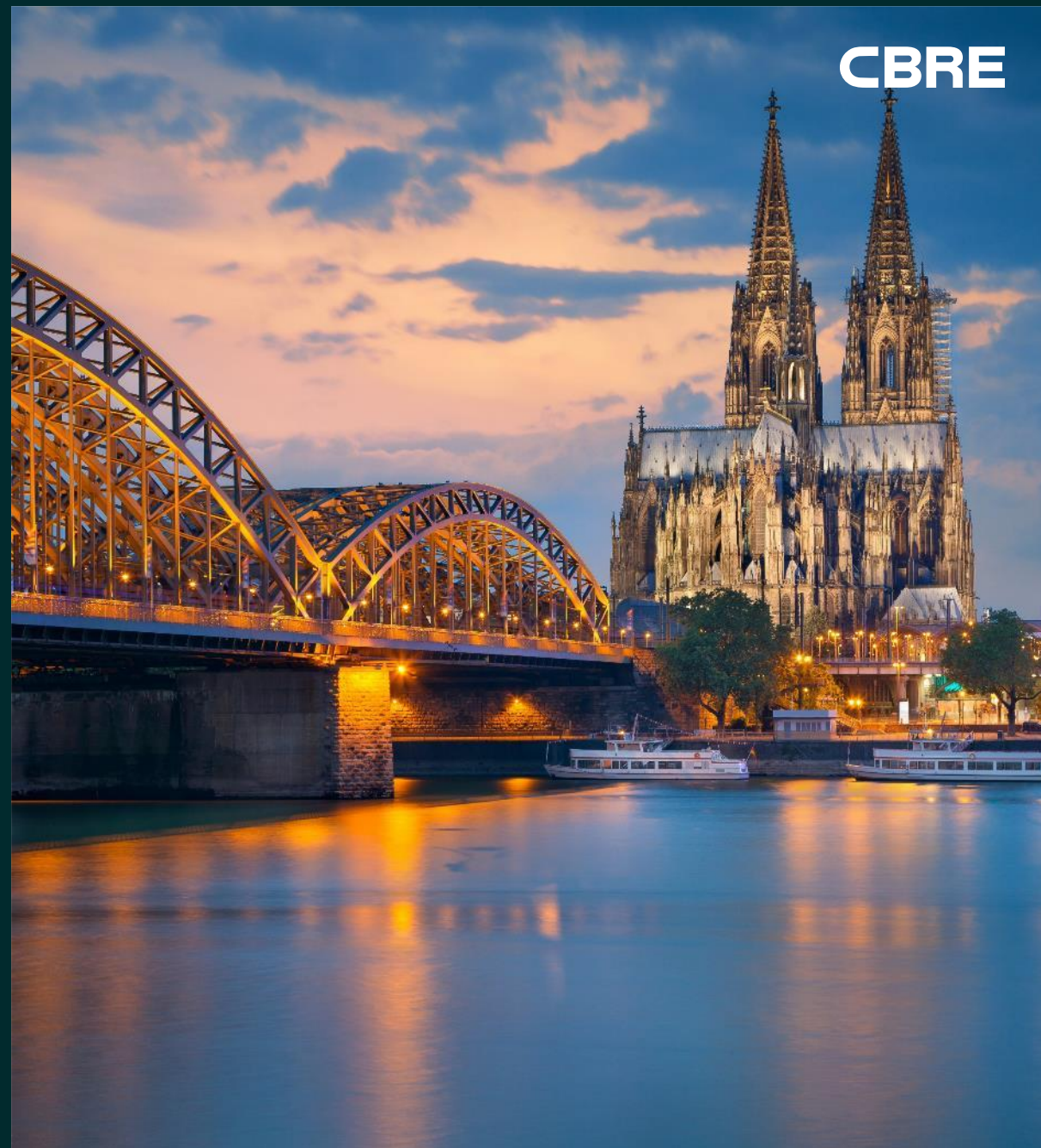


Intelligent Investment

Enquête 2025 sur les intentions des prêteurs européens

CBRE RESEARCH
JUILLET 2025

CBRE



Edito

Normalisation



Pierre-Edouard Boudot
Directeur de la Recherche et de la
Stratégie



Fabrice Rimlinger
Senior Director, Debt &
Structured Finance

Après trois années chahutées par la remontée des taux longs, 2025 apparaît comme une année de normalisation. Pas épargnés par la volatilité extrême générée par l'enchaînement continu de crises géopolitiques, les prêteurs tiennent néanmoins le cap, avec une volonté nettement affichée d'une augmentation des volumes d'activité. Tel est l'enseignement principal de notre 3^e édition de l'enquête annuelle sur les intentions des prêteurs européens.

Si la réalité est bien celle d'une activité plus forte de la part des prêteurs, elle se traduit néanmoins encore très majoritairement par une activité de refinancement plutôt que des prêts à l'acquisition. De fait, l'origination de prêts nouveaux reste dépendante d'une reprise plus franche du marché de l'investissement.

Normalisation, oui, mais pas encore pour les bureaux

Cette enquête révèle que l'approche des prêteurs reste encore très prudente vis-à-vis de la classe d'actifs bureaux. En effet, si le sentiment des prêteurs s'améliore nettement pour l'ensemble des classes d'actifs, il reste stable (41 %) voire plus négatif pour 23 % d'entre eux, concernant le bureau. En outre, c'est le secteur, parmi les classes d'actifs institutionnelles, que les prêteurs privilégient le moins, après le résidentiel, l'industriel, les hôtels et le commerce. Certains prêteurs ont ainsi totalement déserté le bureau.

Les critères ESG : la norme aujourd'hui

C'est l'élément qui ne varie pas et qui est bien la norme aujourd'hui : les prêteurs exigent l'atteinte de critères ESG pour envisager un nouveau financement. Sans une feuille de route précise sur l'atteinte de critères ESG, point de financement...

