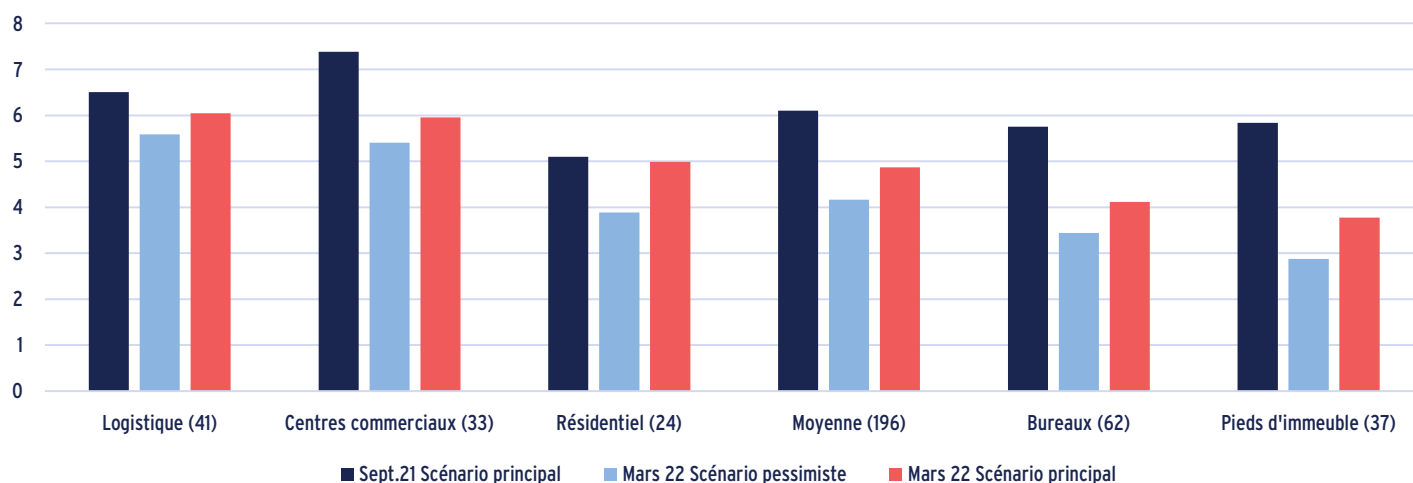


## REPRICING ET RÉOUVERTURES EXPLIQUENT LA SURPERFORMANCE DES CENTRES COMMERCIAUX

- Malgré une inflation record, les ventes de détails corrigées de l'inflation devraient croître de 1,2 % par an à horizon 2026 en zone euro, revenant ainsi à leur tendance post-crise financière. Cela reflète la faible confiance des ménages et un taux de chômage en baisse.
- Avec les restrictions sanitaires, le e-commerce s'est développé et représente désormais une part importante dans le total des ventes. Néanmoins, cette part est en baisse en 2022 pour les pays où le e-commerce est le plus implanté, même si elle devrait continuer d'augmenter dès 2023 à hauteur de 1% par an.
- Les ventes en magasins ont quant à elles déjà rebondi en 2021 en Europe continentale et devraient se stabiliser à 3 % au-dessus de leur niveau pré-Covid d'ici 2026. Au Royaume-Uni, les ventes physiques devraient rester en dessous de leur niveau pré-crise (-5 %).
- La croissance des ventes physiques dépendra du retour des consommateurs dans les magasins. À la fin des restrictions sanitaires en 2021, la fréquentation des commerces avait déjà dépassé son niveau pré-Covid (+20 % par rapport à mars 2020).
- Un autre signal positif : 82 % des loyers commerciaux sont désormais collectés, en forte hausse par rapport au taux de collecte de 45 % observé pendant la crise sanitaire par rapport au niveau de 2019. Bien que le commerce ait été le secteur le plus touché par la crise, le taux de recouvrement des loyers en commerce est maintenant supérieur à la moyenne toutes typologies confondues.
- Dans un environnement économique incertain, la croissance locative prime attendue pour les actifs de commerce devrait être proche de zéro pour les cinq prochaines années après une forte correction en 2020-2021 (-30 % au Royaume-Uni et -10 % en Europe continentale).
- L'attentisme des investisseurs a conduit à une baisse des investissements en immobilier commercial qui atteignent désormais un peu plus de la moitié de leur record de 2015 de 60 milliards d'euros. Les investissements futurs vont être pénalisés par des conditions de financement plus restrictives et des coûts d'emprunt plus élevés.
- Après un repricing significatif depuis 2017, les taux de rendement prime des centres commerciaux devraient se stabiliser autour de 5,5 % entre 2022 et 2026, et autour de 4,1 % pour les commerces de pied d'immeubles.
- Selon nos dernières prévisions, les rendements globaux prime attendus au cours des cinq prochaines années devraient atteindre 6,0 % pour les centres commerciaux et 3,8 % pour les commerces de pied d'immeubles. Si l'inflation persiste, les rendements attendus seraient plus faibles à 5,4 % pour les centres commerciaux et 2,9 % pour les commerces de pieds d'immeubles.
- Dans notre analyse des rendements ajustés du risque, le marché des centres commerciaux bénéficie d'un écart positif de +140 pdb entre rendements attendus et rendements exigés, bien au-dessus de celui des commerces de pieds d'immeuble (-30 pdb) et de la moyenne toutes typologies d'actifs confondues (+25 pdb).
- 60 % des marchés des centres commerciaux sont considérés comme attractifs, à l'instar de Stockholm, Berlin et des marchés régionaux britanniques, quand 40 % des marchés des commerces de pieds d'immeuble sont perçus comme moins attractifs, plus particulièrement dans les pays d'Europe centrale et orientale et d'Europe du sud, alors que Bruxelles et Berlin sont en tête du podium.

