

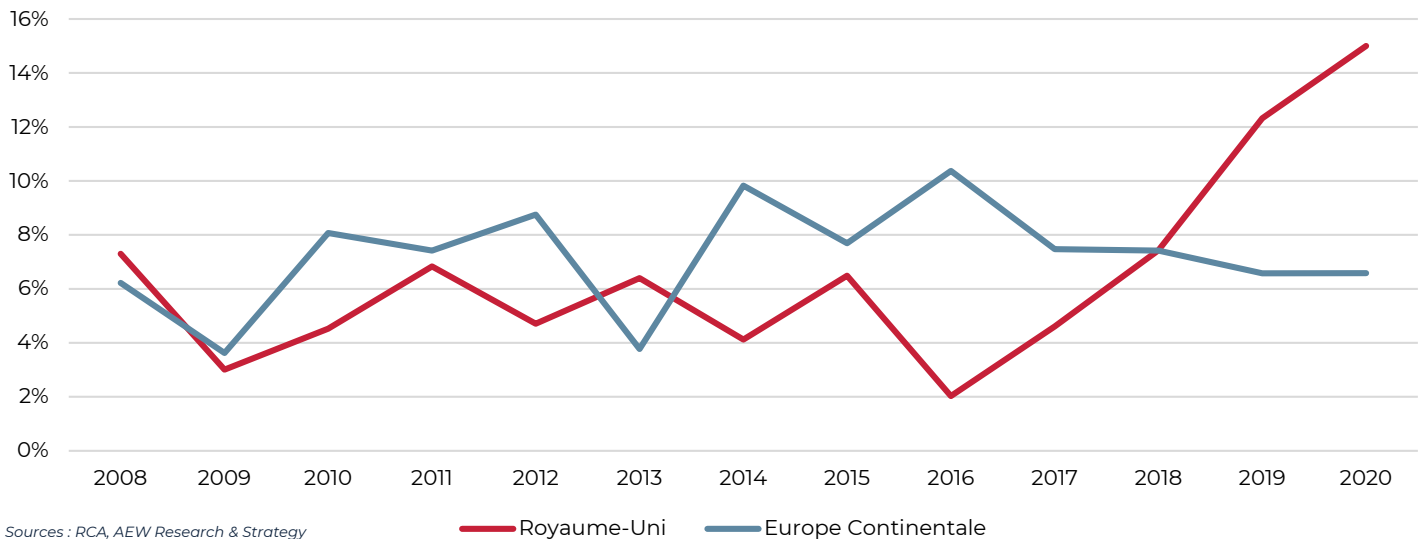
AEW Research Report

EUROPE | 25 FÉVRIER 2021

LES COMMERCE EN EUROPE : LE BON, LA BRUTE ET LE TRUAND

- Les ventes au détail devraient rebondir de plus de 4% par an sur la période 2021-2022, portées par la demande latente des consommateurs. Cela laisse espérer que le pire est passé pour les détaillants et les investisseurs, même si le rythme de reprise sera lié à celui de la vaccination.
- Après des années de croissance, le taux de pénétration du e-commerce devrait légèrement baisser en 2021. Toutefois, même si les vaccins devraient permettre aux consommateurs de retourner dans les magasins physiques, ce taux de pénétration ne devrait diminuer au point de revenir aux niveaux pré-Covid.
- La restauration, l'habillement et la santé sont les secteurs qui ont été les plus touchés par la pandémie mais ils devraient également connaître la plus forte reprise en 2021-2022. Les ventes de produits alimentaires ont été résilientes durant les périodes de confinement et devraient pour leur part poursuivre sur un rythme de croissance stable mais modérée.
- La levée des dernières restrictions au premier semestre 2021 laisse espérer une reprise de la fréquentation dans les centres commerciaux et les retail parks, à l'image de ce qui a été observé entre les périodes de confinement en 2020. A noter, la bonne résilience des retail parks au Royaume-Uni dans le contexte de la pandémie.
- Le taux de recouvrement des loyers au Royaume-Uni illustre l'incapacité des détaillants à honorer les loyers en raison des pertes de revenus liées au confinement, alors que le moratoire sur les expulsions de locataires a conforté ce phénomène. Les renégociations de baux qui en ont résulté devraient permettre d'instaurer des conditions locatives plus pérennes et un meilleur recouvrement dans une ère post-Covid normalisée.
- Les confinements et les fermetures de magasin ont affecté les valeurs locatives prime en Europe à hauteur de -16 à -20% respectivement pour les pieds d'immeuble et les centres commerciaux. Nous nous attendons, une fois les mesures de restriction levées, à une stabilisation des loyers faciaux prime et à une amélioration de la solvabilité des locataires.
- Les investisseurs en immobilier coté en Europe ont réévalué les prix des foncières Commerce sur les 6 derniers mois, avec une décote de 16% par rapport à la NAV, soit un niveau comparable à celui des foncières Bureaux. Les investisseurs restent prudents mais leur sentiment s'améliore, ce qui laisse espérer que le pire est passé pour le commerce.
- La crise de la Covid a provoqué une remontée des taux de rendement prime de 10 à 35 pdb selon les typologies d'actifs de commerce. La hausse supplémentaire de ces taux devrait être limitée du fait du plafonnement des taux obligataires plus bas plus longtemps et de la correction déjà actée des valeurs de foncières cotées.
- L'écart de taux de rendement au Royaume-Uni entre les actifs *prime* et secondaires, tant pour les centres commerciaux que pour les pieds d'immeuble, s'est accru en 2020 et reste supérieur à l'écart constaté dans le reste de l'Europe.
- Par conséquent, la part des transactions effectuées dans l'optique de reconvertir ou rénover pour les centres commerciaux au Royaume-Uni a sensiblement augmenté ces dernières années et dépasse de loin la tendance constatée en Europe continentale.