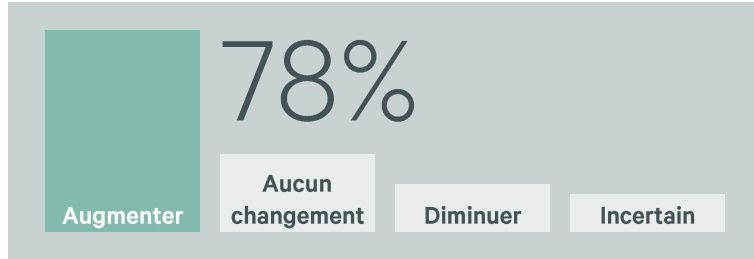
Au-delà de la normalisation ?

Si le temps où les prêteurs pouvaient exiger des investisseurs des *covenants* très stricts et conservateurs n'est pas loin, nous sommes sollicités (4 mandats en cours chez CBRE) par des sponsors de 1^{er} ordre sur des actifs *prime*, pour des financements dits « *cov-lite* », qui, au vu de la compétition entre prêteurs sur ces actifs, reçoivent une écoute attentive... Bientôt la nouvelle norme ?

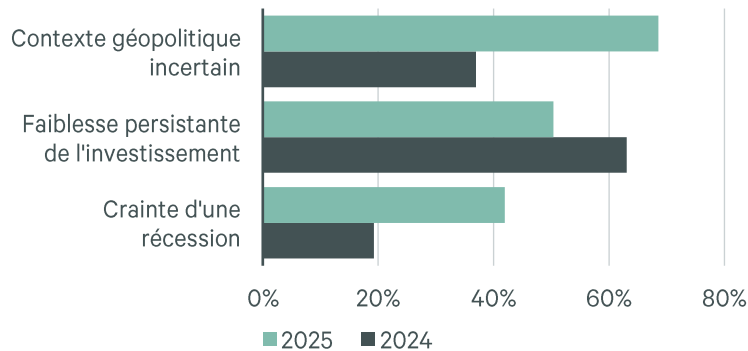
Faits saillants de l'enquête 2025 sur les intentions des prêteurs

L'activité de prêt devrait croître en 2025

Près de 80 % des prêteurs augmenteront leur activité d'origination par rapport à 2024

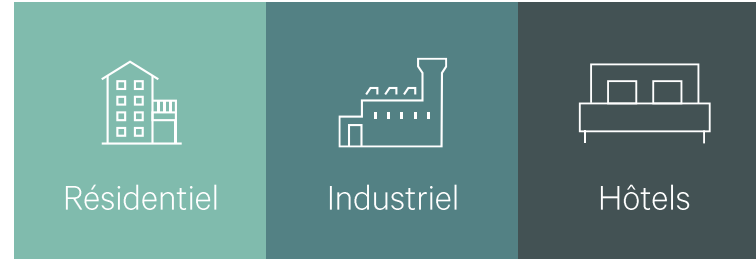


Le contexte géopolitique incertain devient le principal défi pour le marché du crédit

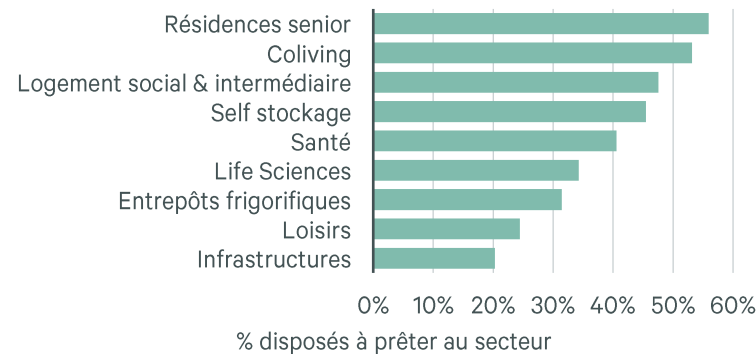


Préférences des prêteurs

Top 3 des secteurs préférés des prêteurs



81 % des prêteurs disposés à financer l'alternatif, résidences senior et coliving en tête



~70 Md€

de **volume d'origination attendu** par les répondants à l'enquête de 2025

L'enquête, menée entre le 24 mars et le 25 avril 2025, a recueilli les réponses de 143 prêteurs basés en Europe, dont 35 en France. Les réponses de ces derniers sont signalés par ce drapeau :

40%

des prêteurs indiquent un **sentiment en amélioration dans toutes les classes d'actifs** sur un an

71%

des répondants ne financeront pas des actifs **ne répondant pas aux critères de durabilité ou qui ne mettent pas en œuvre un plan** visant à les atteindre

Contenu

- 01 **Perspectives d'activité pour les prêteurs**
- 02 **Secteurs et classes d'actifs privilégiés**
- 03 **Conditions de prêt**
- 04 **Attentes en matière d'underwriting**
- 05 **ESG**
- 06 **Profil des répondants**