### Prévisions des rendements globaux attendus par secteur (2022-26, % pa)



Sources: AEW Recherche & Stratégie

## FONDAMENTAUX MACROÉCONOMIQUES

### UN RETOUR À LA TENDANCE DE LONG TERME POUR LES VENTES

- La croissance réelle des ventes au détail devrait être en deçà de la croissance du PIB pour les cinq prochaines années, comme ce fut le cas post crise financière (2011-2019).
- Après une forte baisse de 6,5 % en 2020, le taux de croissance du PIB de la zone euro devrait atteindre 2 % par an entre 2022 et 2026 alors que celui des ventes ne devrait pas dépasser les 1,2 % par an.
- À court terme, le niveau des ventes devrait être influencé par la hausse de l'inflation, par la baisse du revenu disponible des ménages et par les incertitudes géopolitiques entourant le conflit en Ukraine qui conduisent à une baisse de la confiance des consommateurs en Europe.
- C'est pour cette raison que nous montrons les taux de croissance réels du PIB et des ventes, c'est-à-dire corrigés de l'inflation.
- Par rapport à la crise financière, les ventes ont été plus résilientes suite à la pandémie grâce aux mesures prises pour soutenir l'emploi et le revenu des ménages.
- Le taux de chômage historiquement bas et l'épargne accumulée pendant la crise sanitaire permettent pour l'instant d'absorber la hausse des prix.

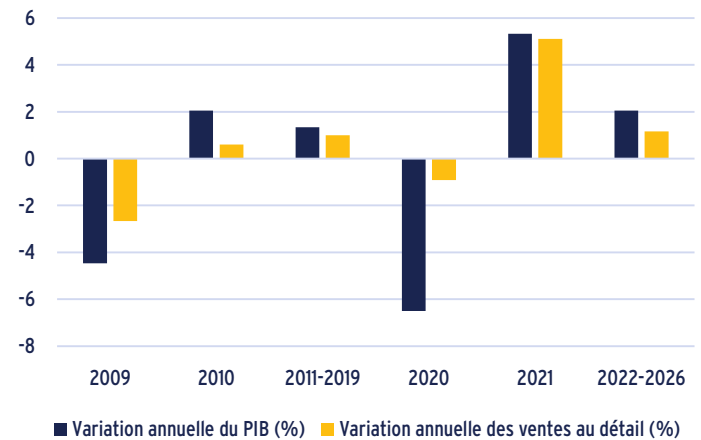
### APRÈS ÊTRE RESTÉE STABLE EN 2022, LA PART DU E-COMMERCE VA CONTINUER DE CROÎTRE

- En Europe, les restrictions sanitaires en 2020 et 2021 ont conduit à une forte augmentation des ventes en ligne dans le total des ventes à des niveaux historiquement élevés.
- En 2022, le Royaume-Uni et les Pays-Bas, où le e-commerce est le plus implanté, ont vu cette part diminuer.
- Cette baisse n'est pas attendue dans les pays où le taux de pénétration du e-commerce est plus faible, à l'instar de l'Allemagne, de la France, de l'Italie ou de l'Espagne.
- La part des ventes en ligne dans le total des ventes est toujours orientée à la hausse en Europe, et devrait passer de 15 % en moyenne en 2022 à 20 % en 2026.
- Malgré cette croissance continue, des interrogations demeurent sur le niveau plafond que peut atteindre la part des ventes en ligne et quand ce niveau va se stabiliser.
- La part des ventes en ligne peut en effet être influencée par la soutenabilité pour les enseignes des retours gratuits des commandes et par les changements de politiques de retours pratiquées par les vendeurs.

