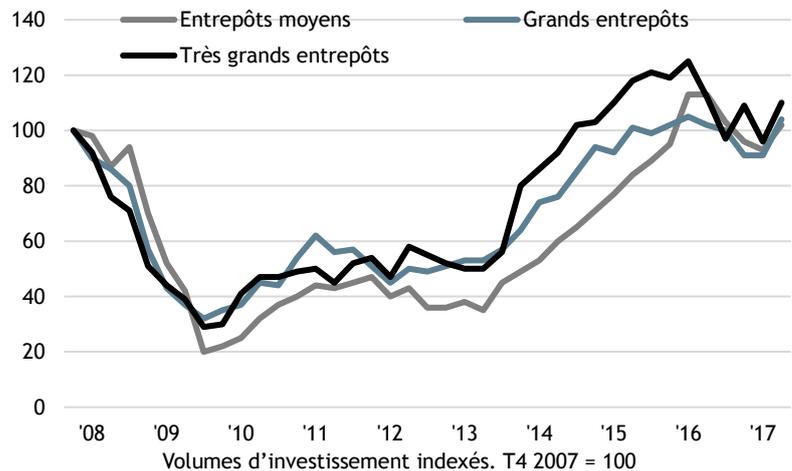
LES RENDEMENTS DEVRAIENT CONTINUER A SE COMPRESSER AVANT DE S'INFLECHIR

- Dans l'ensemble, nous prévoyons une contraction supplémentaire des taux de rendement sur la plupart des marchés de la logistique au cours des 12 à 18 prochains mois
- Le secteur bénéficie d'une meilleure liquidité et cela devrait entraîner une réduction durable de la prime de risque pour le secteur de la logistique par rapport aux secteurs des bureaux/du commerce
- Les rendements prime de l'immobilier devraient se stabiliser par la suite
- L'écart entre les taux de rendement prime-secondaires est plus important sur les marchés core tels que l'Allemagne, la France et les Pays-Bas
- Les marchés core établis offrent un plus grand choix d'actifs...
- ... avec une plus large gamme d'opportunités ajustées au risque grâce au travail de gestion d'actif
- Enfin, nous soulignons le fait que la valorisation de la logistique, en termes de taux de rendement constatés, dépasse celle des centres commerciaux, même si ces taux ont atteint des niveaux bas historiques

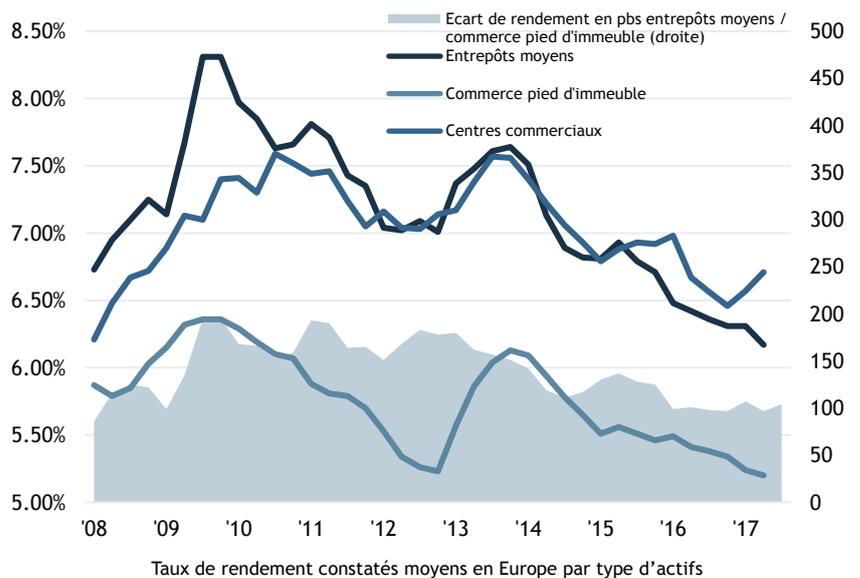
Comparaison entre les taux de rendement de marché prime et les taux effectifs de transactions constatées 2008 -2016