Part des transactions effectuées dans l'optique de reconvertir ou rénover sur le total des transactions en centres commerciaux (2008-2020)



UN FORT REBOND ATTENDU POUR LES VENTES AU DÉTAIL

LES VENTES AU DÉTAIL DEVRAIENT REBONDIR EN 2021-22

- La chute du PIB de la Zone euro de près de 7% due à la pandémie de la Covid-19 est actée. Certains pays, comme le Royaume-Uni, l'Espagne et la France ont connu des baisses de l'ordre de 8 à 10%, bien supérieures à celles observées lors la grande crise financière de 2008.
- Les ventes au détail se sont relativement maintenues en 2020 malgré la pandémie, soutenues par le déploiement de nombreuses mesures gouvernementales pour préserver les revenus et l'emploi. Les banques centrales ont également conservé les taux d'intérêts bas pendant la crise de la Covid-19.
- L'épargne des ménages s'étant accumulée pendant le confinement, les reports de dépense pourraient relancer la consommation. Ainsi, les ventes au détail devraient rebondir de plus de 4% par an sur la période 2021-2022, à un niveau équivalent à celui de la reprise économique et supérieur au rebond observé au lendemain de la dernière crise financière (2010-11).
- Ces prévisions laissent espérer que le pire est passé pour les détaillants et les investisseurs.

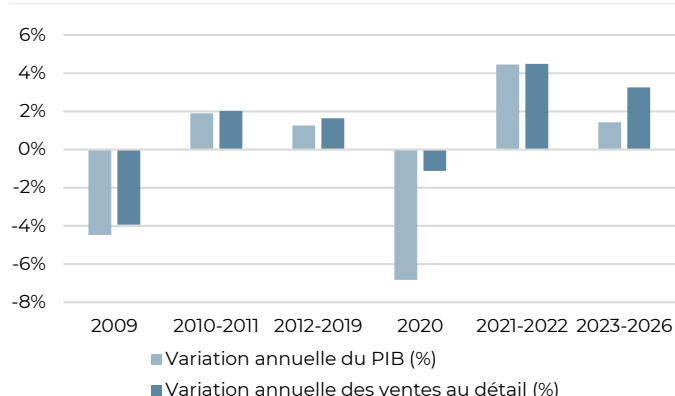
LE TAUX DE PÉNÉTRATION DU E-COMMERCE DEVRAIT SE RÉAJUSTER POST-COVID

- 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.
- Alors que les campagnes de vaccination permettront aux consommateurs de retourner dans les magasins physiques, la part des ventes en ligne devraient baisser en 2021, sans redescendre à un ratio pré-Covid. Dès 2022, le taux de pénétration du e-commerce devrait repartir à la hausse, à un rythme toutefois moins soutenu que lors de la période précédente.
- Avec une dette publique plus importante post-Covid, la plupart des gouvernements européens devraient enfin s'intéresser à la fiscalité appliquée aux plateformes de vente en ligne et ainsi rééquilibrer les rapports de force avec les ventes physiques.
- Par ailleurs, les retours de produits rognent les marges des détaillants qui opèrent 100% en ligne, tandis que les enseignes multicanales ont davantage de moyens pour prendre en charge les articles retournés.
- Les enseignes traditionnelles devraient donc connaître une hausse des ventes en magasin en 2021-2022, ce qui leur permettra d'optimiser leurs réseaux physiques et de développer leurs stratégies multicanales.

