



EUROPEAN RELATIVE VALUE INDEX

AEW RESEARCH - MARS 2018

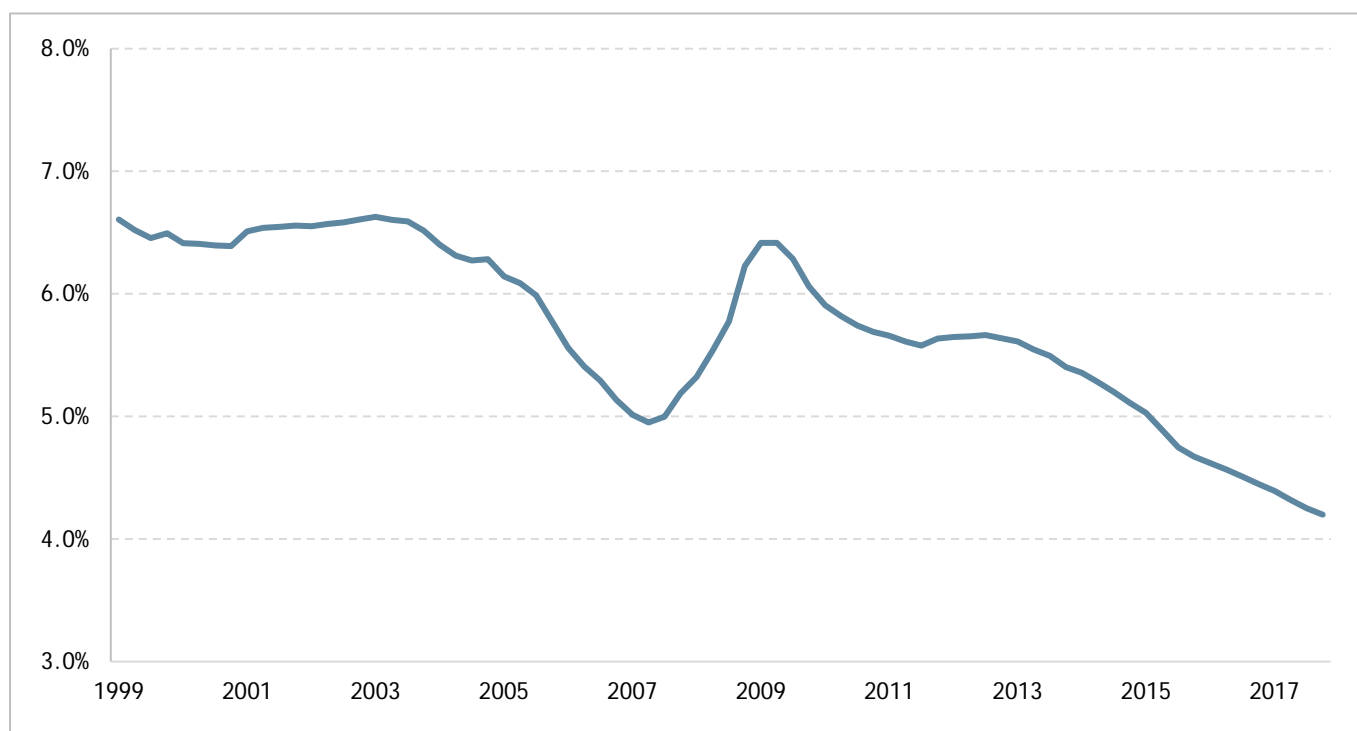
SOMMAIRE

EN BREF	3
MÉTHODOLOGIE ET INTRODUCTION	4
PREMIÈRE PARTIE : FRANCE	6
DEUXIÈME PARTIE : ALLEMAGNE	8
TROISIÈME PARTIE : ROYAUME-UNI	10
QUATRIÈME PARTIE : EUROPE	12
À PROPOS D'AEW	16

Le marché immobilier européen reste-il un bon investissement ?

Dans l'absolu, les prix de l'immobilier peuvent paraître élevés au vu des taux de rendement historiquement bas sur le marché *prime* européen (ils sont actuellement à peine supérieurs à 4 %). Toutefois, pour la majorité des investisseurs l'attractivité d'un marché s'apprécie de manière relative, raison pour laquelle nous appliquons la « *Théorie spéciale de la relativité* » adoptée par nos collègues américains¹ pour les principaux marchés européens.

TAUX DE RENDEMENT *PRIME* DE L'IMMOBILIER EUROPÉEN



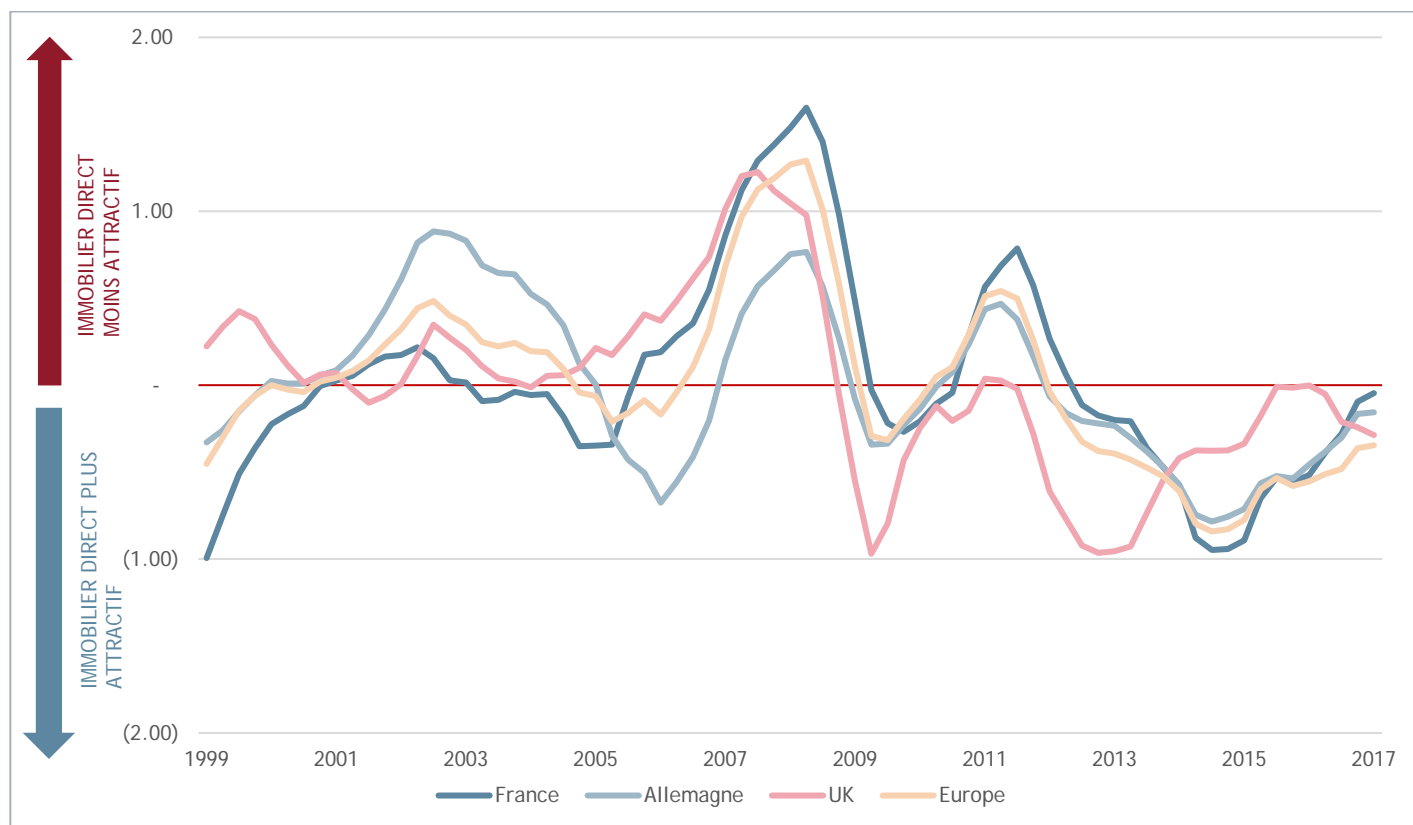
Sources : CBRE & AEW Research 2018

¹ AEW Research : UNE THÉORIE SPÉCIALE DE LA RELATIVITÉ (2018) http://www.aew.com/pdf/ASpecialTheoryofRelativity_Winter2018.pdf

EN BREF : L'IMMOBILIER *PRIME* PRESENTE ENCORE UNE VALORISATION RELATIVE RAISONNABLE

- Les taux de rendement de l'immobilier tertiaire européen se sont resserrés au cours des deux dernières années, atteignant des niveaux historiquement bas. Par conséquent, les investisseurs sont en droit de se demander si l'investissement direct en immobilier offre des retours suffisamment attrayants.
- L'Indice européen de valeur relative (RVI) que nous venons de lancer tente de répondre à cette question tant pour le marché européen dans sa globalité que pour les marchés clés que sont la France, l'Allemagne et le Royaume-Uni.
- Nos analyses du RVI montrent que l'immobilier tertiaire *prime* offre encore des opportunités d'investissement à des prix comparativement raisonnables, le marché des actifs dits secondaires présentant une attractivité encore plus importante.
- À l'instar de notre RVI américain, nous comparons l'immobilier direct à trois autres classes d'actifs : les actions, les obligations et les foncières cotées. Les données disponibles limitent néanmoins notre analyse au marché des actifs *prime* (et non à la moyenne des rendements de l'immobilier commercial), et aux obligations d'État, à défaut des obligations d'émetteurs privés.
- Les quatre étapes de l'approche RVI nous conduisent à comparer et calculer :
 - les multiples de résultat net d'exploitation (NOI) immobiliers aux capitalisations boursières également mesurées en multiples des bénéfices (P/E) ;
 - les taux de rendement *prime* de l'immobilier au taux de rendement des obligations d'État à 10 ans ;
 - la prime ou décote des cours des foncières cotées par rapport à leur actif net réévalué (ou valeur liquidative (VL)) ;
 - chaque comparaison est normalisée en utilisant un score Z et est équipondérée dans le calcul du RVI.
- A l'instar de l'approche américaine, notre méthodologie RVI part du principe que chaque comparaison évoluera autour d'une moyenne ramenée à zéro grâce au score Z.
- Ces comparaisons de RVI font ressortir l'immobilier *prime* au Royaume-Uni comme actuellement plus attractif que les autres marchés européens *core*, notamment la France et l'Allemagne.
- L'immobilier secondaire demeure quant à lui encore plus avantageux que l'immobilier *prime* - offrant aux investisseurs en moyenne 150 points de base (pb) supplémentaires sur l'ensemble des marchés européens.