01

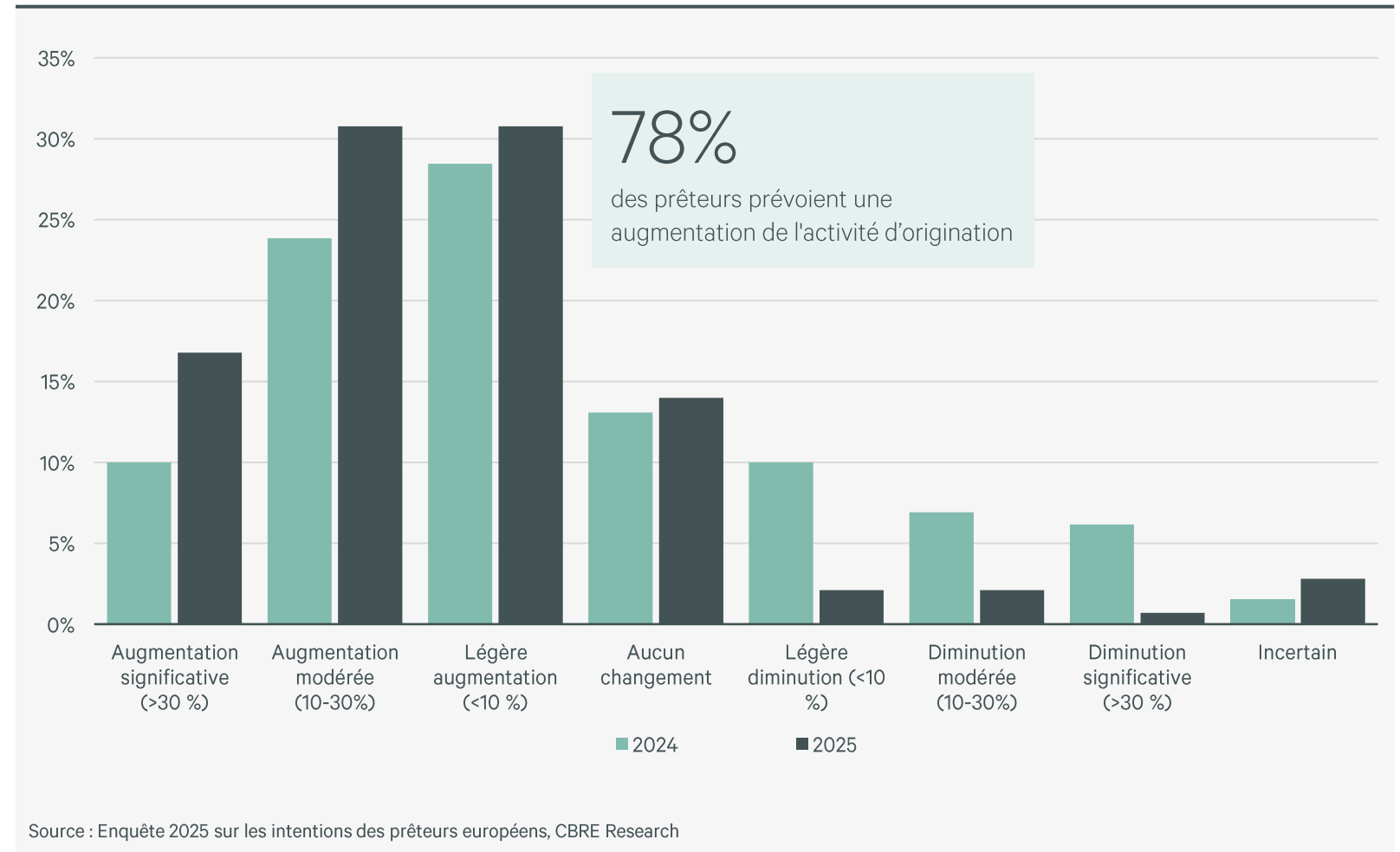
Perspectives d'activité pour les prêteurs

Les intentions d'origination en hausse

Les prêteurs prévoient-ils d'augmenter leur activité d'origination en 2025 ?

Après deux années de volumes d'origination relativement faibles, les prêteurs immobiliers sont optimistes à l'égard du financement en 2025 – près de 80 % des prêteurs s'attendent en effet à ce que leur activité d'origination soit supérieure à celle de l'année dernière. Les intentions des prêteurs d'augmenter l'origination sont encore plus prononcées que l'année dernière, ce qui devrait soutenir la poursuite de la reprise du marché immobilier européen.

Attentes des prêteurs en matière d'origination pour 2025 par rapport à 2024

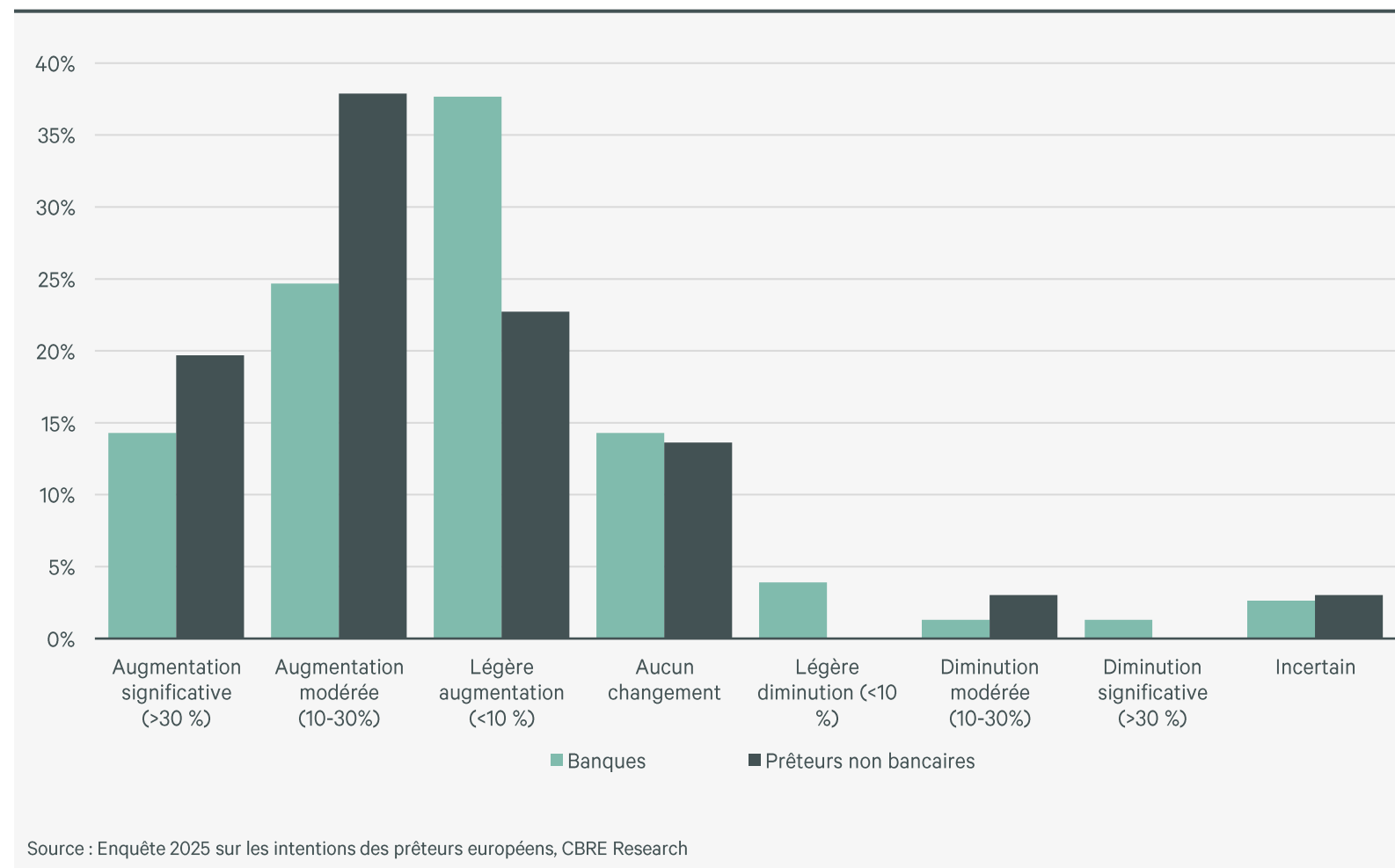


Les prêteurs non bancaires s'attendent à une croissance encore plus forte

Les prêteurs prévoient-ils d'augmenter leur activité d'origination en 2025 ?