Croissance de l'investissement logistique in Europe



La valorisation dépasse celle des centres commerciaux

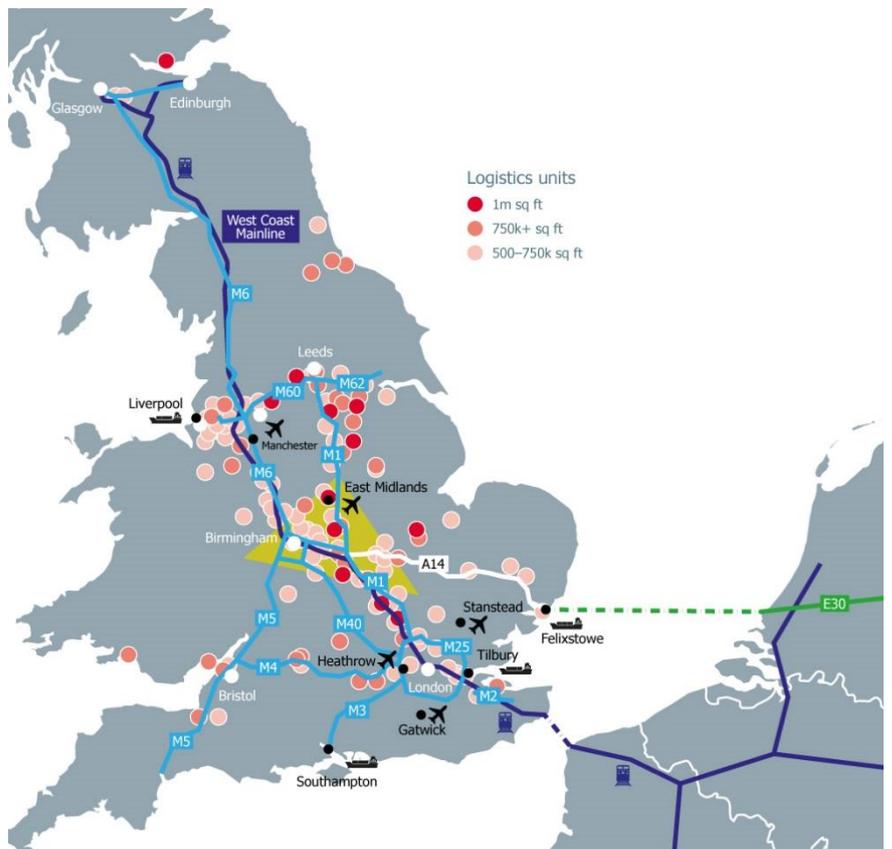


Sources: AEW, CBRE, RCA

## LE MARCHÉ DE LA LOGISTIQUE AU ROYAUME-UNI

- Le marché britannique de la logistique est un marché mature ciblant principalement la consommation au Royaume-Uni et ne devrait pas être directement affecté par le Brexit à court terme
- Le « Triangle d'Or » dans les Midlands, ainsi que les principales villes britanniques, sont les emplacements les plus recherchés
- Stimulé par des liaisons de transport efficaces et la proximité des bassins d'emploi importants
- Potentiel de croissance supplémentaire au Royaume-Uni avec une augmentation de la consommation due au commerce électronique
- Disponibilité restreinte du foncier due à un processus de planification complexe qui restreint l'offre et tire les loyers à la hausse