INDICE COMPOSITE : RELATIVE VALUE INDEX



Sources : CBRE, Oxford Economics, EPRA, Natixis & AEW Research 2018

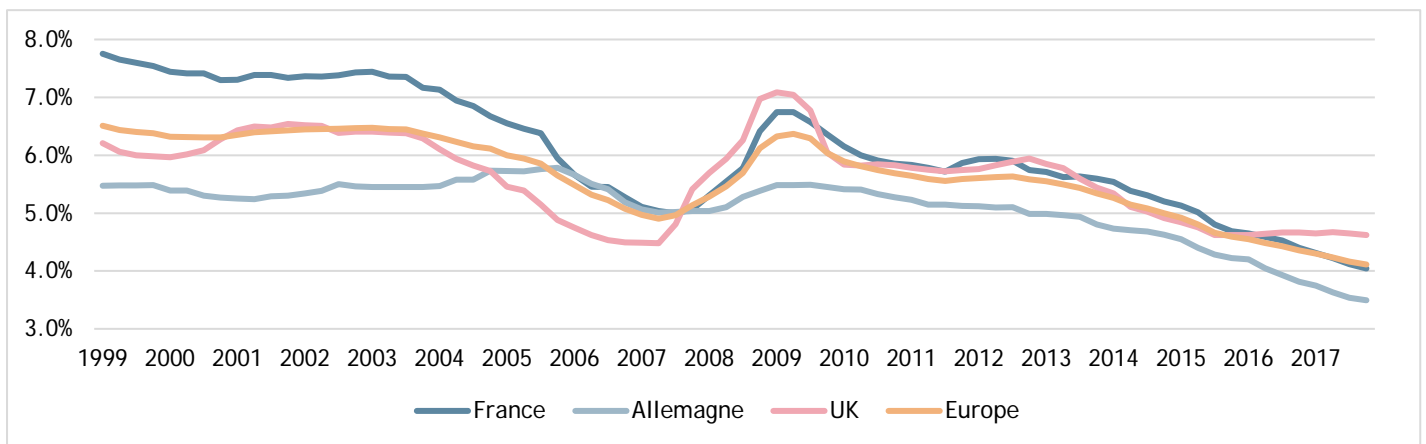
MÉTHODOLOGIE

La politique d'assouplissement quantitatif de la BCE instaurée dans le sillage de la crise financière mondiale a été sans précédent et a conduit les taux de rendement *prime* de l'immobilier européen à atteindre des niveaux historiquement bas au cours des deux dernières années. Par conséquent, nous considérons que les investisseurs sont en droit de se demander si l'investissement direct en immobilier offre des perspectives de rendement suffisamment attrayantes. L'Indice européen de valeur relative (RVI) que nous venons de lancer tente de répondre à cette question. Notre RVI européen vise à répliquer aussi fidèlement que possible, en fonction de nos contraintes de données, l'approche du RVI américain. Nous comparons, dans les deux cas, l'investissement direct en immobilier à trois autres classes d'actifs : les actions, les obligations et les foncières cotées. Les données disponibles limitent notre analyse au marché *prime* (et non à la moyenne des rendements de l'immobilier commercial), et aux obligations d'État, à défaut des obligations d'émetteurs privés. Les quatre étapes de l'approche RVI nous conduisent à comparer et calculer :

- les multiples de résultat net d'exploitation (NOI) immobiliers aux capitalisations boursières également mesurées en multiples des bénéfices (P/E) ;
- les taux de rendement *prime* de l'immobilier au taux de rendement des obligations d'État à 10 ans ;
- la prime ou décote des cours des foncières cotées par rapport à leur actif net réévalué (ou valeur liquidative (VL));
- chaque comparaison est normalisée en utilisant un score Z et est équipondérée dans le calcul du RVI.

Nous nous sommes livrés, pour l'élaboration de notre rapport RVI européen, à un vaste travail de sélection des sources de données ainsi que de détermination du périmètre et de la période d'analyse. Nous avons porté notre choix sur la France, l'Allemagne, le Royaume-Uni, la Belgique et les Pays-Bas pour élaborer un agrégat européen *core* sur la période 1999-2017. Cet agrégat européen *core* est calculé sur la base de variables pondérées à partir du PIB de chaque pays, en parité de pouvoir d'achat (PPA). Le score Z, implicitement, suppose que chaque paramètre évolue dans le temps autour d'une moyenne ramenée à zéro, en adéquation avec la méthode américaine.

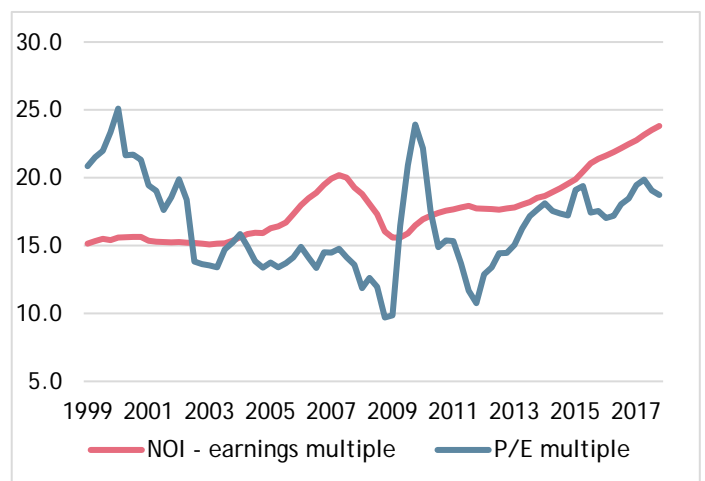
TAUX DE RENDEMENT DE L'IMMOBILIER EUROPÉEN



Sources : CBRE & AEW Research 2018

PREMIÈRE ÉTAPE : COMPARAISON ENTRE LES MULTIPLES DE RENDEMENT IMMOBILIER (NOI) ET BOURSIER (P/E)

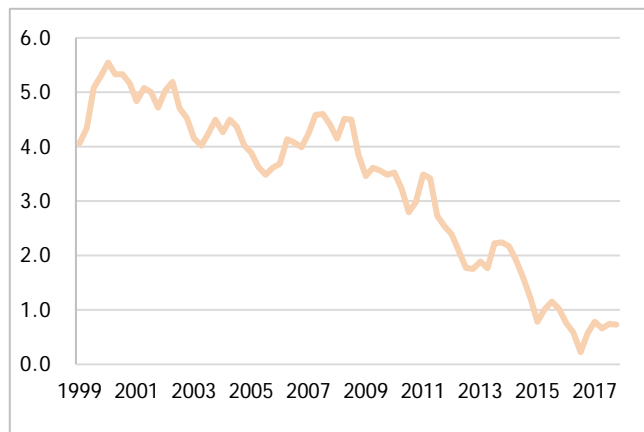
- Nous utilisons, pour les marchés immobiliers, le ratio valeur immobilière-résultat net d'exploitation (NOI), soit l'inverse du taux de rendement *prime* initial (ou taux de capitalisation). Nous nous basons sur le taux de rendement immobilier tous secteurs, qui tient compte des secteurs du commerce de détail, des bureaux et de la logistique.
- Les données de valorisation en multiple de bénéfices des entreprises sont celles du FTSE 250, du CAC40, du DAX30, de l'AEX et du BEL20. Le multiple des bénéfices des entreprises correspond au ratio cours de Bourse-bénéfice net par action (BPA) moyen des 12 derniers mois.
- Nous calculons, dans un deuxième temps, le multiple de NOI par rapport aux multiples de cours-BPA. Un ratio inférieur à un est le signe d'une valorisation relative de l'immobilier basse, un ratio supérieur à un indique un cours des actions relativement bas.



Source : Natixis, CBRE & AEW Research 2018

DEUXIÈME ÉTAPE : CONFRONTER LES TAUX DE RENDEMENT PRIME AU OBLIGATIONS D'ÉTAT À 10 ANS

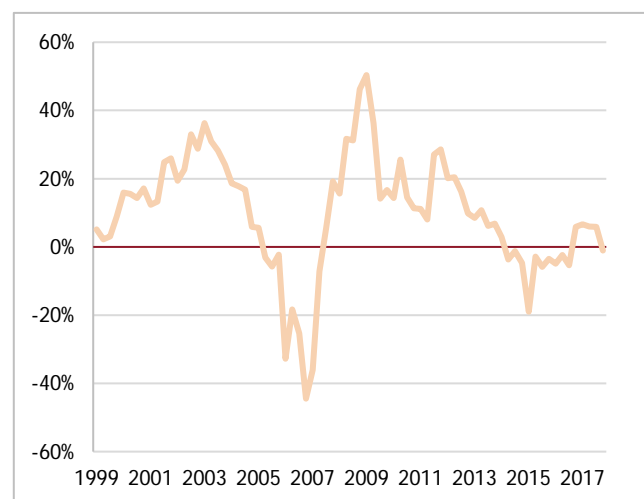
- Faute de données cohérentes concernant le rendement des obligations d'entreprise pour les différents pays européens concernés, nous nous basons sur les données concernant le rendement des obligations d'État d'Oxford Economics (notes de fin de trimestre), que nous confrontons au taux de rendements de l'immobilier, tous types d'actifs confondus.
- Un spread (écart entre le rendement obligataire et le taux de rendement immobilier) plus large par rapport à la moyenne long terme indique une attractivité de l'immobilier et vice versa.
- Le spread européen *core* étant actuellement de 350 pb et le spread moyen étant quant à lui de 300 pb, l'immobilier apparaît donc comme relativement attractif.