Les fonds de dette, les compagnies d'assurance et les banques d'investissement affichent des attentes d'origination plus fortes que les banques. Alors qu'une majorité dans les deux groupes s'attend à prêter davantage au secteur de l'immobilier en 2025, les prêteurs non bancaires anticipent généralement une augmentation plus importante des niveaux d'activité.

Attentes des prêteurs en matière d'origination pour 2025 – Banques et prêteurs non bancaires



La géopolitique au cœur des préoccupations

Quels sont les principaux défis auxquels les prêteurs seront confrontés en 2025 ?

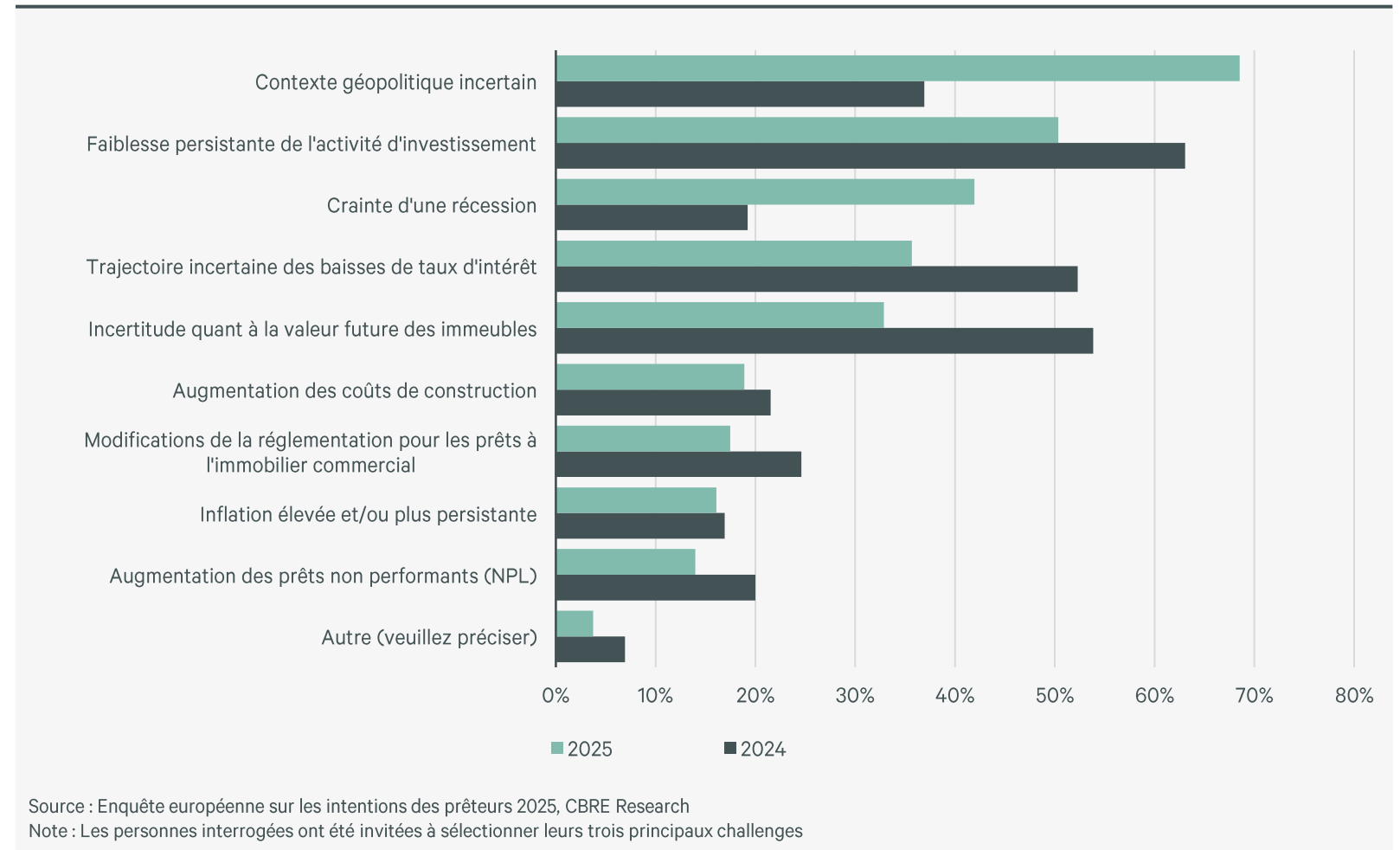
Près de 70 % des personnes interrogées considèrent le contexte géopolitique incertain comme le principal défi pour le marché européen du crédit en 2025. Il s'agit d'une augmentation par rapport aux 37 % (4^e place) de 2024, lorsque la faible activité d'investissement, l'incertitude entourant l'évolution des valeurs vénales et les taux d'intérêt étaient perçues comme des défis plus importants. La crainte d'une récession a également augmenté de façon notable, passant de la 8^e à la 3^e place en 2025.



La faiblesse de l'investissement, 1^{er} préoccupation des Français

Les Français ont un top 3 différent des Européens : en 1^{er} lieu, les prêteurs français craignent la faiblesse de l'investissement, suivi de la géopolitique et des taux d'intérêt.

Principaux défis pour le marché européen du crédit en 2025



Le refinancement devrait rester la 1^{ère} source de demande de prêts

Quelle sera la principale source de demande de prêts en 2025 ?