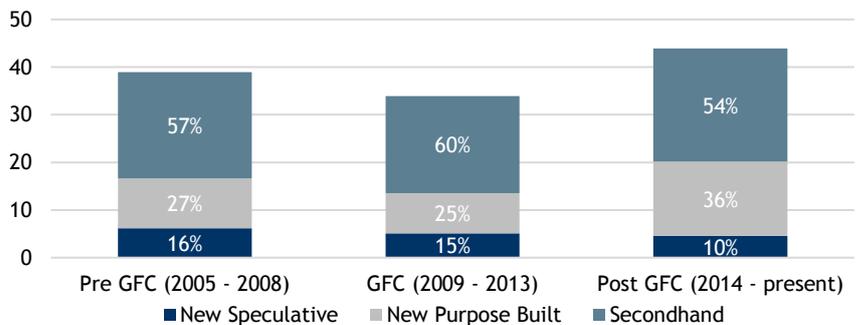
### Vue d'ensemble



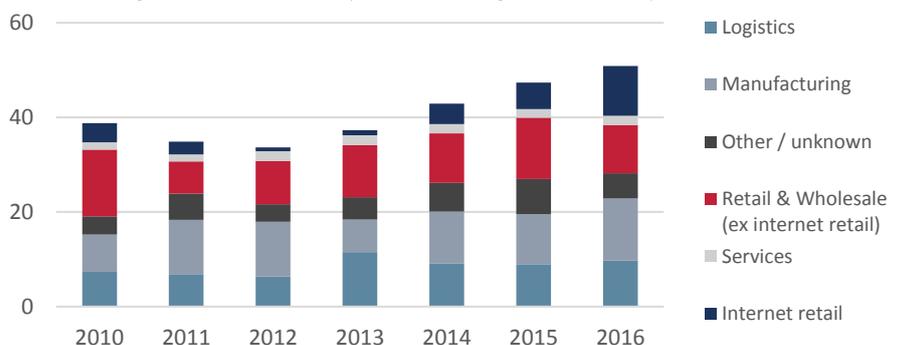
## LA DEMANDE EST RESTÉE FORTE

- La demande logistique s'est montrée résiliente pendant la crise financière mondiale ; par la suite, la demande placée en 2014, 2015 et 2016 a atteint des niveaux records d'une année sur l'autre
- Le commerce de détail en ligne est de plus en plus important avec l'arrivée de nouveaux acteurs sur le marché et des effets consécutifs en termes de réseau de la chaîne d'approvisionnement
- Profil de demande varié par secteur et locataire
- 9 des utilisateurs de surfaces logistiques dans le « top 10 » (2010 à 2016) ciblaient le marché local et 8 faisaient partie des secteurs « Commerce de détail et de gros » ou « Vente sur Internet »
- Par conséquent, une demande durable à l'avenir en dépit du Brexit et des loyers qui devraient continuer à croître