Sources : Recherche Oxford Economics & AEW Research 2018

TROISIÈME ÉTAPE : CALCULER LES DÉCOTES/PRIMES DES PARTS DES FONCIÈRES COTÉES A LEURS VALEURS LIQUIDATIVES

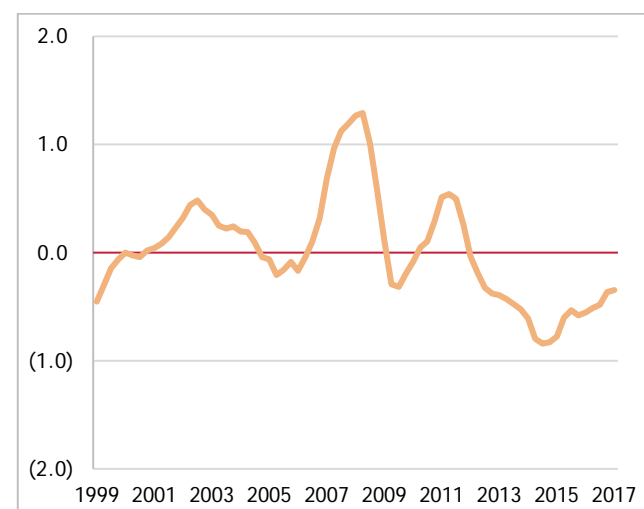
- Les opportunités de placement pour les investisseurs en foncières cotées sont souvent évaluées par rapport aux primes et aux décotes par rapport à l'actif net réévalué ou Valeur Liquidative (VL). Si le cours d'une foncière est inférieure à sa VL par action alors il peut paraître opportun de se positionner à l'achat sur cette foncière. Au vu de ce postulat nous considérons la prime/décote de l'immobilier direct, comme étant la valeur inverse de la prime/décote des foncières de l'EPRA.
- Nous pouvons déterminer, grâce à cette valeur inverse, si les valeurs immobilières sont plus ou moins attractives par rapport aux foncières. Une valeur supérieure à zéro est l'indication que l'immobilier direct se traite avec une prime (et, par conséquent, de son manque d'attractivité par rapport aux foncières), une valeur inférieure à zéro indiquant au contraire que l'immobilier direct se négocie avec une décote.



Sources : Recherche EPRA, Oxford Economics & AEW Research 2018

QUATRIÈME ÉTAPE : CALCUL DE NOTRE INDICE EUROPEEN : RELATIVE VALUE INDEX (RVI)

- Le RVI est calculé en équipondérant chacune des trois valeurs comparatives décrites dans les trois premières étapes ci-dessus.
- Afin de normaliser le calcul et d'éviter qu'il ne soit biaisé, nous opérons ce que nous appelons une standardisation par le score Z, qui nous permet de présenter leurs variations en rapport à leur moyenne à long terme sur une base commune à moyenne nulle. Selon cette méthode, la moyenne et l'écart-type du score Z sont respectivement de zéro et un.
- Notez qu'un score de RVI inférieur à zéro indique que la valorisation de l'immobilier est relativement attractive par rapport à la période historique étudiée.
- Nous utilisons la même période historique à la fois pour le marché européen *core* et pour chacun des trois principaux marchés. Nous sommes alors en mesure de comparer également chaque marché à la moyenne européenne.

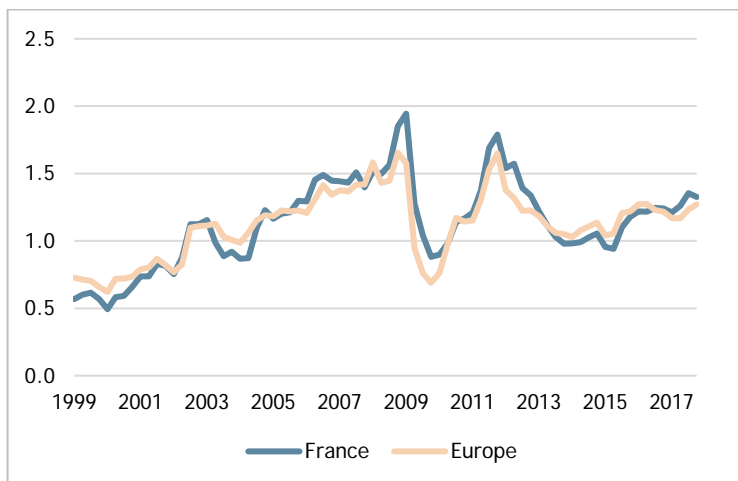


Sources: CBRE, Oxford Economics, EPRA, Natixis & AEW Research 2018

PREMIÈRE PARTIE : FRANCE

MULTIPLE NOI EN FRANCE SUR LE RATIO P/E DU CAC40

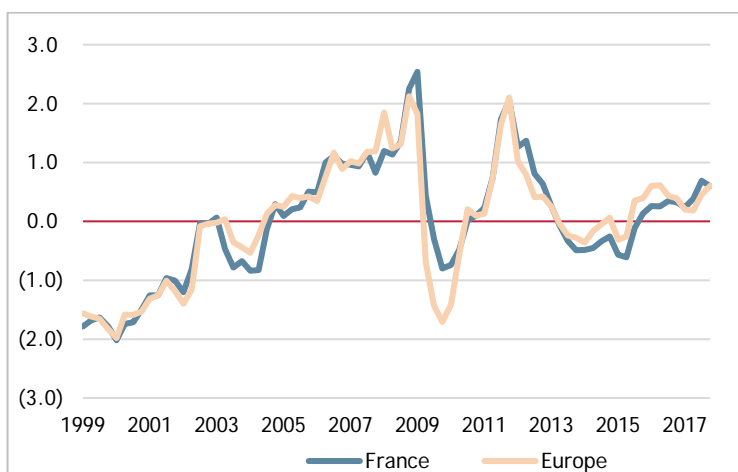
- Le multiple du bénéfice des entreprises du CAC40, actuellement de 18,7, indique que les investisseurs sont prêts à payer 18,7 fois le montant des bénéfices. Pour l'immobilier, ce ratio est actuellement d'environ 24,7, soit un chiffre très largement supérieur à sa moyenne historique de 16,96.
- Le multiple NOI (valeur immobilière-résultat net d'exploitation immobilier) / multiple des bénéfices des entreprises (P/E), actuellement de 1,33, indique que les investisseurs sont prêts à payer un prix plus élevé pour l'immobilier.
- À titre de comparaison, la moyenne française est légèrement supérieure à la moyenne européenne. Elle a toutefois connu, au cours de la période, une évolution similaire.



Sources : Natixis, CBRE, Oxford Economics & AEW Research 2018

LE SCORE Z DU MULTIPLE NOI SUR LE RATIO P/E DU CAC40 INDIQUE L'IMMOBILIER S'ACHETE AVEC UNE PRIME

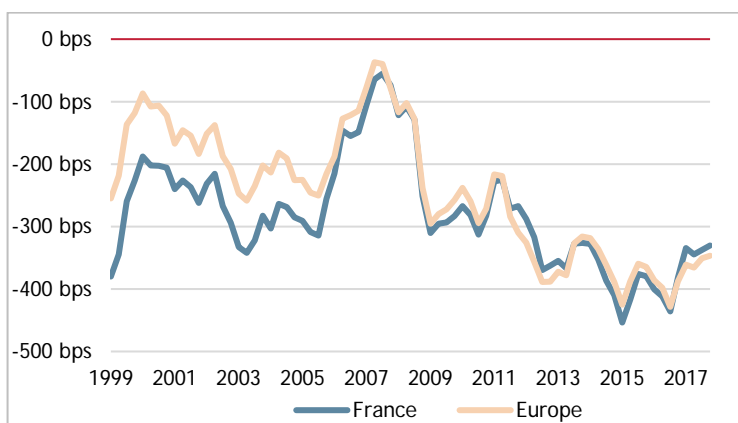
- Il apparaît, selon la méthode du score Z, que nous utilisons pour déterminer le cours relatif par rapport au ratio entre le multiple NOI et le ratio P/E, que le cours de l'immobilier est actuellement moins favorable (un score supérieur à zéro est l'indication d'un cours de l'immobilier relativement élevé).
- Des cours de l'immobilier plus élevés ont toujours prévalu sur de longues périodes. Il semble que, par le passé, les opportunités d'achats de biens immobiliers à un prix relativement décoté aient été limitées aux 3 périodes antérieures suivantes : 2003, 2009-2010 et 2014-2015.