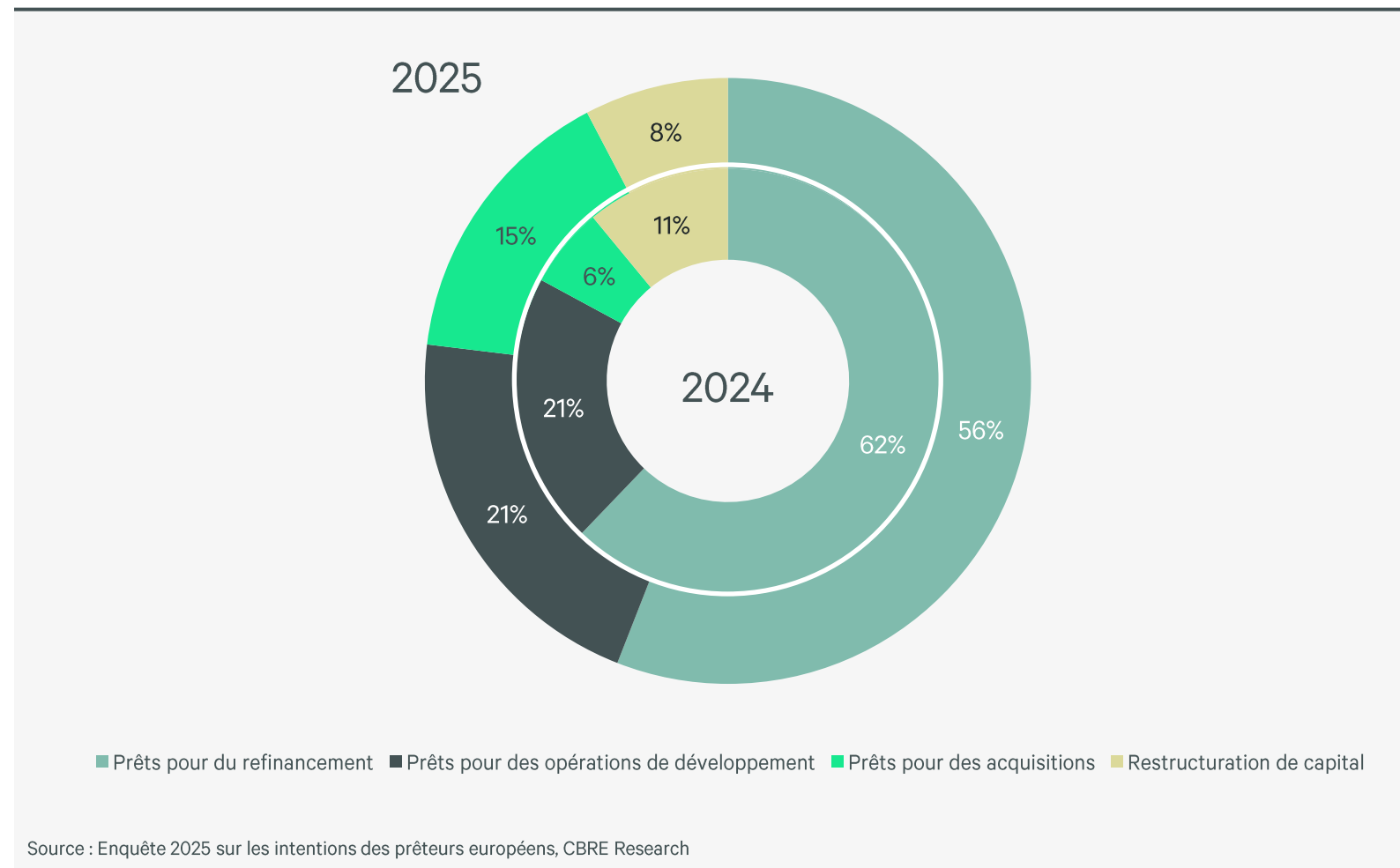
Le refinancement devrait rester la principale source de demande de prêts cette année. 2025 sera une année importante pour les échéances de prêts, car de nombreux prêts immobiliers émis au cours du précédent pic du cycle de marché sont sur le point d'arriver à échéance. Cependant, alors que le marché de l'investissement poursuit son redressement, les prêts visant à financer des acquisitions deviennent la principale source de demande pour une part croissante des prêteurs. Enfin, la part des prêts pour des projets de développement est restée stable à un peu plus de 20 %.



Le refinancement encore plus prépondérant pour les Français

Les répondants français ont répondu à 74 %, soit 18 points de % de plus que les Européens, que le refinancement reste la principale source de demande de prêts en 2025.

Principale source de demande de prêts en 2025 par rapport à 2024



02

Secteurs et classes d'actifs privilégiés

Le résidentiel à la première place

Quels sont les secteurs les plus attractifs pour les prêteurs ?