### LES VENTES PHYSIQUES DEVRAIENT SE STABILISER D'ICI 2026

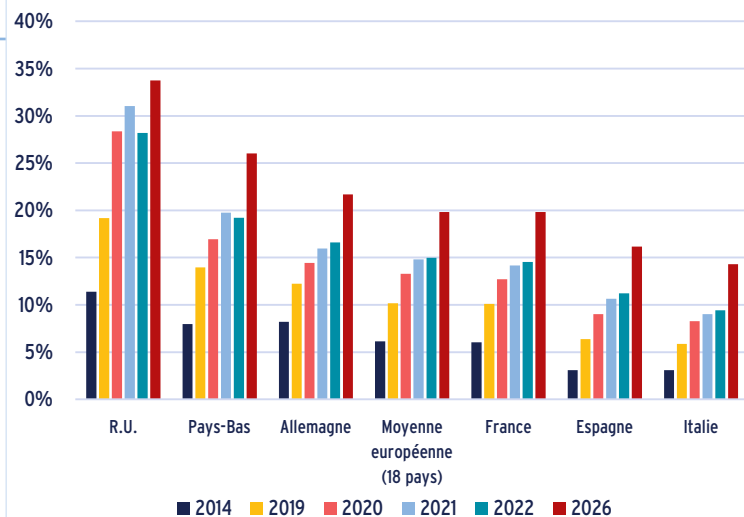
- Avec le rebond de 2021, les ventes annuelles totales devraient rester au-dessus de leur niveau pré-crise d'ici 2026 : +16 % au Royaume-Uni et +10 % en Europe continentale.
- Cette forte croissance est principalement due à la hausse des ventes en ligne. Pour autant, les ventes physiques restent relativement peu affectées, malgré la pandémie.
- Le volume des ventes en magasin au Royaume-Uni a chuté de 5 % en 2020 et 2021. D'ici 2026, les ventes devraient rebondir mais resteraient en-dessous de leur niveau pré-crise (- 5 % par rapport à 2019).
- En Europe continentale, les ventes physiques ont déjà rebondi en 2021, à hauteur de 3 % après une baisse de 4 % en 2020.
- Les ventes physiques en Europe continentale devraient aussi se stabiliser d'ici 2026, à un niveau plus élevé qu'au Royaume-Uni, à 3 % au-dessus de leur niveau de 2019.

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



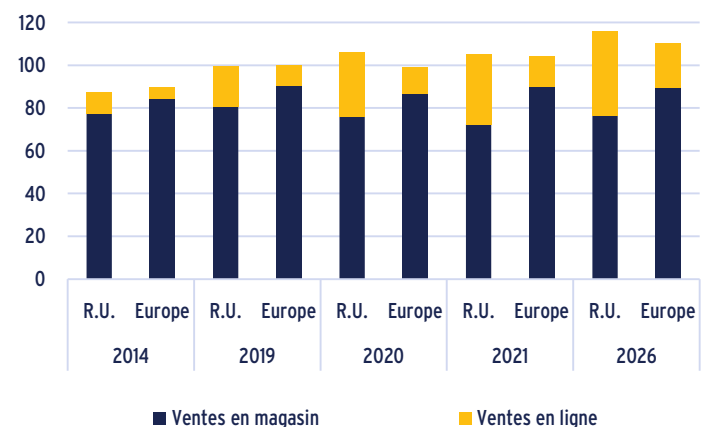
Sources: Oxford Economics, AEW Recherche & Stratégie

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



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

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



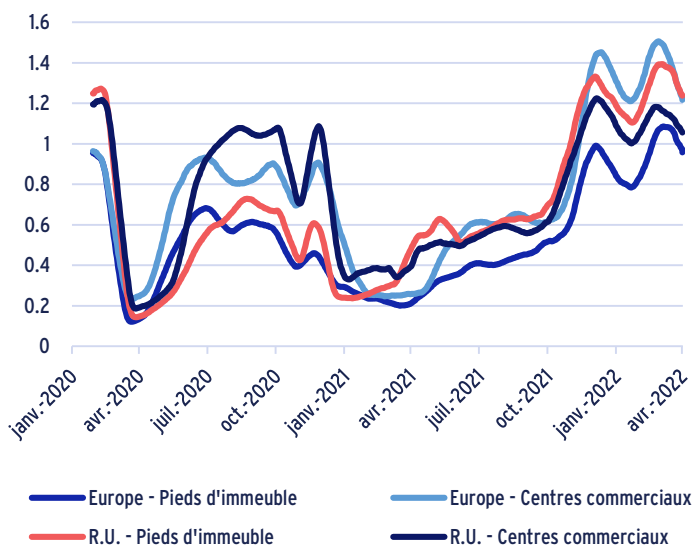
Sources: CBRE, OE, AEW Recherche & Stratégie