Sources : Natixis, CBRE, Oxford Economics & AEW Research 2018

LE SPREAD DES TAUX DE RENDEMENT IMMOBILIER MONTRE UNE LEGERE REPRISE DES OBLIGATIONS D'ETAT

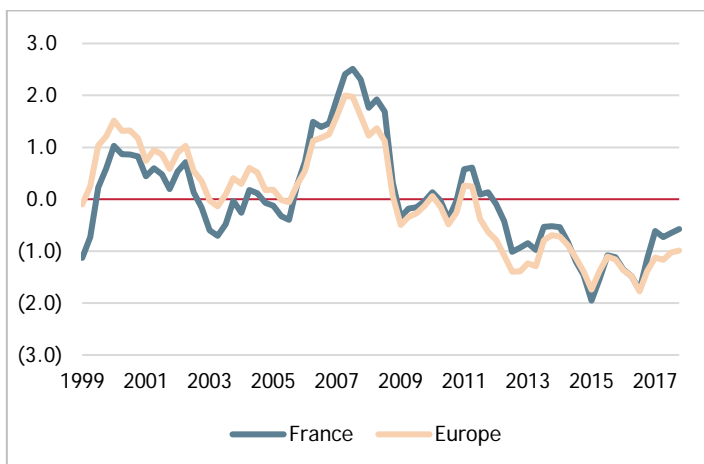
- Le spread entre les rendements des obligations d'État et de l'immobilier a connu un écart significatif (de 100 pb en 2008 à plus de 300 pb en 2017), depuis la crise financière mondiale. Cette évolution est essentiellement imputable aux politiques d'assouplissement quantitatif instaurées par la Banque centrale européenne (BCE), qui se sont traduites par une forte baisse des rendements obligataires.
- Le spread entre les obligations et l'immobilier est actuellement de 350 pb, soit plus important que la moyenne historique de 300 pb.
- En Europe, il est actuellement d'environ 10 pb plus large qu'en France.



Sources : Oxford Economics, CBRE et AEW Research 2018

LE SCORE Z DU SPREAD DE RENDEMENT INDIQUE UNE PREFERENCE POUR L'IMMOBILIER

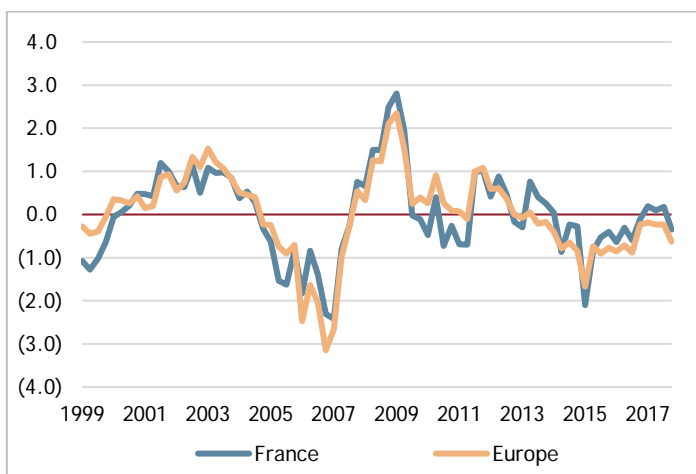
- L'attractivité des cours de l'immobilier français actuelle est liée à un spread entre les obligations et l'immobilier inférieur à la moyenne. Une certaine convergence de ces niveaux d'attractivité est la conséquence de la normalisation des rendements obligataires.
- Ce spread, au vu des standards historiques, est toutefois élevé depuis 5 ans. Les cours de l'immobilier sont donc depuis longtemps relativement bas par rapport à ceux des obligations.
- À titre de comparaison, l'Europe a connu une évolution similaire, bien que les cours de l'immobilier semblent plus avantageux en Europe qu'en France au vu de ce critère.



Sources : Oxford Economics, CBRE et AEW Research 2018

LE SCORE Z DES DÉCOTES DES FONCIÈRES COTÉES SOULIGNE L'INTERET DE L'INVESTISSEMENT DIRECT

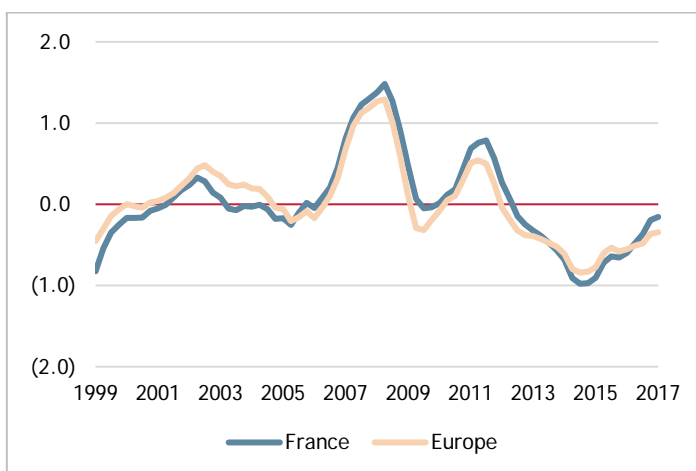
- Le marché coté des foncières indique des prix de l'immobilier direct à une légère décote et donc attractifs. Des cours de l'immobilier avec décote ou quasi-décote ont été observés ces quatre dernières années.
- Une décote encore plus élevée qu'en France est observée pour l'agrégat européen. Cette tendance est confirmée par la ligne située sous l'axe des 0, qui indique que les foncières cotées sont négociées à prime (les offres immobilières directes à décote), tandis que la ligne située au-dessus de l'axe indique que les foncières cotées sont négociées à décote (les biens immobiliers à prime).



Sources : Recherche EPRA, Oxford Economics & AEW Research 2018

LE RELATIVE VALUE INDEX (RVI) FRANCAIS INDIQUE UNE DECOTE EN FAVEUR DE L'INVESTISSEMENT DIRECT IMMOBILIER

- Les cours de l'immobilier français, lorsque nous rapprochons les trois mesures pour le calcul de notre indice RVI, apparaissent comme relativement attractifs. Le niveau d'attractivité baisse mais demeure positif. Il est intéressant de noter que les cours de l'immobilier, avant la CFM, étaient relativement hauts, et qu'ils ont baissé depuis.
- Des cours immobiliers avantageux prévalent, en France, depuis 2012, la période 2014-2015 présentant la meilleure valeur relative (notez que nous utilisons une moyenne mobile à 12 mois pour atténuer la variation trimestrielle).

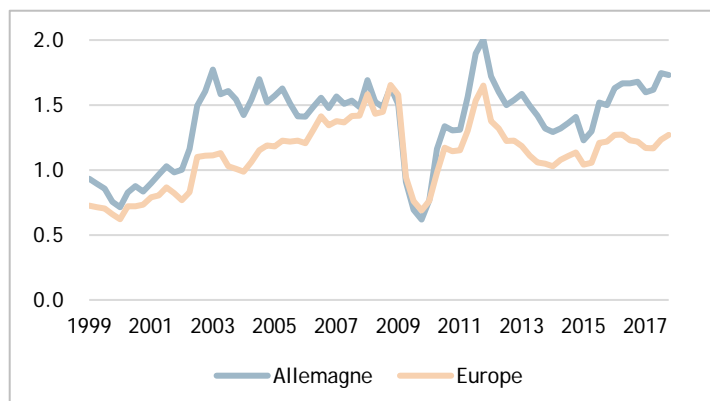


Sources : CBRE, Oxford Economics, EPRA, Natixis & AEW Research 2018

DEUXIÈME PARTIE : ALLEMAGNE

MULTIPLE NOI EN ALLEMAGNE SUR LE RATIO P/E DU DAX30

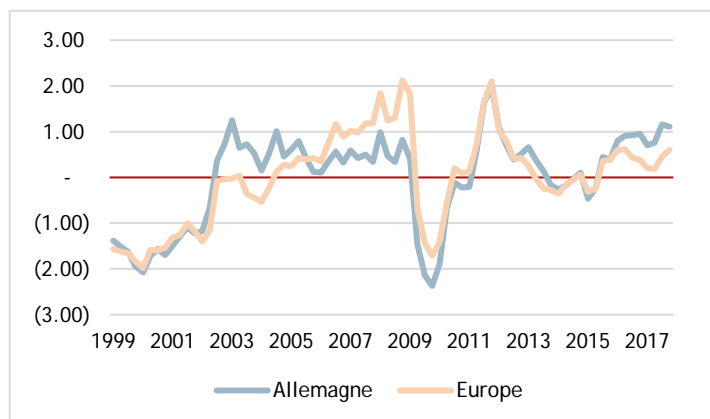
- Le multiple du bénéfice des entreprises du DAX30, actuellement de 16,5, indique que les investisseurs sont prêts à payer 16,5 fois le montant des bénéfices. Il s'agit du multiple des bénéfices le plus faible pour l'Europe. Ce multiple, pour l'immobilier, est actuellement de 28,6, soit le plus élevé des cinq pays européens concernés.
- L'Allemagne connaît un ratio NOI-P/E plus élevé que l'Europe core depuis 2010. Cette différence est actuellement proche du maximum atteint depuis 2010, un signe de divergence des valorisations des biens immobiliers et des actions entre l'Allemagne et l'Europe core.



Sources: Natixis, CBRE, Oxford Economics & AEW Research 2018

LE SCORE Z DU MULTIPLE NOI SUR LE RATIO P/E DU DAX30 INDIQUE L'IMMOBILIER S'ACHETE AVEC UNE PRIME

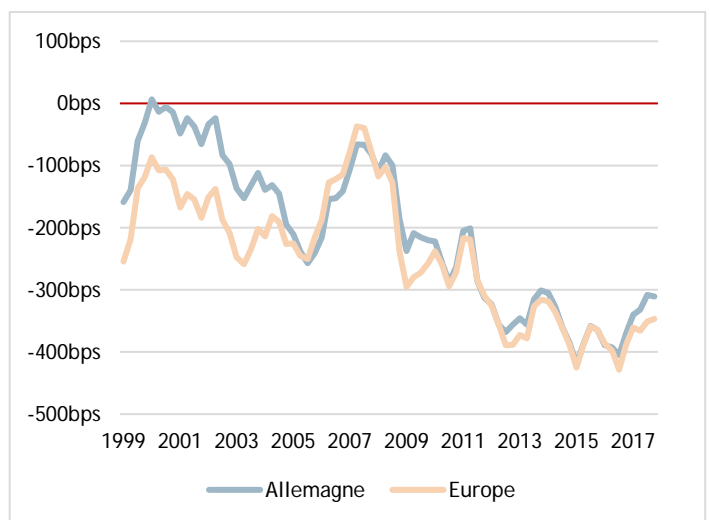
- Il apparaît, selon la méthode du score Z, que nous utilisons pour déterminer le cours relatif par rapport au ratio entre le multiple NOI et le P/E, que le cours de l'immobilier est actuellement moins attractif en Allemagne.
- Globalement, les cours de l'immobilier ont progressé au cours des 12 derniers mois en Allemagne.
- Il semble qu'ils n'aient été faibles que durant la CFM et lors de brèves périodes en 2014 et en 2015.