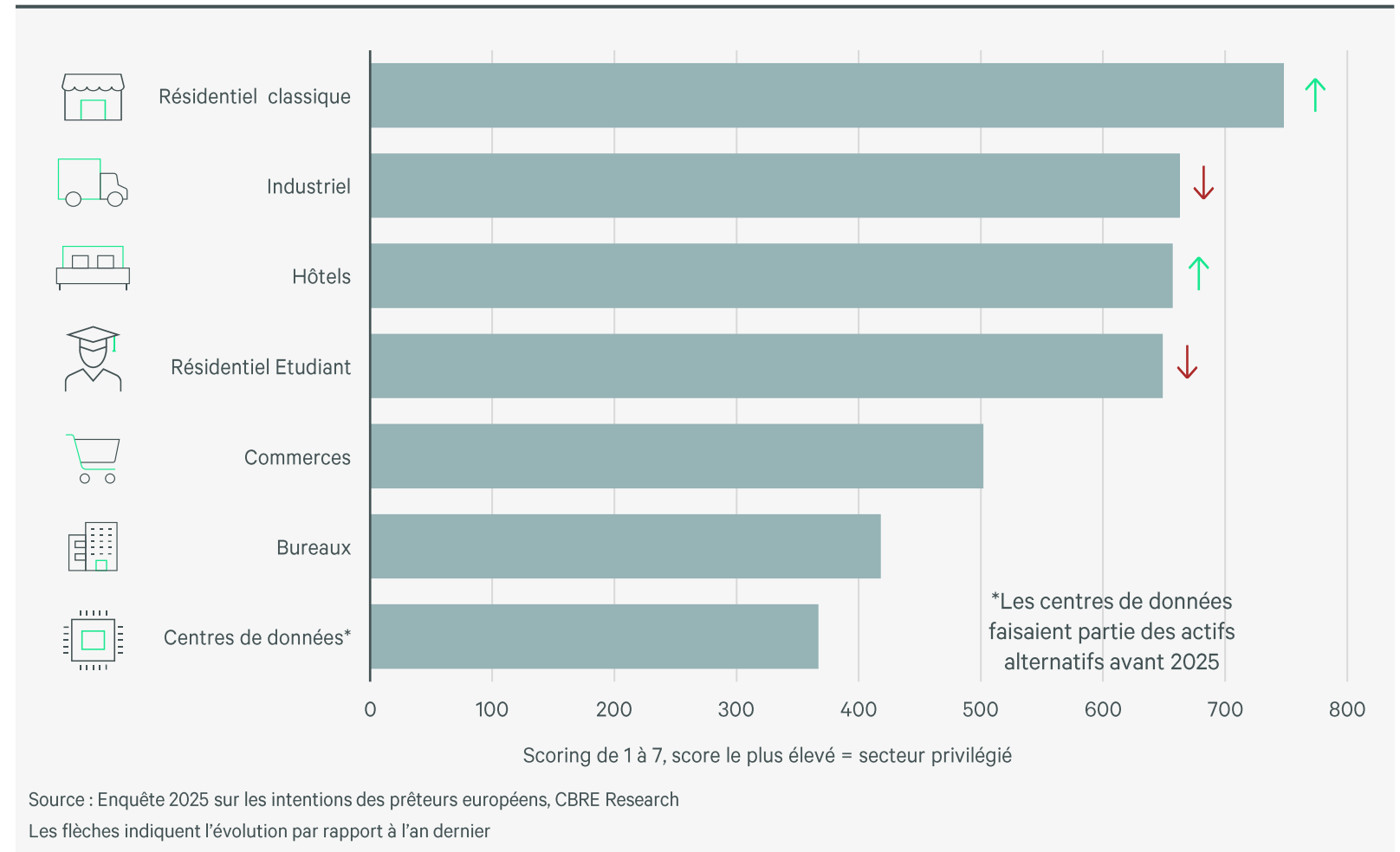
La classe d'actifs résidentiel ressort comme le premier choix pour les prêts en 2025, choisi comme secteur privilégié par 48 % des répondants. L'année dernière, ce classement était partagé avec l'industriel, maintenant à la deuxième place. L'hôtellerie s'est hissée en troisième position, avec 14 % des personnes interrogées la désignant comme le secteur le plus attractif. Bien que les centres de données attirent l'attention, certains prêteurs n'ont peut-être pas encore les capacités de prêter à cette classe d'actifs, qui arrivent en fin de classement.



L'hôtellerie, sur la 1^{re} marche du podium pour les Français

Les répondants français ont un top 3 différent des Européens : en 1^{er} lieu les actifs hôteliers, suivis du résidentiel étudiant puis de l'industriel.

Secteurs privilégiés pour l'octroi de prêts en 2025 et évolution à partir de 2024