### Demande placée moyenne (millions de pieds carrés) par type



### Demande placée annuelle (millions de pieds carrés)

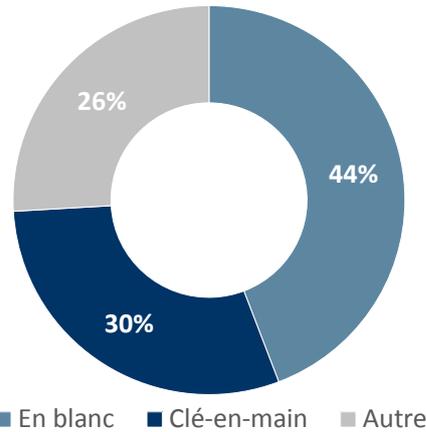


Source: AEW, CBRE & RES

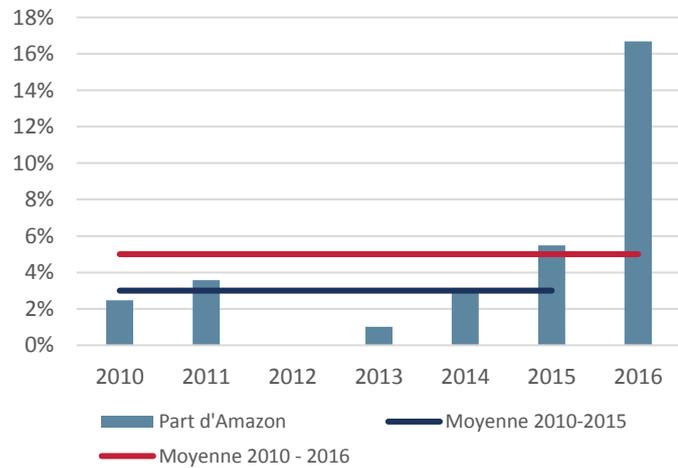
« L'EFFET AMAZON » CREE UNE REFERENCE QUE LES CONCURRENTS DEVRONT SUIVRE

- L'occupation de surfaces logistiques par Amazon en 2016 était au moins 3x plus importante que l'année précédente, soit 16 % de la demande placée totale
- Amazon est à l'évidence un utilisateur important sur le marché de la logistique au Royaume-Uni
- Même si Amazon ne reproduit pas ce niveau record d'occupation au cours des années à venir, en raison de la nature variée de la demande des locataires, nous pensons que le fondement de la demande restera solide d'une année sur l'autre
- Selon nous, Amazon établit un modèle de référence pour toutes les enseignes au Royaume-Uni et, par conséquent, les autres devront suivre s'ils ne veulent pas rester à la traîne.
- Cela soutiendra la croissance de la demande de surfaces logistiques à l'avenir étant donné que d'autres enseignes établies ou émergentes (notamment dans l'alimentation) investiront pour rattraper Amazon sur le nouveau marché omnicanal.

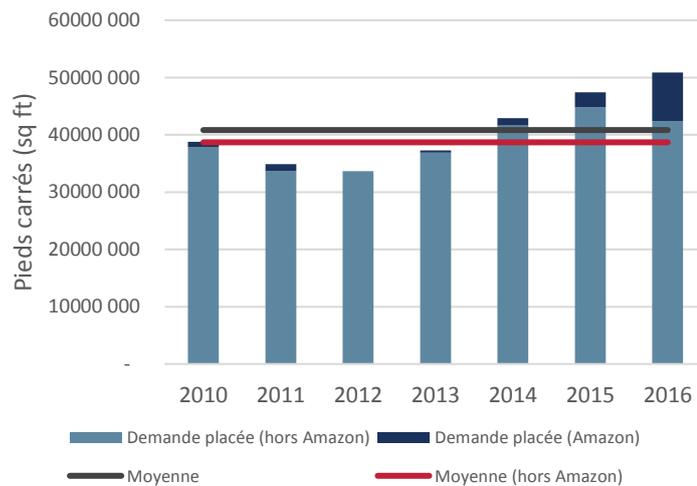
Type de surfaces prises par Amazon (2010 -2016)



Part d'Amazon dans la demande placée totale (en%)