Sources: Natixis, CBRE, Oxford Economics & AEW Research 2018

LE SPREAD DES TAUX DE RENDEMENT IMMOBILIER MONTRE UNE LEGERE REPRISE DES OBLIGATIONS D'ETAT

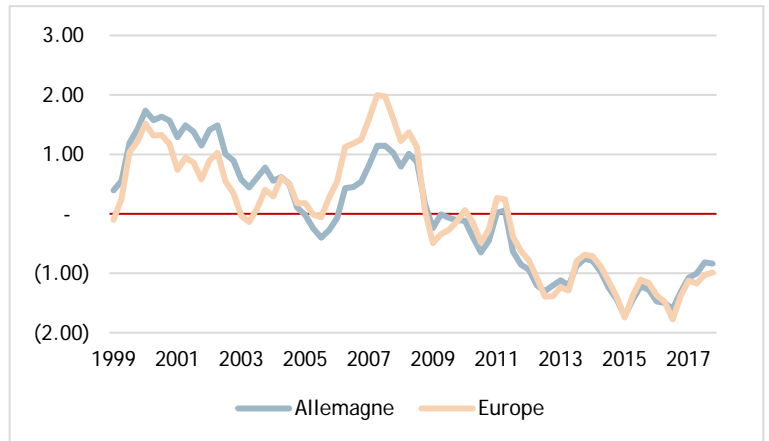
- Les rendements des obligations d'État ont progressé au cours de la dernière année, sur fond de normalisation des rendements, tandis que les rendements de l'immobilier ont atteint des niveaux historiquement bas.
- Le spread entre les obligations d'État et l'immobilier, en conséquence, s'est resserré à une valeur à peine supérieure à 300 pb, après un pic, en 2016, à plus de 400 pb.
- Il est actuellement d'environ 40 pb plus large (à 350 pb) en Europe. Le spread en Allemagne est historiquement plus réduit que celui de l'Europe.



Sources : Oxford Economics, CBRE et AEW Research 2018

LE SCORE Z DU SPREAD DE RENDEMENT INDIQUE UNE PREFERENCE POUR L'IMMOBILIER

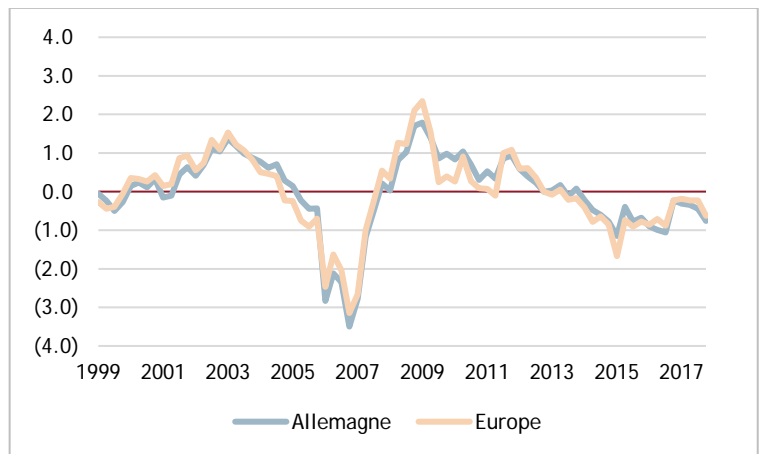
- L'attractivité des cours de l'immobilier en Allemagne actuellement est liée à un spread entre les obligations et l'immobilier supérieur à la moyenne. Une certaine convergence de ces niveaux d'attractivité est la conséquence de la normalisation des rendements obligataires mentionnée plus haut.
- Ce spread, au vu des standards historiques, est toutefois élevé depuis 5 ans. Ainsi, des cours de l'immobilier relativement bas ont toujours prévalu sur une période prolongée.
- À titre de comparaison, l'Europe a connu une évolution similaire bien que les cours de l'immobilier apparaissent cependant légèrement plus avantageux en Europe.



Sources : Oxford Economics, CBRE et AEW Research 2018

LE SCORE Z DES DÉCOTES DES FONCIÈRES COTÉES SOULIGNE L'INTERET DE L'INVESTISSEMENT DIRECT EN IMMOBILIER

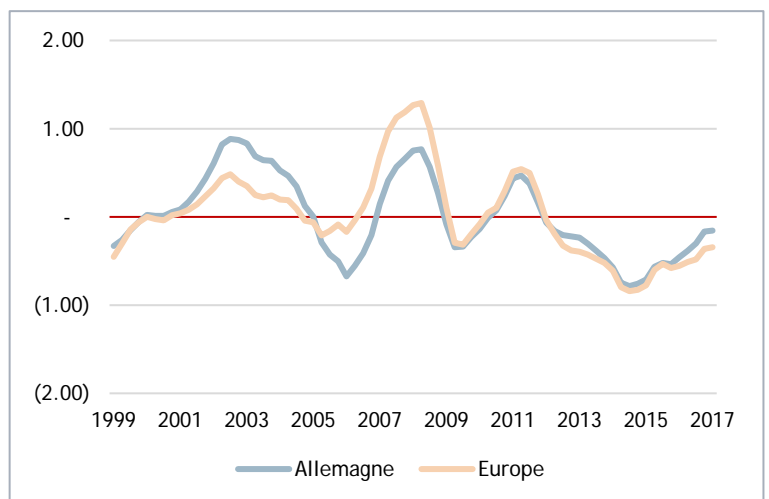
- Les valeurs sont négociées avec une légère prime sur le marché des foncières cotées allemandes, les cours de l'immobilier étant relativement avantageux (une note sous l'axe des 0 un cours de l'immobilier attractif). Cette décote immobilière se trouve dans une tendance baissière au regard de son historique.
- L'agrégat européen fait apparaître une tendance similaire, sur la période, les cours de l'immobilier, élevés après la CFM, devenant attractifs vers 2013.



Sources : Recherche EPRA, Oxford Economics et AEW Research 2018

LE RELATIVE VALUE INDEX (RVI) ALLEMAND INDIQUE UNE DECOTE EN FAVEUR DE L'INVESTISSEMENT DIRECT IMMOBILIER

- Une fois encore, les cours de l'immobilier, lorsque nous rapprochons les trois mesures pour le calcul de notre indice RVI, apparaissent comme relativement attractifs en Allemagne. Toutefois, le niveau d'attractivité connaît une légère baisse mais demeure positif. Il est intéressant de noter que l'immobilier est attractif depuis 5 ans.
- Les cours des marchés européens sont toutefois légèrement plus attractifs que ceux de l'Allemagne. Une tendance similaire peut être constatée sur les deux marchés, une légère divergence s'étant produite au cours des 24 derniers mois (notez que nous nous basons sur une moyenne mobile de 12 mois pour atténuer la variation trimestrielle).

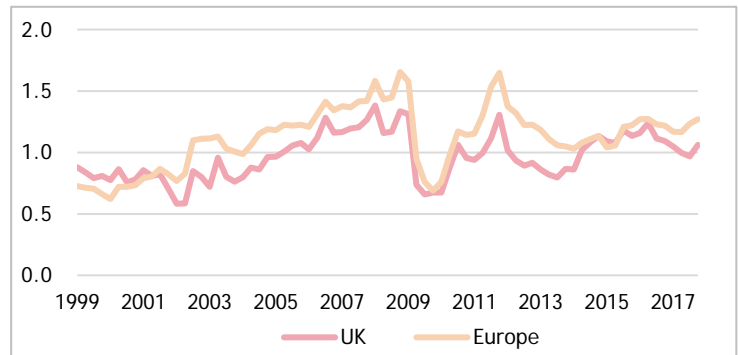


Sources: CBRE, Oxford Economics, EPRA, Natixis & AEW Research 2018

TROISIÈME PARTIE : ROYAUME-UNI

MULTIPLE NOI EN ALLEMAGNE SUR LE RATIO P/E FTSE250

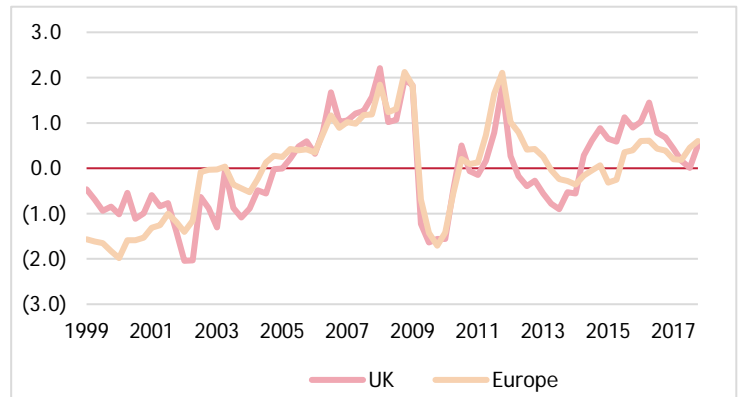
- Le multiple du bénéfice des entreprises du FTSE250, actuellement de 20,4 indique que les investisseurs sont prêts à payer 20,4 fois le montant des bénéfices. Ce multiple, pour l'immobilier, est actuellement de 21,6, soit le plus bas de nos cinq pays européens de référence.
- Le Royaume-Uni connaît un ratio multiple NOI-P/E plus bas que l'Europe core depuis 2010. Cette évolution est essentiellement imputable à la stabilisation des rendements immobiliers observés après le référendum du Brexit.