LA REPRISE LA PLUS FORTE ATTENDUE POUR LES SECTEURS LES PLUS TOUCHÉS PAR LA COVID

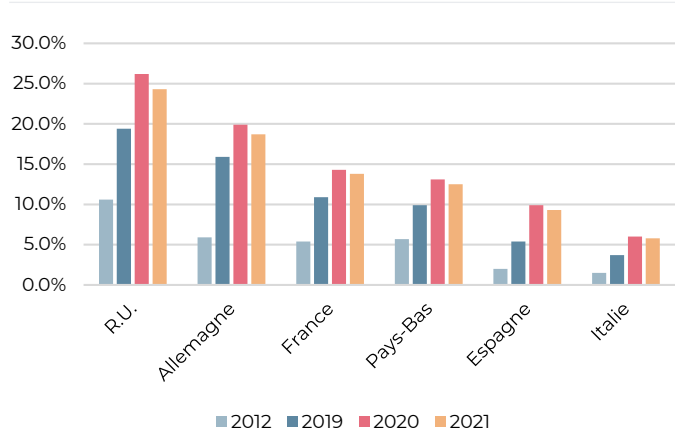
- Sans surprise, la restauration et les loisirs sont les secteurs dont l'activité a été la plus touchée par la pandémie, suivis de près par l'habillement & chaussure et le segment de la pharmacie & santé.
- L'alimentaire est le seul segment à avoir profité d'une augmentation des ventes en 2020. Toutefois, les frais engagés pour opérer pendant le confinement pourraient avoir fortement impacté les marges, ou au moins davantage que ce que laissent suggérer les hausses de chiffre d'affaires.
- Selon Oxford Economics, le retour à la tendance long terme pour tous les secteurs du commerce ne se fera qu'après 2022.
- La restauration, la santé, l'habillement, ainsi que l'équipement de la maison, devraient connaître une reprise plus forte, tandis que les ventes alimentaires reviendront à une croissance stable mais modérée.

Variation annuelle du PIB réel de la Zone euro et des ventes au détail (2009-2026)



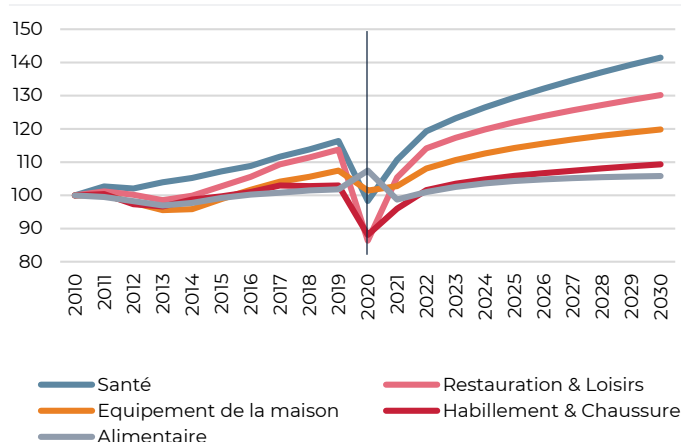
Sources : Oxford Economics, AEW Recherche & Stratégie

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



Sources : eMarketer, AEW Recherche & Stratégie

Variation des dépenses par secteur commercial dans la Zone euro – Indice (2010 = 100)