Demande placée annuelle totale en logistique

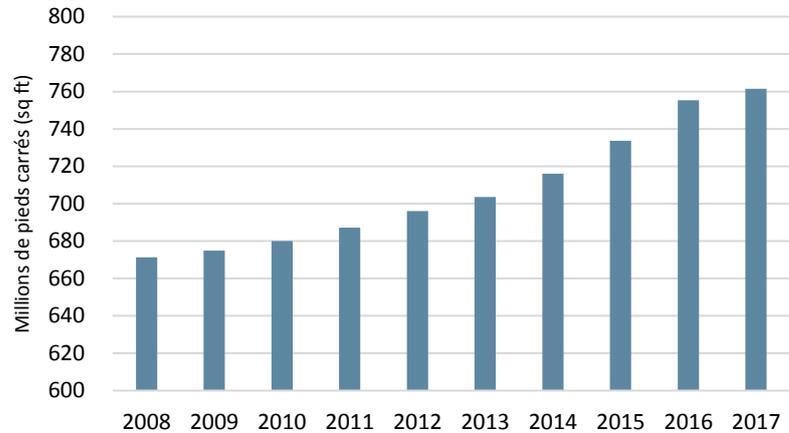


Source: Gerald Eve

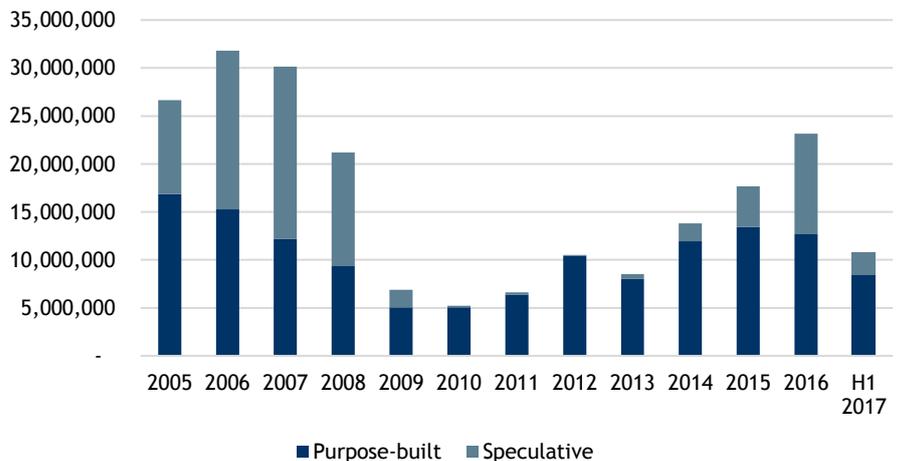
**LES DÉVELOPPEMENTS SONT EN HAUSSE, MAIS LA PART SPÉCULATIVE DECROIT**

- Après la crise financière mondiale, le parc logistique total au Royaume-Uni a augmenté de 1,3 % par an depuis 2008, pour atteindre un total de 760 millions de pieds carrés (sq ft)
- Avec pratiquement aucun développement spéculatif depuis 2010-2014, l'offre de nouvelle surface a été limitée.
- Après le vote du Brexit l'été dernier, nous avons constaté une baisse au premier semestre 2017 de la part du développement spéculatif dans le total des livraisons.

**Parc logistique au Royaume-Uni (millions de pieds carrés) 2008-2017**



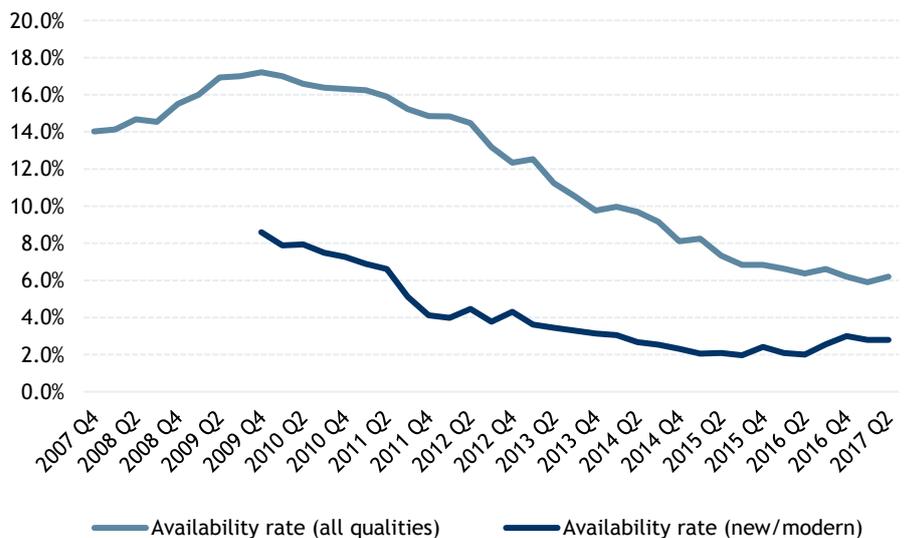
**Construction achevées (millions de pieds carrés)**