Sources: Natixis, CBRE, Oxford Economics & AEW Research 2018

LE SCORE Z DU MULTIPLE NOI SUR LE RATIO P/E DU FTSE250 INDIQUE QUE L'IMMOBILIER S'ACHÈTE AVEC UNE PRIME

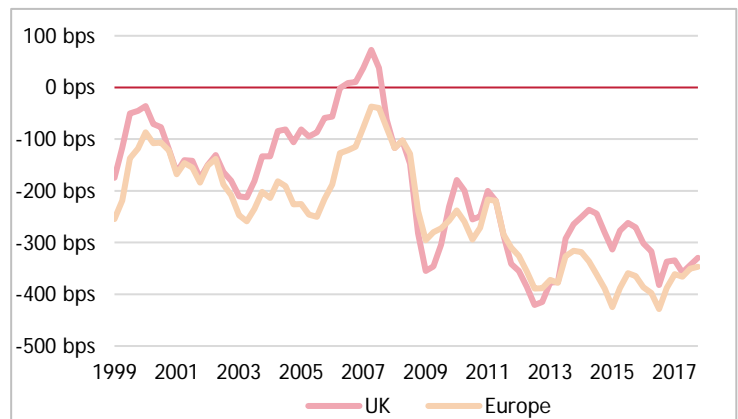
- Des cours relativement élevés prévalent, sur le marché britannique (au regard du multiple NOI par rapport au ratio P/E), par rapport à la tendance historique des actions.
- Le Royaume-Uni a toutefois connu, par rapport à l'Europe, une période où les cours étaient relativement élevés, avant le référendum du Brexit, tandis que les cours de l'immobilier étaient plus avantageux qu'en Europe.
- Les cours de l'immobilier ont baissé, par conséquent, depuis juin 2016, par rapport aux actions (ceux du FTSE250 ont augmenté suite au référendum du Brexit, tandis que les rendements immobiliers se sont stabilisés).



Sources: Natixis, CBRE, Oxford Economics & AEW Research 2018

LE SPREAD DES TAUX DE RENDEMENT IMMOBILIER MONTRE UNE LÈGÈRE REPRISE DES OBLIGATIONS D'ÉTAT

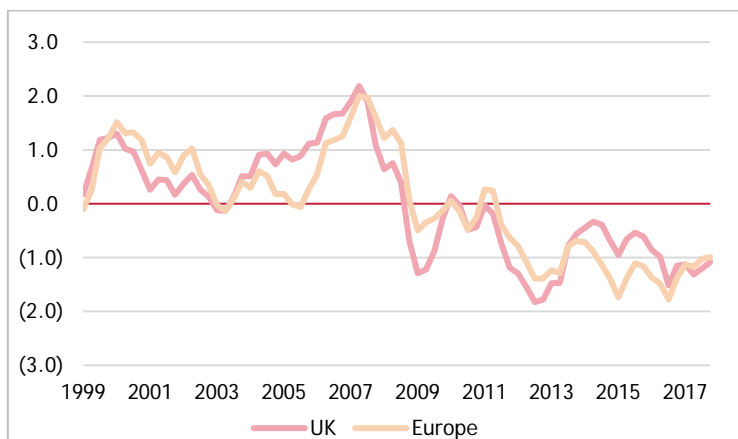
- Les taux d'intérêt ont progressé, l'année dernière, pour la première fois depuis une décennie. Il s'est ensuivi une légère augmentation des rendements des obligations d'État, qui a provoqué un resserrement du spread entre les rendements obligataires et les rendements immobiliers.
- Le spread entre les obligations d'État et l'immobilier, en conséquence, se situe actuellement à près de 330 pb, après un pic, en 2016, à un peu moins de 400 pb.
- Il est actuellement d'environ 20 pb plus large (à 350 pb) en Europe. Le spread au Royaume-Uni est historiquement plus réduit que celui de l'Europe.



Sources : Oxford Economics, CBRE et AEW Research 2018

LE SCORE Z DU SPREAD DE RENDEMENT INDIQUE UNE PREFERENCE POUR L'IMMOBILIER

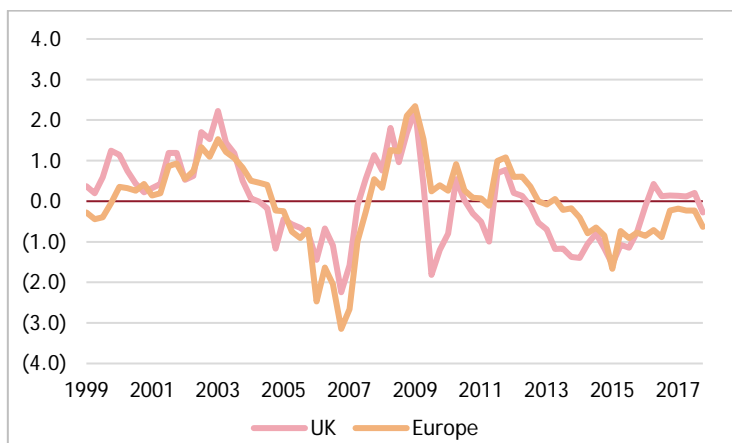
- Des cours avantageux prévalent, au Royaume-Uni, du fait d'un spread entre les obligations et l'immobilier supérieur à sa moyenne historique. Une certaine convergence de ces niveaux d'attractivité s'est produite suite à l'augmentation des rendements obligataires et à la stabilisation des rendements immobiliers.
- Ce spread, au vu des standards historiques, est toutefois élevé depuis 5 ans. Ainsi, des cours de l'immobilier relativement bas ont donc toujours prévalu sur une période prolongée.
- À titre de comparaison, l'Europe a connu une évolution similaire bien que les cours de l'immobilier apparaissent cependant, en ce moment, légèrement moins avantageux en Europe.



Sources : Oxford Economics, CBRE et AEW Research 2018

LE SCORE Z DES DÉCOTES DES FONCIÈRES COTÉES SOULIGNE L'INTERET DE L'INVESTISSEMENT DIRECT EN IMMOBILIER

- Le marché des foncières cotées britanniques est le seul marché européen *core* où les cours sont négociés à une décote de 12 % par rapport à la VL. Les cours de l'immobilier direct, de ce point de vue, sont actuellement moins attractifs que ceux des foncières cotées.
- Si, toutefois, nous comparons la décote/la prime à sa moyenne à long terme (méthode du score Z), nous constatons que des cours de l'immobilier direct britannique à faible décote sont de mise.
- L'agrégat européen laisse apparaître une tendance assez différente, pour les trois dernières années, des cours légèrement plus avantageux prévalant pour l'immobilier direct.



Sources : Recherche EPRA, Oxford Economics et AEW Research 2018

LE RELATIVE VALUE INDEX (RVI) ANGLAIS INDIQUE UNE DECOTE EN FAVEUR DE L'INVESTISSEMENT DIRECT IMMOBILIER

- Les cours de l'immobilier au Royaume-Uni, si nous rapprochons les trois mesures pour le calcul de notre indice RVI, apparaissent comme relativement attractifs. Une évolution différente de celle de l'Europe est à l'œuvre : contrairement à la baisse qui y est observée, en effet, les cours apparaissent, au Royaume-Uni, plus avantageux qu'en 2016.
- Des cours relativement avantageux ont prévalu, au Royaume-Uni, à certaines périodes de 2015 et de 2016. L'immobilier est devenu plus attractif, par la suite, sur fond de stabilisation des rendements immobiliers.
- La tendance, depuis la CFM, est à des cours de l'immobilier direct britannique attractifs.

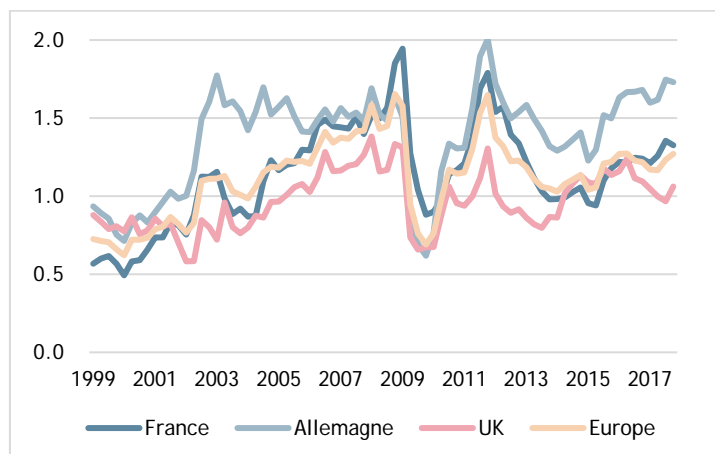


Sources : CBRE, Oxford Economics, EPRA, Natixis & AEW Research 2018

QUATRIÈME PARTIE : EUROPE

MULTIPLE NOI EN EUROPE SUR LE RATIO P/E

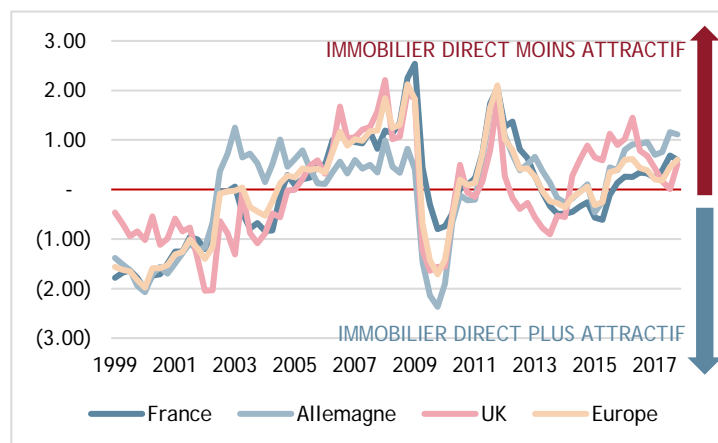
- Le multiple du bénéfice des entreprises européennes, actuellement de 18,7, indique que les investisseurs sont prêts à payer 18,7 fois le montant des bénéfices. Ce multiple, pour l'immobilier, est actuellement supérieur à 23,8.
- Le ratio du multiple NOI par rapport au multiple des bénéfices, en Europe, se situe actuellement à 1,27, un niveau légèrement supérieur à sa moyenne à long terme de 1,12. Ainsi, le multiple du NOI, sur la période 1999-2017, s'est révélé supérieur au multiple des bénéfices.
- Dans ce ratio européen, les amplitudes sont tirées par les marchés allemand et britannique respectivement en haut et en bas de la fourchette.