Sources : Oxford Economics, AEW Recherche & Stratégie

UNE REDÉFINITION DES LOYERS POUR FAIRE FACE AUX DIFFICULTÉS DES DÉTAILLANTS

LES FRÉQUENTATIONS PAR SECTEURS CONVERGENT CES DERNIERS MOIS

- Les données de CBRE Calibrate portent sur un échantillon de 300 sites de vente au détail au Royaume-Uni et près de 300 en Europe continentale, et permettent de comparer la fréquentation des différentes typologies de commerce par rapport à février 2020.
- L'analyse de ces données montre des niveaux de fréquentation équivalents à 20-25% de ceux de février 2020 pour toutes les typologies après ce qu'on espère être la dernière série de confinements, avec pour exception les retail parks (RP) britanniques, qui se sont stabilisés à 55%. Les RP européens ont fait preuve d'une forte résilience au cours de l'été, avant de suivre la même tendance que les commerces de pied d'immeuble et les centres commerciaux (CC).
- Les boutiques et CC du Royaume-Uni ont connu la fréquentation la plus basse tout au long de la période puis se sont stabilisés au cours du mois dernier. Le ratio de m2 d'offre commerciale par habitant plus élevé qu'en Europe, les difficultés de longue date des détaillants britanniques et une plus grande dépendance à l'égard des dépenses des touristes (internationaux) pourraient être des facteurs déterminants.
- La fréquentation des CC sur le continent a dépassé les niveaux de février 2020 entre les périodes de confinement et devrait connaître la même reprise une fois que les mesures de confinement auront été définitivement levées.

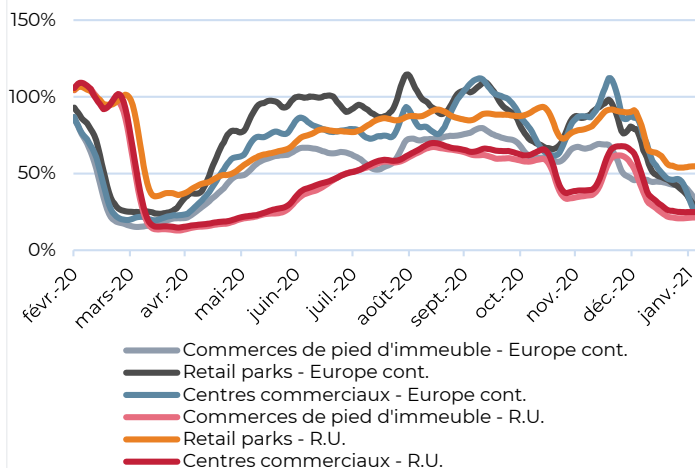
LE FAIBLE RECOUVREMENT DES LOYERS DE 2020 ENTRAINE DES RESTRUCTURATIONS DE BAUX

- Au Royaume-Uni, la part des loyers du commerce perçus avant leur date d'échéance s'élevait à 46 % à la fin de l'année 2020, proche de la moyenne tous secteurs de 53%.
- Cette dernière est en forte hausse par rapport à juin 2020 (38%), lorsque l'impact du premier confinement se faisait ressentir.
- Ce faible taux de recouvrement illustre néanmoins les conséquences spectaculaires de la Covid-19, puisque, en 2019, les loyers tous secteurs confondus étaient perçus à hauteur de 79 % à leur date d'échéance.
- Ces données montrent que les confinements ont eu un impact négatif sur la capacité des locataires à payer leur loyer, phénomène exacerbé par le moratoire du gouvernement sur les expulsions de locataires.
- Sur une note plus positive, ces baisses de loyer ont entraîné des restructurations de baux qui devraient assurer des niveaux de loyer soutenables et une meilleure coopération entre propriétaires et locataires, pour lesquels une partie des loyers est désormais liée aux chiffres d'affaires. La reprise post-Covid reposera donc sur des bases plus durables.

LES LOYERS PRIME DES COMMERCES DUREMENT TOUCHÉS EN 2020

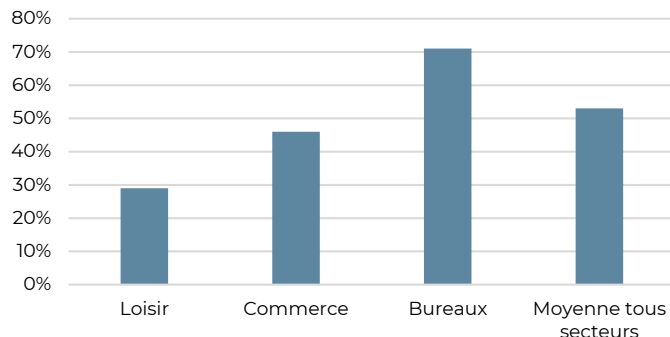
- Sur la période 2012-2015, les commerces de pied d'immeuble en Europe ont enregistré une croissance des loyers de 9 % par an, contre 4 % pour les centres commerciaux, devant les bureaux et la logistique à environ 1 % chacun.
- Après un pic en 2015 induit par les marchés britanniques principalement, les loyers prime ont commencé à diminuer pour les centres commerciaux en 2019. Cette typologie a été la plus affectée par la part croissante des ventes en ligne, alors que les enseignes (inter)nationales ont favorisé la qualité de leurs implantations au détriment du nombre de magasins.
- En conséquence, de nombreux détaillants ont ouvert ou agrandi des magasins (phares) dans des lieux centraux, soutenant ainsi la croissance des loyers de prime dans les artères commerçantes, bien qu'à un rythme plus lent.
- Toutefois, les fermetures de magasins imposées en lien à la Covid-19 ont eu un impact considérable sur les loyers prime en 2020, tant pour les commerces de pied d'immeuble (-16 %) que pour les centres commerciaux (-20 %). Les revenus de nombreux détaillants ont chuté en 2020, alors que beaucoup d'entre eux ont été contraints de réaménager leurs magasins ou ont fait faillite, notamment au Royaume-Uni.
- Nous nous attendons, une fois les mesures de restriction levées, à une remontée des taux de recouvrement, à une stabilisation des loyers faciaux prime et à une amélioration de la solvabilité des locataires.