## MARCHÉ DES UTILISATEURS

### LA FREQUENTATION DES COMMERCES DÉPASSE SON NIVEAU PRÉ-COVID

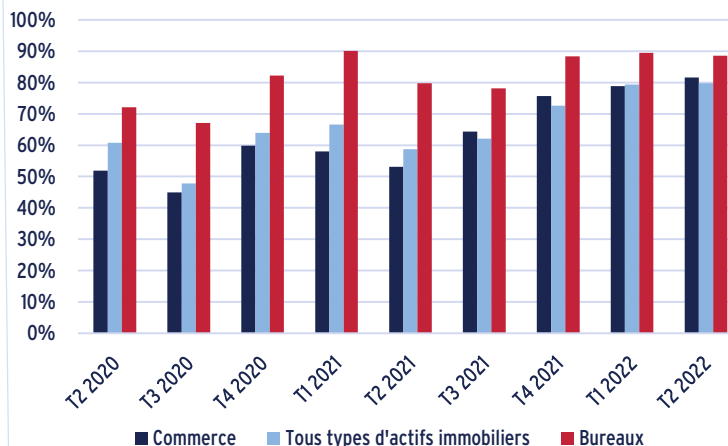
- La fréquentation des commerces a été fortement affectée par les restrictions sanitaires au Royaume-Uni et en Europe.
- Lors du premier confinement, la fréquentation a chuté de près de 20 % et de 25 % au printemps 2021 lorsque les confinements ont été réimposés.
- Sans confinement depuis, la fréquentation des commerces est au-dessus de son niveau pré-Covid depuis décembre 2021 et ce, sur tous les marchés.
- pour autant la comparaison entre UK et Europe révèle certaines disparités, de même entre les centres commerciaux et les commerces de pied d'immeuble.
- Sur les trois derniers mois, les centres commerciaux européens montrent le plus haut niveau de fréquentation alors que les commerces de pieds d'immeubles peinent à suivre la même tendance.
- La moindre fréquentation des touristes internationaux, notamment en provenance d'Asie, peut en être l'explication. Cependant, cela ne serait pas cohérent au vue du fort rattrapage des commerces de pied d'immeubles au Royaume-Uni.
- Incohérences à part, les niveaux de fréquentation suggèrent une reprise de l'activité encourageante pour les enseignes et les investisseurs.

Fréquentation des commerces en Europe (moyenne quotidienne glissante sur 1 mois)



Sources: CBRE Calibrate, AEW Recherche & Stratégie

Taux de recouvrement des loyers à la date d'échéance au Royaume-Uni, % du taux de recouvrement de 2019



Sources: Remit Consulting Ltd., AEW Recherche & Stratégie

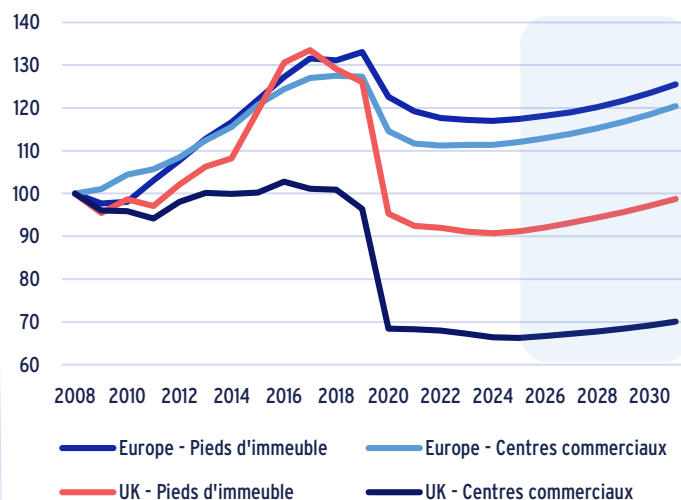
### LE RECOUVREMENT DES LOYERS S'AMÉLIORE AU ROYAUME-UNI

- Les chiffres du recouvrement des loyers au Royaume-Uni se sont nettement améliorés depuis le T3 2020.
- Le niveau de collecte pré-pandémie de 79 % (moyenne toutes typologies d'actifs) est utilisé comme référence pour présenter l'évolution du taux de collecte des loyers par typologie d'actifs.
- Le commerce a été le secteur le plus touché par la pandémie : seulement 45 % des loyers pré-pandémie ont été collectés à la date d'échéance au T3 2020.
- Une seconde baisse a également eu lieu au T2 2021 lorsque seulement 53 % des loyers dus ont été versés, ce qui coïncide avec le deuxième confinement.
- Ces niveaux se sont redressés plus rapidement que la moyenne de l'ensemble des secteurs sur trois des quatre derniers mois.
- Au T2 2022, les investisseurs ont perçu 82 % des loyers pré-pandémie. Le niveau moyen de recouvrement est de 80 % et celui des bureaux est de 89 %.

### LES LOYERS PRIMES DEVRAIENT SE STABILISER

- Déjà en déclin avant la crise sanitaire, les loyers prime en commerce ont été fortement revus à la baisse en 2020.
- Au Royaume-Uni, les loyers prime en centres commerciaux ont chuté de 29 % en 2020-2021 et devraient baisser d'un point de plus d'ici 2026.
- Les commerces de pied d'immeubles ont aussi vu leur loyer fortement corrigé à la baisse en 2020-2021 (-27 %). Ils devraient baisser d'un point de plus d'ici 2024 avant de retrouver une tendance haussière à horizon 2026.
- En Europe continentale, les loyers des centres commerciaux se sont montrés plus résilients et devraient atteindre un point bas en 2022, après une baisse de 11 % en 2020-2021.
- Les loyers en commerces de pied d'immeuble ont baissé de 10 % en 2020-2021 et devrait également baisser de 1,5 % en 2022. Ils devraient ensuite rester stables d'ici 2026.