Sources : CBRE, Natixis & AEW Research 2018

LE SCORE Z DU MULTIPLE NOI SUR LE RATIO P/E INDIQUE QUE L'IMMOBILIER S'ACHÈTE AVEC UNE PRIME

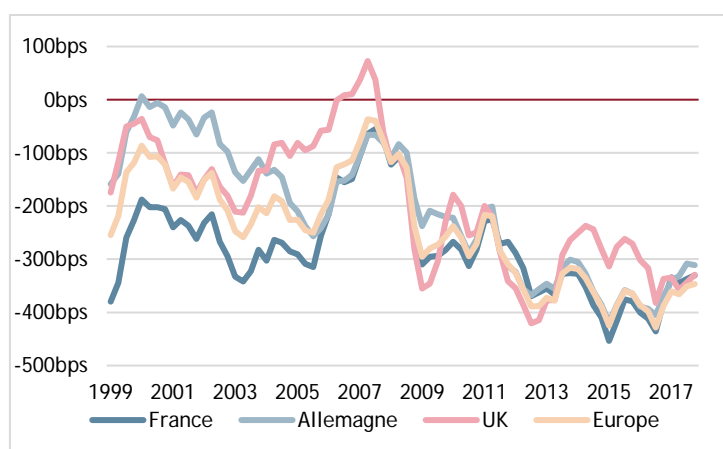
- L'ensemble des marchés de l'immobilier apparaissent chers, par rapport à leur marché des actions respectif. Sur cette matrice, toutefois, les cours de l'immobilier allemand semblent les plus élevés.
- Notez que seuls les scores de ratio sous la ligne indiquent que l'immobilier est négocié à des cours avantageux par rapport aux multiples boursiers, si on les compare aux moyennes historiques.
- Une tendance haussière du score Z est à l'œuvre, indiquant que l'immobilier a été négocié à des prix moins attractifs, au cours des 12 derniers mois, par rapport aux actions.



Sources : CBRE, Oxford Economics et AEW Research 2018

LE SPREAD DES TAUX DE RENDEMENT IMMOBILIER MONTRE UNE LÈGÈRE REPRISE DES OBLIGATIONS D'ÉTAT

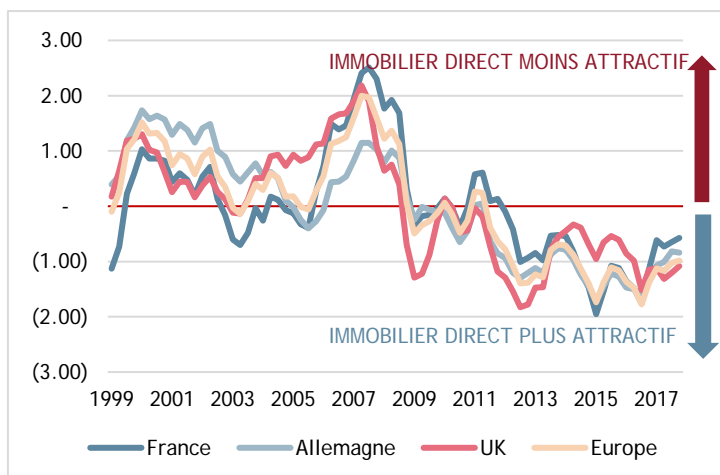
- Les rendements obligataires européens ont baissé suite à la CFM (des cours négatifs ont même prévalu, pendant une courte période, pour les rendements obligataires allemands).
- Les rendements obligataires, dans un contexte d'augmentation des taux d'intérêt et de revue à la baisse, par la BCE, de son programme d'achat au titre de l'assouplissement quantitatif, connaissent une tendance à la hausse. Cela apparaît dans le resserrement du spread de rendement, d'environ 400 points de base fin 2016 à environ 300/325 points de base actuellement.
- Bien que les obligations allemandes se négocient à des cours nettement inférieurs à ceux des autres pays, le spread des autres pays est actuellement supérieur à celui de l'Allemagne.



Sources : Recherche EPRA, Oxford Economics et AEW Research 2018

LE SCORE Z DU SPREAD DE RENDEMENT INDIQUE UNE PREFERENCE POUR L'IMMOBILIER

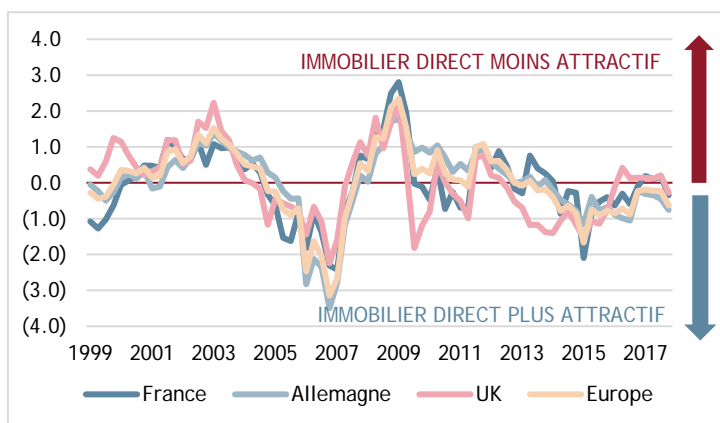
- L'ensemble des marchés immobiliers, par rapport à leurs marchés des obligations d'État respectifs, apparaissent comme relativement attractifs. Les cours les plus avantageux, en l'espèce, sont ceux du marché britannique.
- Notez, là encore, que seuls les scores de ratio sous la ligne signifient que l'immobilier est négocié à des cours avantageux par rapport aux rendements des obligations d'État, si on les compare aux moyennes historiques.
- L'immobilier apparaît comme attractif, sur l'ensemble des marchés, depuis 2012, qui se caractérisent par une tendance à la hausse induite par la convergence obligations-spread.



Sources : Oxford Economics, CBRE et AEW Research 2018

LE SCORE Z DES DÉCOTES DES FONCIÈRES COTÉES SOULIGNE L'INTERET DE L'INVESTISSEMENT DIRECT

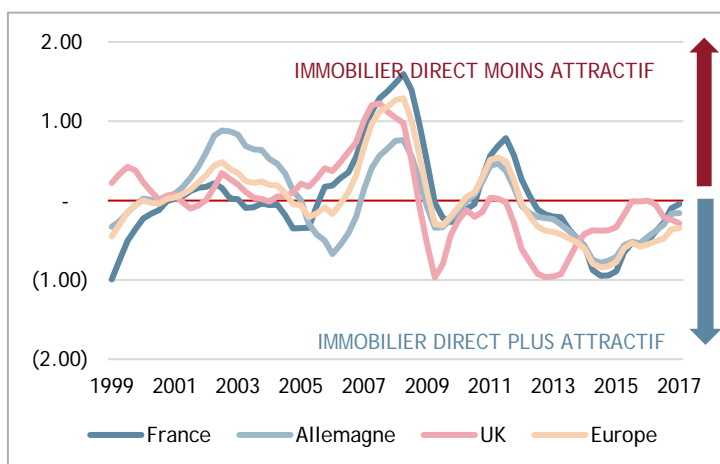
- Au regard des décotes des foncières cotées par rapport aux VL, les trois marchés de l'immobilier direct sont réputés attractifs.
- L'immobilier direct allemand apparaît toutefois, sur la base de cette comparaison, comme le plus avantageux.
- Nous insistons, comme plus haut, sur le fait que seuls les scores de ratio sous la ligne signifient que l'immobilier est négocié à des cours avantageux par rapport aux foncières cotées, si on les compare aux moyennes historiques.



Sources : Recherche EPRA, Oxford Economics et AEW Research 2018

LE RELATIVE VALUE INDEX (RVI) EUROPEEN INDIQUE UNE DECOTE EN FAVEUR DE L'INVESTISSEMENT DIRECT IMMOBILIER

- Pour finir, les cours de l'immobilier en Europe, si nous rapprochons les trois mesures pour le calcul de notre indice RVI en Europe, apparaissent comme relativement attractives.
- Une tendance différente de celle des marchés français et allemand est de mise au Royaume-Uni. Quand la tendance européenne s'estompe, en effet, les cours apparaissent, au Royaume-Uni, plus avantageux qu'en 2016.
- La tendance, en Europe, depuis 2012, est à des cours de l'immobilier attractifs.