Comparaison de la fréquentation des artères, centres commerciaux et retail parks par rapport à février 2020 (échantillons européens, moyenne glissante sur 7 jours)



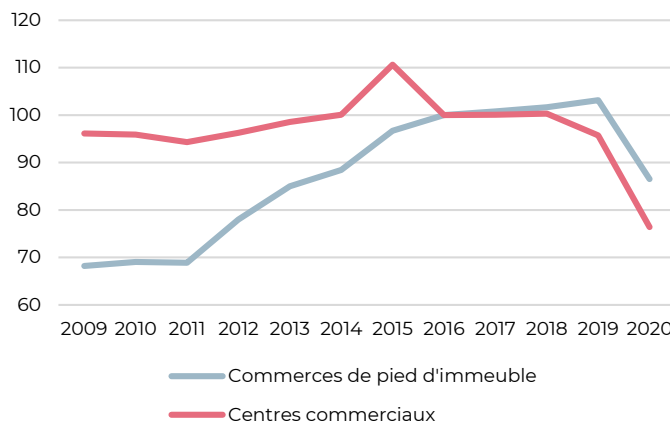
Sources : CBRE Calibrate, AEW Recherche & Stratégie

Taux de recouvrement des loyers à la date d'échéance par secteur au Royaume-Uni (données au 20 décembre 2020, %)



Sources : Remit Consulting Ltd., AEW Recherche & Stratégie

Croissance des loyers prime des commerces de pied d'immeuble et des centres commerciaux - moyenne européenne (7 pays, indice 100 = 2016)



Sources : CBRE, AEW Recherche & Stratégie

LES INVESTISSEURS COMMENCENT À SE POSITIONNER SUR LES RECONVERSIONS

LES VOLUMES D'INVESTISSEMENT EN COMMERCE SONT EN BAISSÉ

- Poursuivant sur la tendance baissière, les volumes d'investissement en commerce en Europe, Royaume-Uni compris, ont atteint 33 milliards d'euros en 2020, soit moins de la moitié du volume record de 77 milliards d'euros enregistré en 2015. Ils rejoignent ainsi les niveaux de transaction de la période 2008-2013.
- Il convient de noter que les volumes au Royaume-Uni ont suivi la même tendance que le reste de l'Europe, malgré le référendum de 2016 sur le Brexit.
- Malgré une hausse en 2020, la part du commerce dans les volumes d'investissement a diminué de moitié sur la période 2008-2020, passant de près de 30 % à 15 %.
- Au cours des prochaines années, nous pouvons nous attendre à une stabilisation des volumes de transactions en commerce. Si l'on suppose une période de détention de cinq ans, les investisseurs qui ont acheté des actifs de commerce au cours de l'année record de 2015 sont susceptibles d'envisager de potentielles ventes à partir de 2021, soit pour la plus-value, soit pour limiter les pertes si les restrictions en matière de LTV rendent le refinancement difficile.