Loyers prime par marché, indice (2008 = 100)



Sources: CBRE, AEW Recherche & Stratégie

## MARCHÉ DE L'INVESTISSEMENT

### LE ROYAUME-UNI FAIT EXCEPTION DANS UN CONTEXTE DE BAISSÉ DES VOLUMES INVESTIS EN 2021

- Malgré près de 30 milliards d'euros investis dans les commerces en Europe en 2021, la tendance est à la baisse depuis le record de plus de 60 milliards d'euros de transactions enregistré en 2015.
- En 2015, 13,5 milliards d'euros avaient été investis dans des centres commerciaux européens et 3,9 milliards d'euros au Royaume-Uni, tandis que 8,6 milliards d'euros avaient été investis dans des commerces de pied d'immeuble en Europe (3,3 milliards d'euros au Royaume-Uni).
- Bien qu'en baisse par rapport au record de 2015, les volumes investis en commerce en 2021 sont proches de ceux enregistrés entre 2008 et 2014, après la crise financière.
- La tendance générale à la baisse masque néanmoins un léger renversement de tendance en 2021 au Royaume-Uni, tant pour les commerces de pied d'immeuble que pour les centres commerciaux.
- Les volumes investis en pieds d'immeuble en Europe ont connu une forte augmentation en 2019, atteignant 12,5 milliards d'euros, mais ont depuis baissé à moins de 10 milliards d'euros.
- L'activité d'investissement sur ce marché pourrait souffrir des conditions de financement plus restrictives ainsi que de l'augmentation des marges de prêt.
- Les marges sur les prêts avec des sous-jacents en commerce ont en effet augmenté davantage que dans pour les autres typologies suite aux confinements, tandis que le niveau de LTV maximum a baissé.

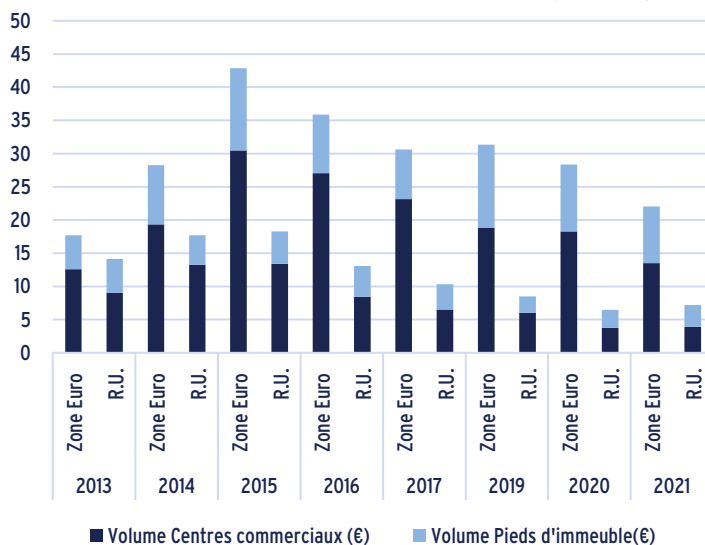
### SUITE A LEUR RE-PRICING, LES TAUX DE RENDEMENT PRIME EN COMMERCE DEVRAIENT SE STABILISER

- Depuis 2017, les taux de rendement prime des centres commerciaux et des commerces de pied d'immeubles ont augmenté de 120 pdb et de 70 pdb respectivement.
- Après ce repricing significatif, les taux de rendement prime devraient se stabiliser.
- Les taux de rendement prime des centres commerciaux se situent à 5,6 % en moyenne en Europe en 2021 et devraient légèrement baisser pour atteindre 5,5 % fin 2022 et rester stables en 2026.
- Les taux de rendement prime des commerces de pied d'immeuble ont atteint un point bas à 3,6 % en moyenne en Europe en 2017 et ont augmenté à 4,1 % en 2021 et devraient rester stables jusqu'en 2026.
- Ces prévisions de notre scénario principal sont fondées sur des hypothèses de taux souverains restant bas pour plus longtemps. Dans ce scénario, il est attendu que la BCE sera lente à relever ses taux.
- Cela devrait rester le cas tant que le conflit en Ukraine entravera la reprise économique post-pandémie.