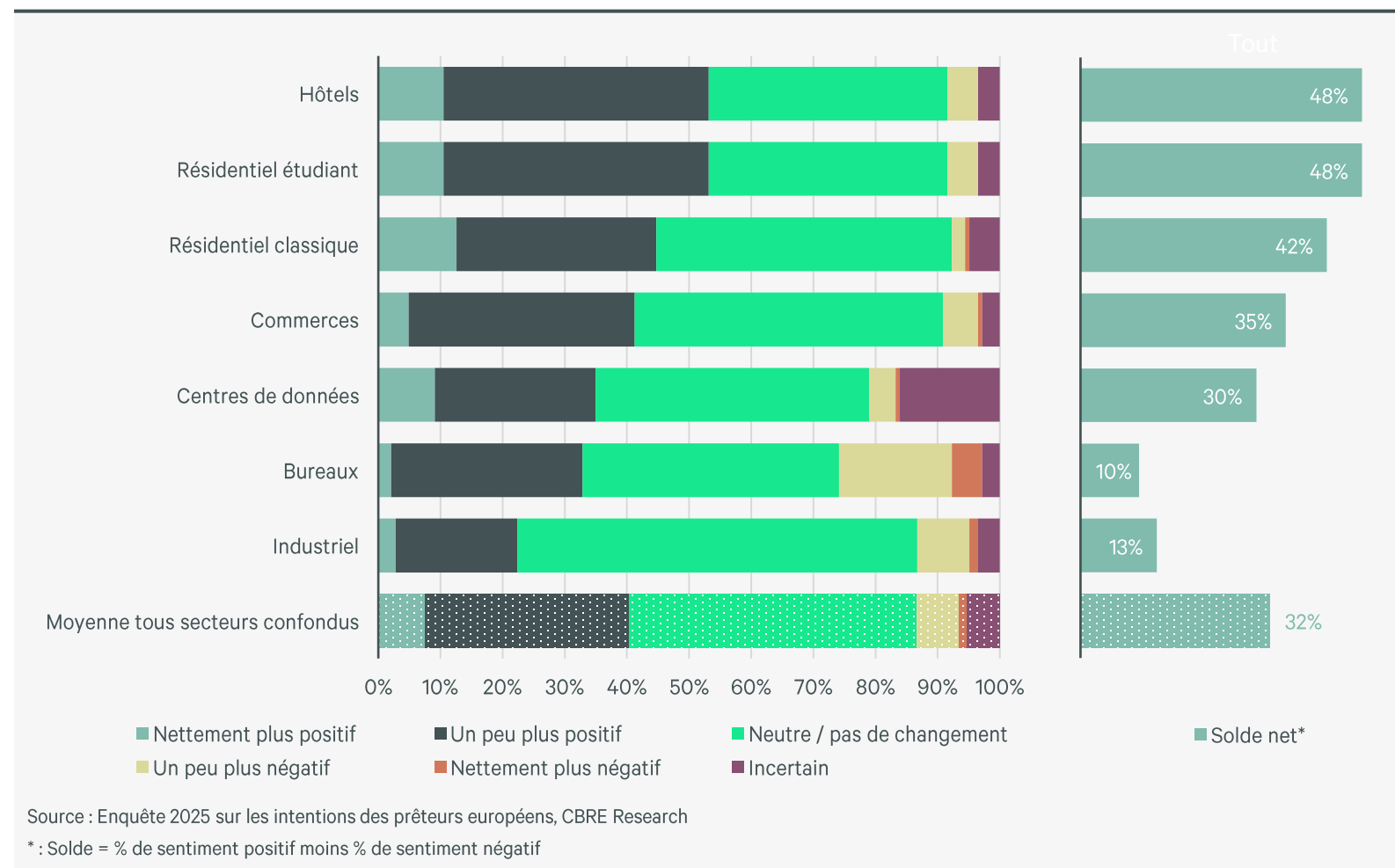


Nette amélioration du sentiment à l'égard de l'hôtellerie et de l'étudiant

Comment le sentiment des prêteurs à l'égard des secteurs suivants a-t-il évolué par rapport à l'année dernière ?

La confiance s'est renforcée dans tous les secteurs, bien que dans certains plus que dans d'autres. L'hôtellerie et le résidentiel étudiant ont connu l'amélioration la plus prononcée, suivis de près par le résidentiel classique et le commerce. Environ le tiers des répondants indiquent que la confiance à l'égard du bureau s'est améliorée, bien que cela ait été partiellement compensé par un sentiment plus négatif d'un cinquième des sondés à l'égard de ce secteur. Les centres de données ont enregistré les réponses les plus incertaines, ce qui pourrait indiquer à nouveau que tous les prêteurs interrogés n'ont ni une connaissance ni une exposition réelle à ce secteur.

Climat de crédit par secteur par rapport à l'année précédente et solde en hausse



Les secteurs du « Living » restent les classes d'actifs alternatives les plus privilégiées

Quels sont les secteurs alternatifs les plus attractifs pour les prêteurs ?

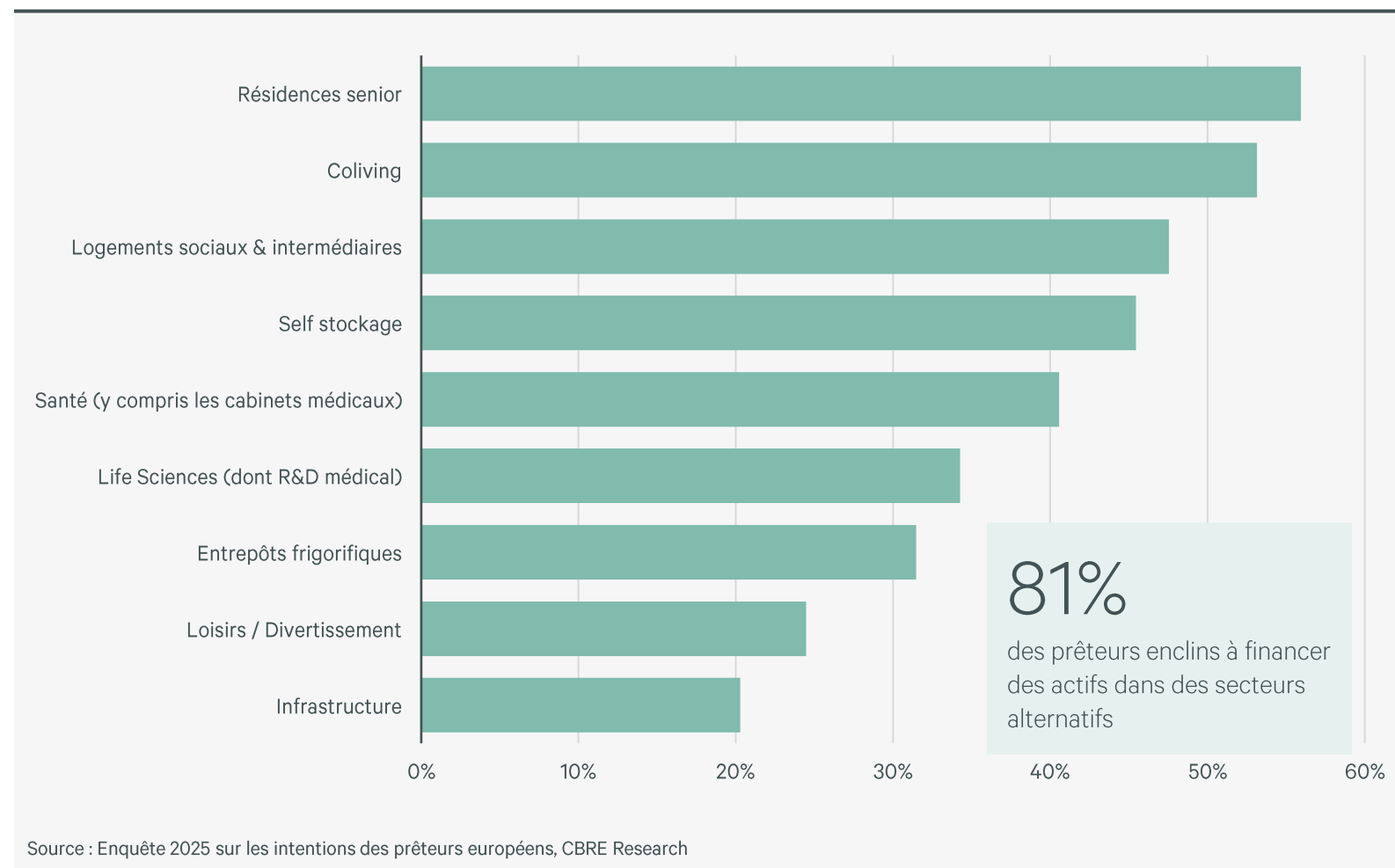
Pour la deuxième année consécutive, un peu plus de 80 % des prêteurs étaient enclins à financer des actifs dans des secteurs alternatifs. Les secteurs dit du « Living » restent les classes d'actifs alternatives les plus recherchées pour les prêteurs, occupant les trois premières places, tandis qu'une augmentation de l'intérêt pour le self-stockage par rapport à l'année dernière a amené le secteur à la quatrième place.