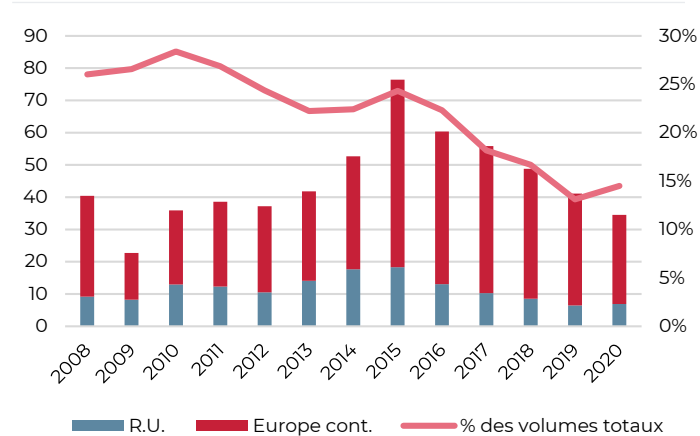
LES SUPERMARCHÉS PARMIS LES SECTEURS LES PLUS RÉSILIENTS

- Les volumes d'investissement européens ont diminué de 25 % par rapport à 2019 pour tous les secteurs. Mais les baisses ont été plus ou moins fortes selon les secteurs, allant de -8 % pour le foncier à bâtir à -66 % pour les hôtels.
- Étonnamment, l'investissement en commerce a mieux résisté que ceux des bureaux, à la fois en volume (-19 % contre -35 % respectivement) et en nombre de transactions (-23 % et -32 % respectivement).
- Cette bonne performance du commerce s'explique par le fait que les volumes sont déjà en baisse depuis 2015, alors que ceux des bureaux ont marqué un nouveau record en 2019. Par ailleurs, les ventes de grands portefeuilles et les acquisitions d'entreprises ont gonflé les volumes du commerce en 2020.
- Parmi les différentes typologies de commerce, les supermarchés ont connu la baisse la moins marquée des volumes et c'est le seul secteur pour lequel le nombre de transactions a augmenté en 2020. Cette tendance positive se reflète également dans les mouvements des taux de rendements décrits à la page suivante.
- A contrario, en raison des restrictions en lien avec la Covid-19 et de la restructuration que connaît le secteur, les centres commerciaux affichent la plus forte baisse, à la fois en nombre et en volume.

LES REITS COMMERCE DÉSORMAIS VALORISÉS AVEC LA MÊME DÉCOTE QUE LES REITS BUREAU

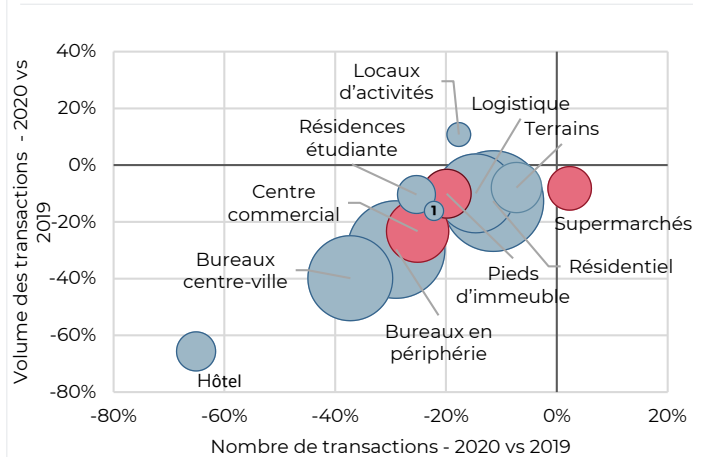
- Malgré l'actualité toujours aussi anxiogène sur les mesures de confinement et son impact sur les commerces, les investisseurs européens ont récemment réévalué le prix des foncières cotées (REITs) du commerce. En réalité, les remises sur la NAV des REITs du commerce sont désormais similaires à celles des REITs de bureau.
- Cette réévaluation reflète une combinaison de changements dans la cotation ainsi que dans les expertises immobilières, avec une décote actuelle observée par rapport à la NAV pour le commerce proche de 16 %, selon Green Street. Cela signifie que la valeur implicite des actifs sous-jacents des REITs est supérieure de 16 % à la valeur implicite de la société (nette de l'effet de levier) telle que reflétée par les transactions boursières sur le marché secondaire.
- Il est clair que les investisseurs des REITs s'attendent également à un fort rebond de la consommation, des ventes de détail et des signatures de baux. Les REITs commerce se négocient avec une décote, indiquant que les investisseurs s'attendent toujours à des turbulences mais dans une moindre mesure.
- Cette indication de prix en provenance des marchés peut être considérée comme une confirmation que le pire est peut-être derrière nous pour le secteur européen de l'investissement en commerce au sens large.