### LES RENDEMENTS ATTENDUS DES CENTRES COMMERCIAUX SUPÉRIEURS À CEUX DES BOUTIQUES

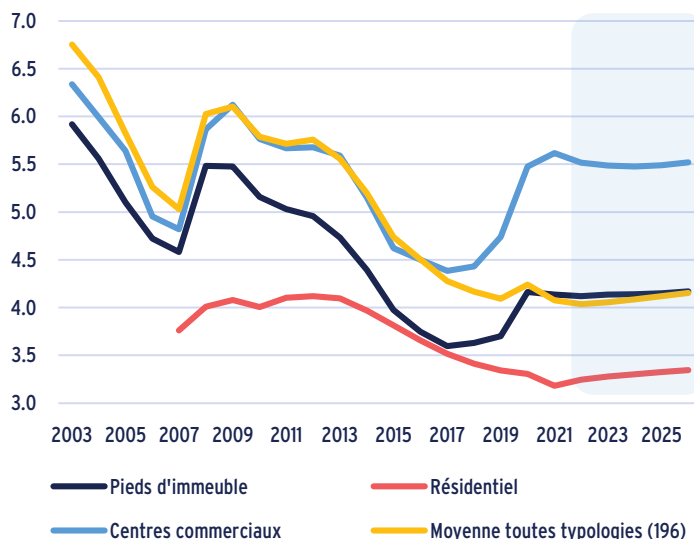
- En raison de l'impact du conflit en Ukraine, nos prévisions de rendement global ont été revues à la baisse dans tous les secteurs immobiliers par rapport à nos prévisions de septembre 2021.
- Toutes typologies confondues, le rendement global moyen attendu entre 2022 et 2026 est passé de 6,1 % à 4,9 % par an.
- Les secteurs des commerces sont historiquement plus sensibles aux conditions macroéconomiques et ont donc connu une révision à la baisse plus importante que les autres secteurs.
- Par conséquent, les rendements attendus des centres commerciaux et des commerces de pied d'immeuble ont été revus à la baisse, passant respectivement de 7,4 % à 6,0 % et de 5,8 % à 3,8 %.
- Comme la probabilité d'une augmentation plus rapide des taux d'intérêt s'est accrue, nous présentons également nos prévisions de rendements globaux de notre scénario pessimiste.
- Dans notre scénario pessimiste, les rendements attendus en centres commerciaux et en commerces de pied d'immeubles sont inférieurs à nos prévisions dans notre scénario principal à 5,4 % et 2,9 % par an respectivement entre 2022 et 2026.
- Quel que soit le scénario économique, les rendements attendus des centres commerciaux sont supérieurs à ceux des boutiques pour la période 2022-26.

Volume des investissements en commerce en milliards d'euros (2015-2021)



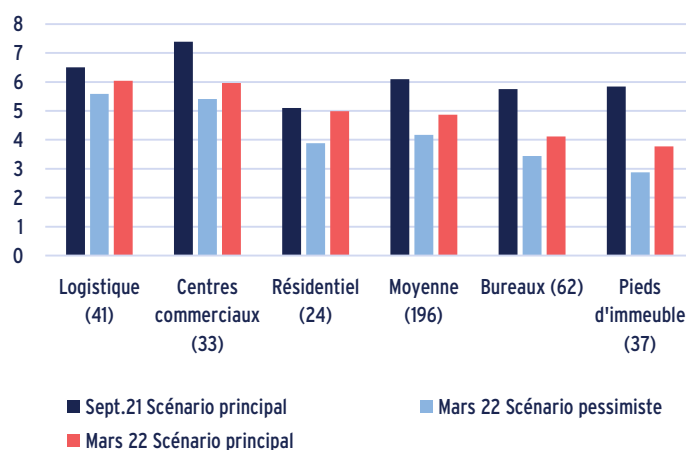
Sources: RCA, AEW Recherche & Stratégie

Taux de rendement prime par typologie d'actifs (%)



Sources: CBRE, AEW Recherche & Stratégie

Prévisions des rendements attendus par secteur (2022-26, % pa)



Source: AEW Recherche & Stratégie

## ANALYSE DES RENDEMENTS AJUSTÉS DU RISQUE LES CENTRES COMMERCIAUX OFFRENT UNE PRIME DE RISQUE DE 140 PDB

- Dans notre analyse des rendements ajustés du risque, nous comparons le rendement attendu au rendement exigé, qui inclut différentes primes de risque exigées par l'investisseur.
- Cette approche fait ressortir un écart de 140 pdb entre rendement attendu et rendement exigé en moyenne pour les 31 marchés des centres commerciaux couverts.
- Cet écart est bien supérieur à l'écart de 25 pdb entre rendement attendu et rendement exigé pour la moyenne des 168 marchés couverts dans notre analyse, toutes typologies confondues.
- Cela contraste avec l'écart négatif entre rendement attendu et rendement exigé en moyenne pour les 33 marchés des commerces de pied d'immeubles. Ces marchés sont en effet pénalisés par une nouvelle baisse attendue des loyers, ce qui limite le rendement attendu à 3,8 % contre un rendement exigé de 4,1 %.
- Dans notre analyse, les rendements sont modélisés sans effet de levier.