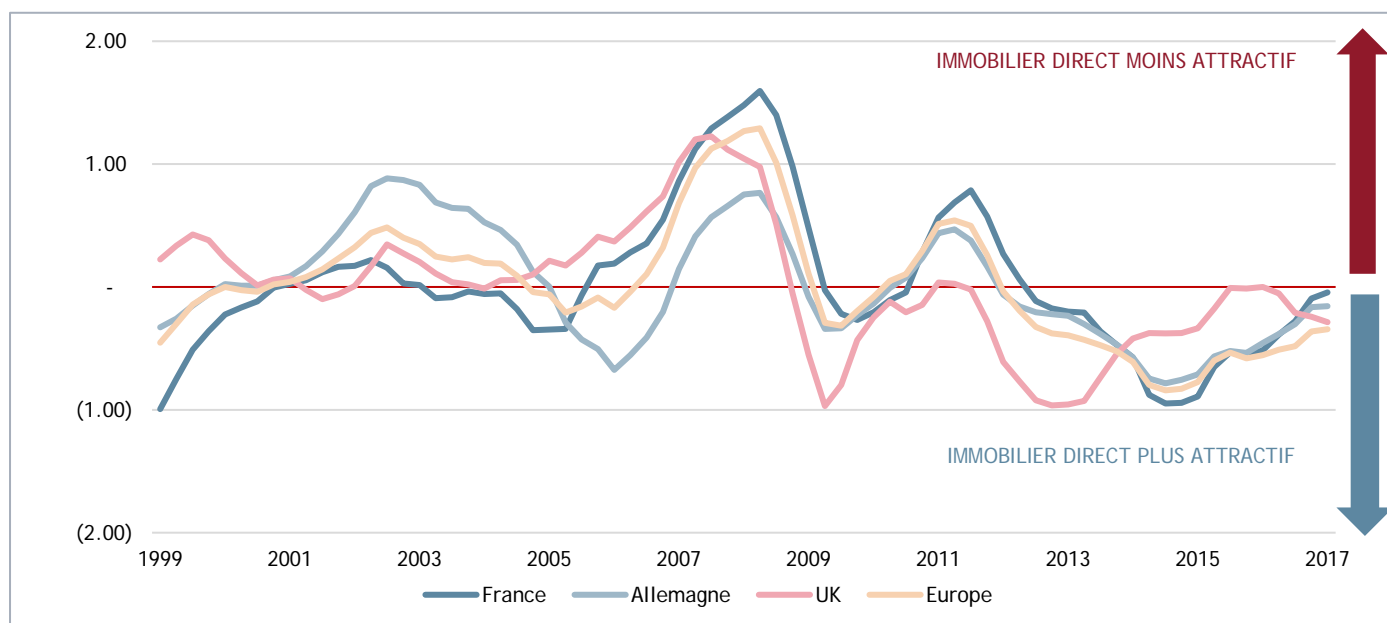


Sources: CBRE, Oxford Economics, EPRA, Natixis & AEW Research 2018

CINQUIÈME PARTIE : Conclusion

Nous nous sommes efforcés, au moyen de notre Indice de valeur relative (RVI), de répondre à la question suivante : *des placements intéressants sont-ils encore possibles sur le marché immobilier européen ?* Nous pouvons affirmer, au vu de notre RVI, qu'en relatif l'immobilier semble valorisé de manière plutôt attractive et ce, sur l'ensemble des marchés, si on le compare aux valorisations qui prévalent sur les marchés actions, les marchés des obligations d'État et des foncières cotées.

INDICE DE VALEUR RELATIVE - EUROPE CORE CONTRE PRINCIPAUX PAYS



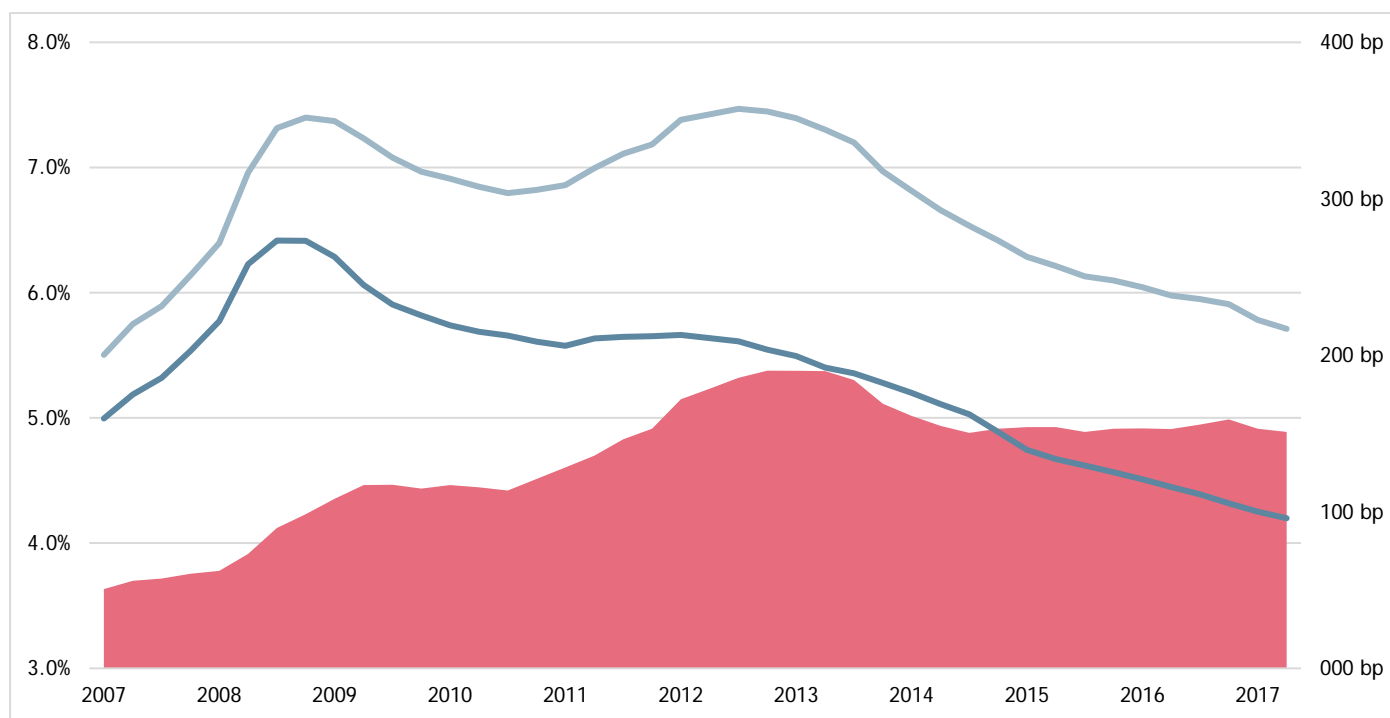
Sources: CBRE, Oxford Economics, EPRA, Natixis & AEW Research 2018

- Tout d'abord, comme le montre le graphique ci-dessus, une valeur attractive relative prévaut sur l'ensemble des marchés, malgré certaines différences : le marché britannique, en effet, après l'ajustement dont il a récemment fait l'objet, est devenu légèrement plus attractif que les marchés français et allemands. La Belgique et les Pays-Bas (les deux pays européens pris en compte dans notre panier de référence) offrent également une valorisation plus attractive que la moyenne européenne.
- Les fondamentaux des marchés, selon nous, à l'avenir, devraient demeurer positifs. Le risque d'une surproduction d'offre neuve est significativement parait plus limité que lors du cycle précédent : activité de promotion modérée très en retrait par rapport aux niveaux significatifs enregistrés en 2007.
- Nous constatons également un taux d'endettement en investissement immobilier (un ratio prêt-valeur) très inférieur à son pic précédent, avec un ratio moyen de 50 %. À titre de comparaison, le ratio prêt-valeur moyen, en 2007, dépassait les 70 %.
- Nous vous proposons un récapitulatif de notre RVI par marché, dans lequel nous précisons si un marché présente une valorisation relative raisonnable ou non et si la tendance récente est à la hausse (attractivité croissante) ou à la baisse (attractivité déclinante).

	<u>Actions</u>		<u>Obligations</u>		<u>Foncières cotées</u>		<u>RVI Global</u>	
	Valeur	Tendance	Valeur	Tendance	Valeur	Tendance	Valeur	Tendance
France	Élevée	→	Juste	↘	Juste	↗	Juste	↘
Allemagne	Élevée	→	Juste	↘	Juste	↗	Juste	↘
Royaume-Uni	Élevée	↘	Juste	↘	Juste	↗	Juste	↗
Europe core	Élevée	↘	Juste	↘	Juste	↗	Juste	↘

Si l'immobilier *core* présente une valorisation relative raisonnable, l'immobilier secondaire qui offre une prime additionnelle de 150 pb (comme le montre le graphique ci-dessous), demeure plus attractif. Les investisseurs peuvent par conséquent être tentés, à moyen terme, d'orienter leurs investissements vers un éventail plus large de marchés européens (ainsi que nous l'évoquons dans notre European Property Market Outlook ²), et de se concentrer sur les rendements locatifs, les rendements en capital offrant des perspectives de croissance plus limitée.

RENDEMENTS IMMOBILIERS PRIMES CONTRE SECONDAIRES



Sources : CBRE & AEW Research 2018

² AEW European Property Market Outlook - 2018: <http://hub.im.natixis.com/en/articles/AEW-12-17.shtml>

À PROPOS D'AEW

AEW est l'un des leaders mondiaux du conseil en investissement et de la gestion d'actifs immobiliers avec 58,6 Mds€ d'actifs sous gestion au 31 décembre 2017. AEW compte plus de 660 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 2017, AEW gère en Europe 28,4 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 19,4 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



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



Dennis Schoenmaker PhD
ASSOCIATE
Tel +44 (0)20 70 16 48 60
Dennis.schoenmaker@eu.aew.com



Guillaume Oliveira MSc
ANALYST
Tel +33 (0)1 78 40 92 60
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

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 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.