Volume des investissements en commerce en Europe (2008-20, milliards d'euros)



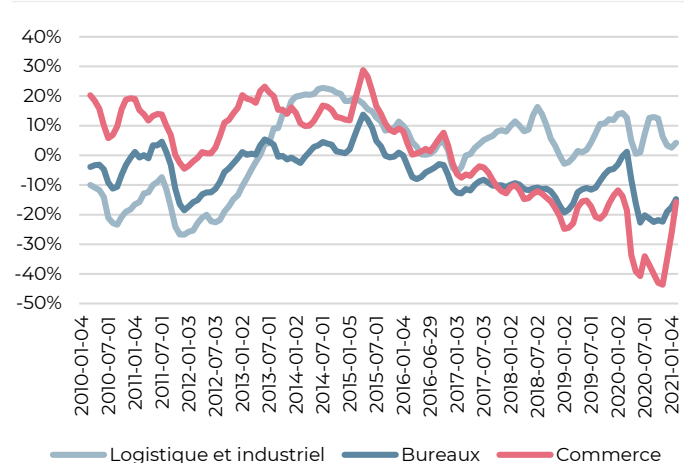
Sources : RCA, AEW Recherche & Stratégie

Volumes d'investissement et nombre de transactions par secteur - 2020 vs 2019 (taille : volumes d'investissement en 2020)



T= RSS. Sources : RCA, AEW Recherche & Stratégie

Foncières cotées européennes (REITs) - Premiums observés par rapport à la NAV (2010-21)



Sources : Greenstreet, AEW Recherche & Stratégie

LES CORRECTIONS DE PRIX EN COMMERCE SONT DÉJÀ EN GRANDE PARTIE ACTÉES

- La plupart des typologies de commerce ont connu une réévaluation avant la crise, avec une décompression des taux rendements depuis 2018. Mais la pandémie de Covid-19 a accéléré cette décompression, de l'ordre de de 7 à 33 points de base selon les secteurs en 2020.
- Malgré cela, au T4 2020, les taux de rendements prime des commerces restent inférieurs à leur pic de 2012-13 au lendemain de la crise financière.
- Les supermarchés font figure d'exception, avec des taux de rendement prime au plus bas depuis 2011. Cela est dû à l'impact limité de la Covid-19 sur les ventes alimentaires puisque les commerces essentiels sont restés ouverts.
- A l'avenir, nous pouvons nous attendre à une réévaluation limitée des actifs de commerce, compte tenu des taux obligataires qui devraient rester bas pour plus longtemps dans les mois à venir et de la valorisation attractive par rapport à la décote sur NAV.
- A contrario, les actifs secondaires de commerce pourraient encore être fortement réévalué, comme l'indique déjà l'augmentation de l'écart entre les taux de rendement prime et secondaires depuis le début de l'année.

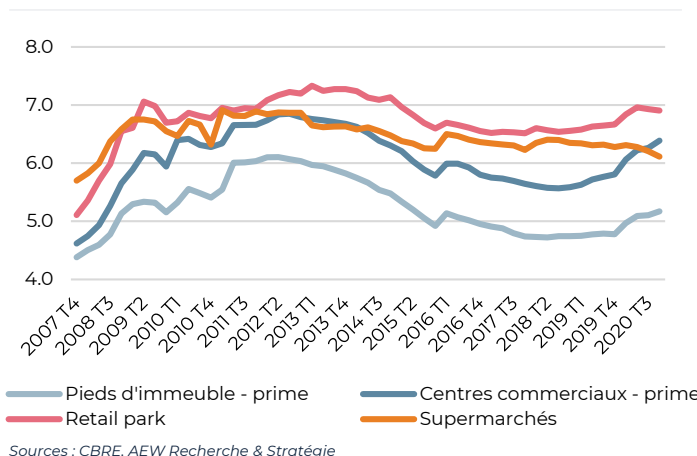
UN ÉCART ENTRE LES TAUX DE RENDEMENTS PRIME ET SECONDAIRES ÉLEVÉ, EN PARTICULIER AU ROYAUME-UNI

- L'écart entre les taux de rendements prime et secondaire pour le commerce augmente à la fois au Royaume-Uni et en Europe continentale, mais à des amplitudes différentes.
- Cet écart atteint un niveau record de 800 points de base en 2020 pour les centres commerciaux britanniques alors que pour les commerces de pieds d'immeuble il se situe à 550 points de base, soit bien en dessous du pic de 675 points de base en 2014.
- Le faible taux d'occupation dans les centres commerciaux secondaires britanniques est bien connu et de nombreux propriétaires de sites secondaires sont probablement en défaut de respect sur leurs conditions de prêts. Cela signifie que de nombreux centres secondaires ne peuvent pas financer les capex qui sont pourtant nécessaires et qui s'accumulent, détériorant davantage la valeur du collatéral.
- En Europe, l'augmentation de l'écart entre prime et secondaire en actifs de commerce a été beaucoup plus modérée qu'au Royaume-Uni et atteint 300 points de base en 2020.
- Si le reste de l'Europe suit le Royaume-Uni, cela pourrait signifier une augmentation de ce spread. Toutefois, cela ne serait pas cohérent avec les tendances passées. Par ailleurs, le ratio de surface de vente au détail par habitant au Royaume-Uni est probablement plus élevée que dans la plupart des autres pays européens.