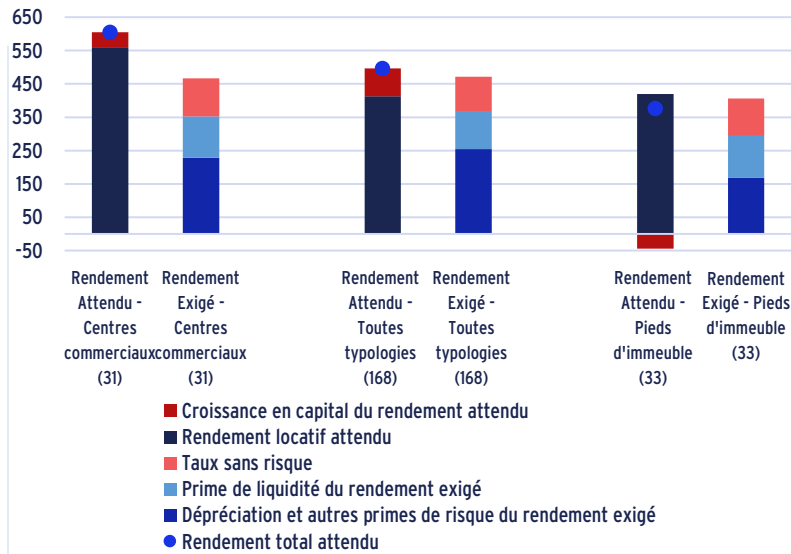
## SEULEMENT 40 % DES MARCHÉS DES BOUTIQUES SONT JUGÉS MOINS ATTRACTIFS

- Dans notre analyse des rendements ajustés du risque, les marchés affichant un rendement attendu supérieur au rendement exigé sont considérés comme attractifs, tandis que ceux ayant un rendement attendu inférieur au rendement exigé sont jugés moins attractifs.
- L'évolution des résultats de notre analyse depuis 2019 fait ressortir l'impact des confinements sur la classification des marchés des commerces. En effet, les résultats de septembre 2021 reflétaient une nette amélioration une fois les restrictions sanitaires levées et dans un contexte de fort rebond de la croissance économique post-Covid.
- Dans le contexte macroéconomique actuel et suite au déclenchement de la guerre en Ukraine, nos prévisions de croissance du PIB ont été revues à la baisse et le nombre de marchés en commerce jugés attractifs a de nouveau baissé en 2022.
- Malgré cette baisse, 60 % des marchés des centres commerciaux sont jugés attractifs, en raison de rendements locatifs élevés et de la croissance en capital attendue. Seulement 40 % des marchés des commerces de pied d'immeuble sont jugés moins attractifs, ce marché offrant donc toujours des opportunités aux investisseurs.

## GRANDE DISPERSION DES RENDEMENTS ATTENDUS DES CENTRES COMMERCIAUX

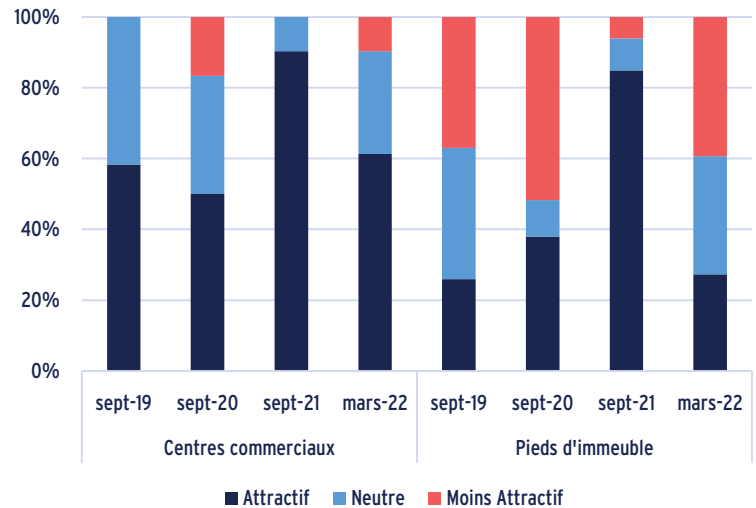
- Avant d'examiner les résultats détaillés par marché, l'analyse de dispersion des rendements globaux permet de faire ressortir quelques tendances.
- Le graphique ci-contre représente les rendements globaux prime maximum et minimum ainsi que les 25ème et 75ème centiles des rendements globaux attendus au cours de la période 2022-26 pour les marchés commerces et toutes typologies confondues.
- Il apparaît que la dispersion des rendements globaux attendus pour les marchés des centres commerciaux est plus importante que pour les marchés des commerces de pied d'immeuble.
- Les rendements globaux attendus pour les boutiques varient entre 0,0% et 8,9 %, tandis que ceux attendus pour les centres commerciaux varient entre 2,9 % et 14,9 %.
- Les rendements médians attendus pour les commerces de pieds d'immeuble, toutes typologies confondues, et des centres commerciaux sont respectivement de 3,3 %, 4,9 % et 5,5 %.
- Ces données confirment également que le quartile le plus élevé des rendements des commerces de pied d'immeuble (5,1 %) est toujours supérieur à la valeur médiane des rendements attendus toutes typologies confondues (4,9 %).