**TAUX DE VACANCE BAS RECORDS**

- Le niveau de nouvelles livraisons modéré combiné à une forte demande ont entraîné une baisse record des taux de vacance
- Au T2 2017, la disponibilité de stock neuf/moderne disponible a chuté à 2,8 % (environ 11 millions de pieds carrés)
- L'offre totale disponible a chuté à 6,2 % seulement (environ 28 millions de pieds carrés), ce qui équivaut à 7 mois d'occupation

**Taux de vacance (en % du parc) par état des surfaces**



Source: AEW, CBRE & RES

## LES LOYERS PRIME CONTINUENT SUR UNE TENDANCE A LA HAUSSE AU ROYAUME-UNI EN DÉPIT DU BREXIT

- Pendant de nombreuses années, le secteur de la logistique/des entrepôts, n'a connu qu'une faible hausse, voire pas de hausse, des loyers
- Depuis 2013, tous les marchés de la logistique au Royaume-Uni ont constaté une hausse des loyers
- Selon nous, la hausse des loyers devrait continuer alors que l'offre restera restreinte
- Le loyer prime le plus élevé au Royaume-Uni est à Park Royal, dans le Grand Londres - 15,50 £ par pied carré
- Hors du Sud-Est, les loyers les plus élevés sont pratiqués dans le Triangle d'Or - £6.75 par pied carré
- Les loyers faciaux en Écosse sont de 5,50 £ par pied carré sur les principaux marchés de Glasgow et d'Édimbourg

## Principaux marchés logistiques au Royaume-Uni

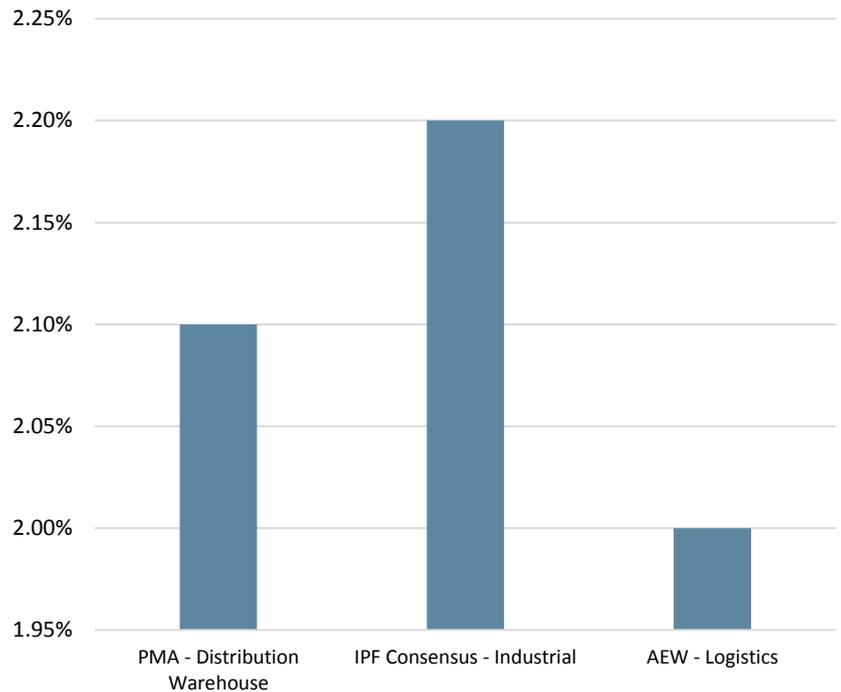


Source: Savills, T2 2017

LES PRÉVISIONS EN TERMES DE DEMANDE RESTENT POSITIVES

- La demande logistique devrait rester forte à l'avenir en dépit du Brexit, avec une hausse des loyers prévue de 2,0 à 2,2 % par an.
- Le transfert croissant du commerce physique vers le commerce en ligne devrait continuer de soutenir la demande pour de nouvelles surfaces modernes adaptées à la rationalisation de la chaîne d'approvisionnement
- L'offre de classe A devrait rester limitée et soutenir la croissance des loyers