LE ROYAUME-UNI OUVRE LA VOIE DES RECONVERSIONS ET DU REDÉVELOPPEMENTS

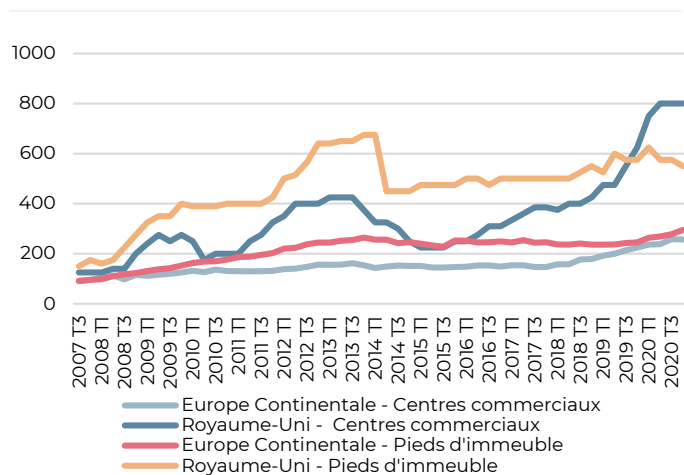
- La part des acquisitions de centres commerciaux à des fins de reconversion, de redéveloppement et de rénovation pourrait constituer une raison supplémentaire pour laquelle les taux de rendements secondaires en Europe continentale ne suivront pas la même tendance à la hausse qu'au Royaume-Uni.
- La part plus élevée et plus stable des opérations de reconversion et de redéveloppement en Europe jusqu'en 2018 montre l'engagement plus constant des investisseurs à garder au goût du jour les centres existants par rapport au Royaume-Uni.
- Les taux de rendements secondaires plus attractifs au Royaume-Uni ont permis une augmentation des transactions axées sur les reconversions et les redéveloppements pour les centres commerciaux. Cela montre que ce choc offre des opportunités intéressantes aux investisseurs en mesure de porter ces opérations. C'est bon à savoir pour les propriétaires du Royaume-Uni et du reste de l'Europe.
- Il est peu probable que toutes ces transactions aient pour but un changement d'usage radical en résidentiel, en bureau ou encore à destination de logistique urbaine. Mais les propriétaires créatifs chercheront probablement à réduire la composante commerciale existante et à créer des lieux à usage mixte attractifs, en particulier après la crise.

Taux de rendement prime par sous-secteurs (%)



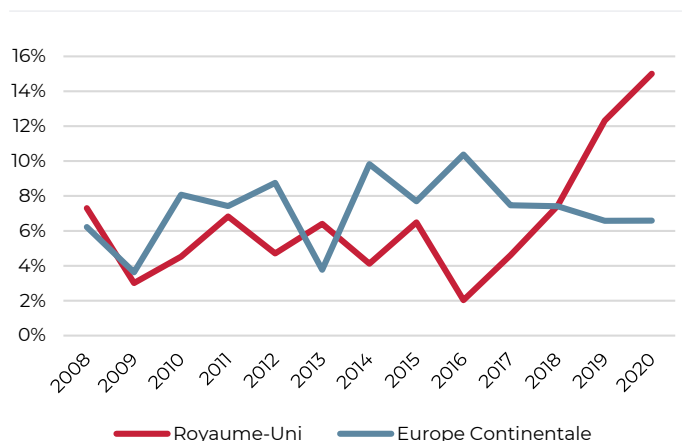
Sources : CBRE, AEW Recherche & Stratégie

Écart entre les taux de rendement prime et secondaire au Royaume-Uni et en Europe continentale (2007-20)



Sources : CBRE, AEW Recherche & Stratégie

Part des opérations de reconversion, de réaménagement et de rénovation des centres commerciaux (2008-20)



Sources : RCA, 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 69.8 Mds€ d'actifs sous gestion au 31 Décembre 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 Décembre 2020, AEW gère en Europe 34.6 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 21 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.