Rendement exigé vs rendement attendu - Europe



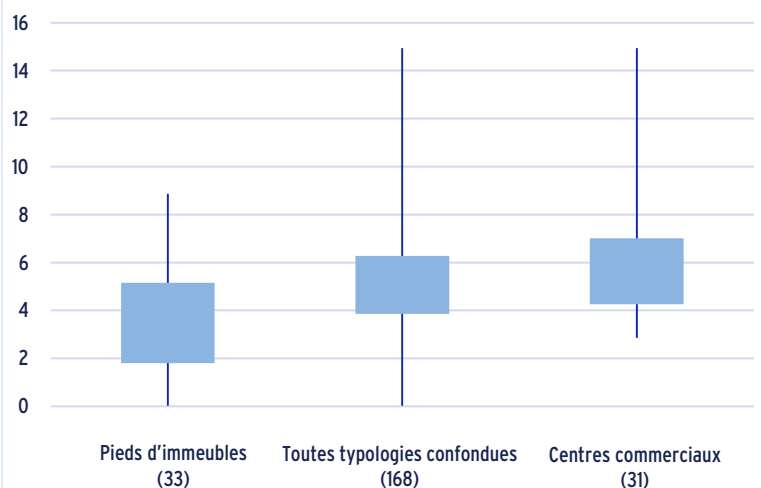
Sources: CBRE, RCA, INREV, OE, OECD, CRREM, AEW Recherche & Stratégie

Répartition des marchés en commerce par degré d'attractivité selon les typologies - évolution depuis septembre 2019



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

Quartiles des rendements attendus (2022-26) par secteur



Sources: CBRE, AEW Recherche & Stratégie

## ANALYSE DES RENDEMENTS AJUSTÉS DU RISQUE (SCÉNARIO PRINCIPAL): UNE MULTITUDE DE MARCHÉS ATTRACTIFS

- Le graphique en nuages de point ci-dessous se lit ainsi : rendement total exigé représenté sur l'axe des abscisses et rendement total attendu au cours des cinq prochaines années représenté sur l'axe des ordonnées.
- Les marchés dans la zone verte affichent un rendement attendu nettement supérieur au rendement exigé et sont considérés comme attractifs. Les marchés dans la zone rouge sont moins attractifs car le rendement attendu n'atteint pas le rendement exigé.
- Les marchés situés dans la zone jaune ont une différence de 20 % entre le rendement exigé et le rendement attendu. Ils sont considérés comme neutres, c'est-à-dire ni sous-évalués, ni surévalués.
- La majorité des marchés des centres commerciaux sont classés comme attractifs, tandis que seuls trois marchés sont dans la catégorie des marchés moins attractifs.
- La majorité des marchés des commerces de pied d'immeubles sont classés comme moins attractifs ou neutres.
- Le marché des centres commerciaux de Stockholm est le marché le plus attractif, suivi du marché de commerce de pied d'immeuble de Bruxelles, ainsi que les marchés des commerces de Berlin, en centre commercial et pied d'immeuble.
- Parmi les marchés moins attractifs, on trouve les marchés des boutiques et des centres commerciaux des pays d'Europe centrale et orientale et d'Europe du Sud qui, historiquement, sont plus sensibles au ralentissement économique que les marchés plus core d'Europe de l'Ouest.

### SCÉNARIO PRINCIPAL 2022-26 - RENDEMENT ATTENDU VS RENDEMENT EXIGÉ



Sources: RCA, INREV EPRA and 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 85.2 Mds€ d'actifs sous gestion au 31 Mars 2022. AEW compte plus de 750 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 Mars 2022, AEW gère en Europe 39.5 Mds€ d'actifs immobiliers pour le compte de nombreux fonds et mandats. AEW compte plus de 450 collaborateurs répartis dans 10 bureaux en Europe et détient un long track record dans la mise en œuvre réussie, pour le compte de ses clients, de stratégies d'investissement core, value added et opportuniste. Ces cinq dernières années, AEW a effectué des opérations immobilières d'acquisition et d'arbitrage pour un volume total de plus de 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



### ALEXEY ZHUKOVSKIY

Associate  
Tel +44 (0)78 8783 3872  
Alexey.Zhukovskiy@eu.aew.com



### KEN BACCAM MSC

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



### RUSLANA GOLEMDJIEVA

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



### ISMAIL MEJRI

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

## CONTACTS - RELATIONS INVESTISSEURS



### ALEX GRIFFITHS

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



### BIANCA KRAUS

Executive Director  
Tel. +49 893 090 80 710  
bianca.kraus@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

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