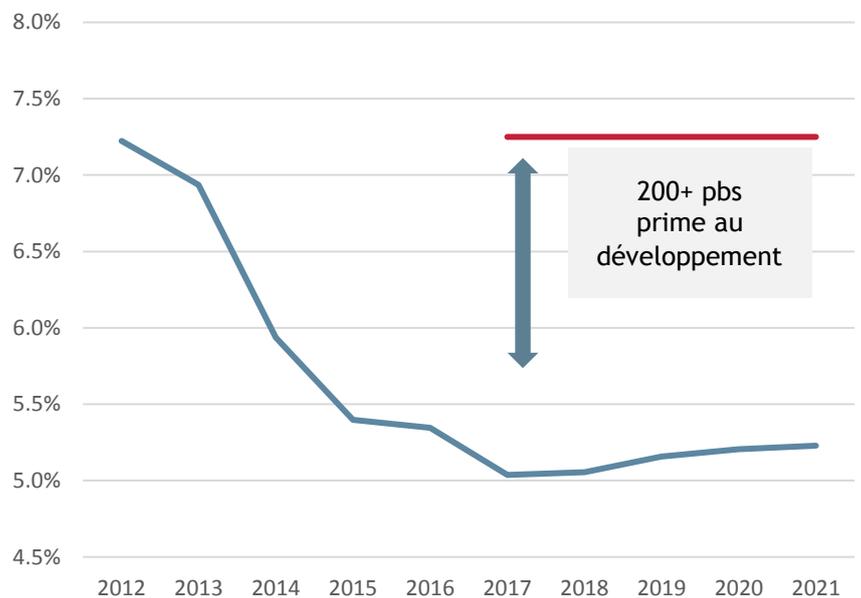
Croissance de la valeur locative de 2017 à 2021 (% par an)



LES DEVELOPPEMENTS ACCROISSENT LES OPPORTUNITÉS EN TERMES D'INVESTISSEMENT

- Les rendements prime se sont stabilisés autour de 5 % et devraient rester à ce niveau jusqu'en 2020
- Avec un rendement actuel de 7 % à 7,5 % sur le coût du développement spéculatif, cela représente une prime de plus de 200 points de base pour le risque de développement
- La période de vacance moyenne pour un actif loué se restreint à une période courte record de quatre mois à compter de la livraison effective, limitant le risque pour un développement

Taux de rendement initial - actuel et projeté



Source: AEW, CBRE, IPF & PMA

## À PROPOS D'AEW

AEW est l'un des leaders mondiaux du conseil en investissement et de la gestion d'actifs immobiliers avec plus de 60,2 Mds€ d'actifs sous gestion au 31 mars 2017. AEW compte plus de 600 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 Global Asset Management, l'un des leaders de la gestion d'actifs dans le monde.

Au 30 juin 2017, AEW (yc. Ciloger) gérait en Europe 26 Mds€ d'actifs immobiliers pour le compte de nombreux fonds et mandats. AEW compte près de 400 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 six dernières années, AEW a effectué des opérations immobilières d'acquisition et d'arbitrage pour un volume total de plus de 17,5 Mds€ en Europe.

[www.aew.com](http://www.aew.com)

## CONTACTS RECHERCHE & STRATÉGIE



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



**Virginie Wallut** MBA  
ASSOCIATE DIRECTOR  
Tel +33 (0)1 78 40 95 07  
[virginie.wallut@eu.aew.com](mailto:virginie.wallut@eu.aew.com)



**Guillaume Oliveira** MSc  
ANALYST  
Tel +33 (0)1 78 40 92 60  
[guillaume.oliveira-ext@eu.aew.com](mailto:guillaume.oliveira-ext@eu.aew.com)

## CONTACTS RELATIONS INVESTISSEURS



**Alex Griffiths**  
HEAD OF INVESTOR RELATIONS  
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 | ROYAUME-UNI

### PARIS

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

### DÜSSELDORF

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

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 leurs 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.