Le coliving, sur la 1^{er} marche du podium pour les Français

Les répondants français ont un top 3 différent des Européens : en 1^{er} lieu le coliving, suivis du résidentiel senior puis du life sciences.

Secteurs alternatifs les plus prisés par les prêteurs en 2025



03

Conditions de prêt

Très légère hausse des LTV par rapport à l'année dernière

Quel est le ratio LTV typique pour un prêt senior sur un actif *prime* ?

La ratio de LTV typique se situe entre 50 % et 60 % pour la plupart des secteurs, avec une médiane de 55 % pour les secteurs des bureaux, du commerce et de l'hôtellerie, et de 60 % dans le secteur industriel.

Le résidentiel classique enregistre un niveau de LTV pouvant varier entre 52,5 % à 65 %. Les centres de données présentent également une large fourchette de 50 % à 65 %, mais le LTV médian se situait à l'extrémité inférieure, à 50 %. Par rapport à 2024, les LTV médians sont restés stables et n'ont pas évolué de plus de 1 à 2 points de pourcentage.

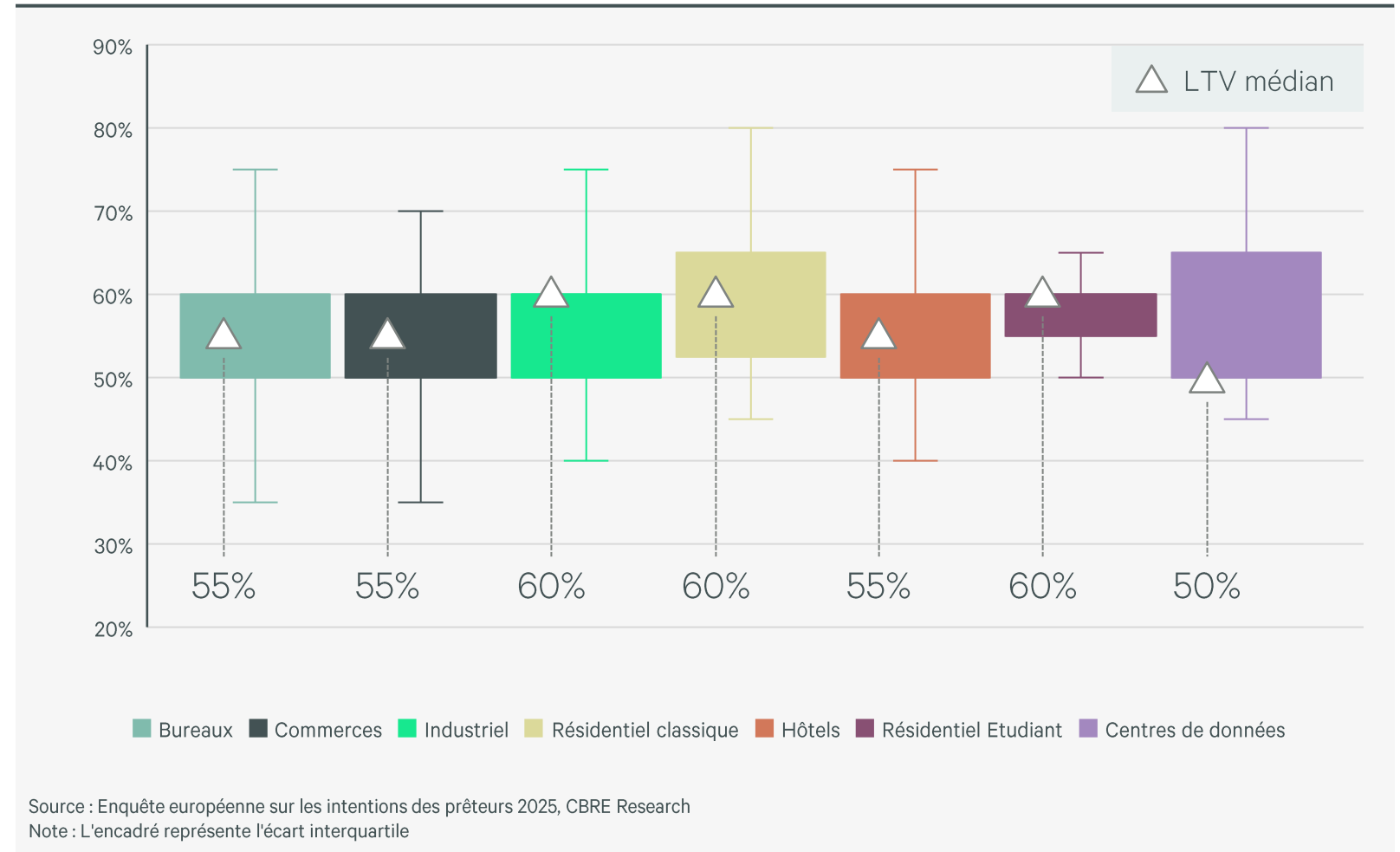
Les réponses des banques et des prêteurs non bancaires convergent dans l'ensemble, et ne varient que pour les prêts aux centres de données et à l'industriel. Pour ce dernier secteur, le LTV médian pour les banques est de 55 % contre 60 % pour les non-banques. L'inverse est vrai pour les centres de données, où les banques déclarent des LTV médians de 60 % contre 55 % pour les prêteurs non bancaires.



Des réponses qui diffèrent sur le bureau, l'étudiant et les centres de données

Les prêteurs français s'annoncent plus conservateurs sur le bureau et l'étudiant (de ~2,5 points de %), mais sont plus agressifs sur les centres de données (~2,5 points de %) dénotant une meilleure appréhension de la classe d'actifs.

Ratio *Loan-to-Value* (LTV) typique pour un prêt senior sur un actif *prime* en 2025



Les marges se sont contractées de 25 à 50 pb depuis un an

Quelle est la marge typique d'un prêt senior sur un actif *prime* ?

Les marges pour des prêts senior se sont resserrées depuis l'enquête de l'an dernier, ce qui s'est traduit par des conditions plus favorables pour les emprunteurs. La marge médiane a diminué de 50 pb pour les hôtels, tandis que le commerce a connu une baisse de sa marge de 40 pb, bien que la fourchette reste large.

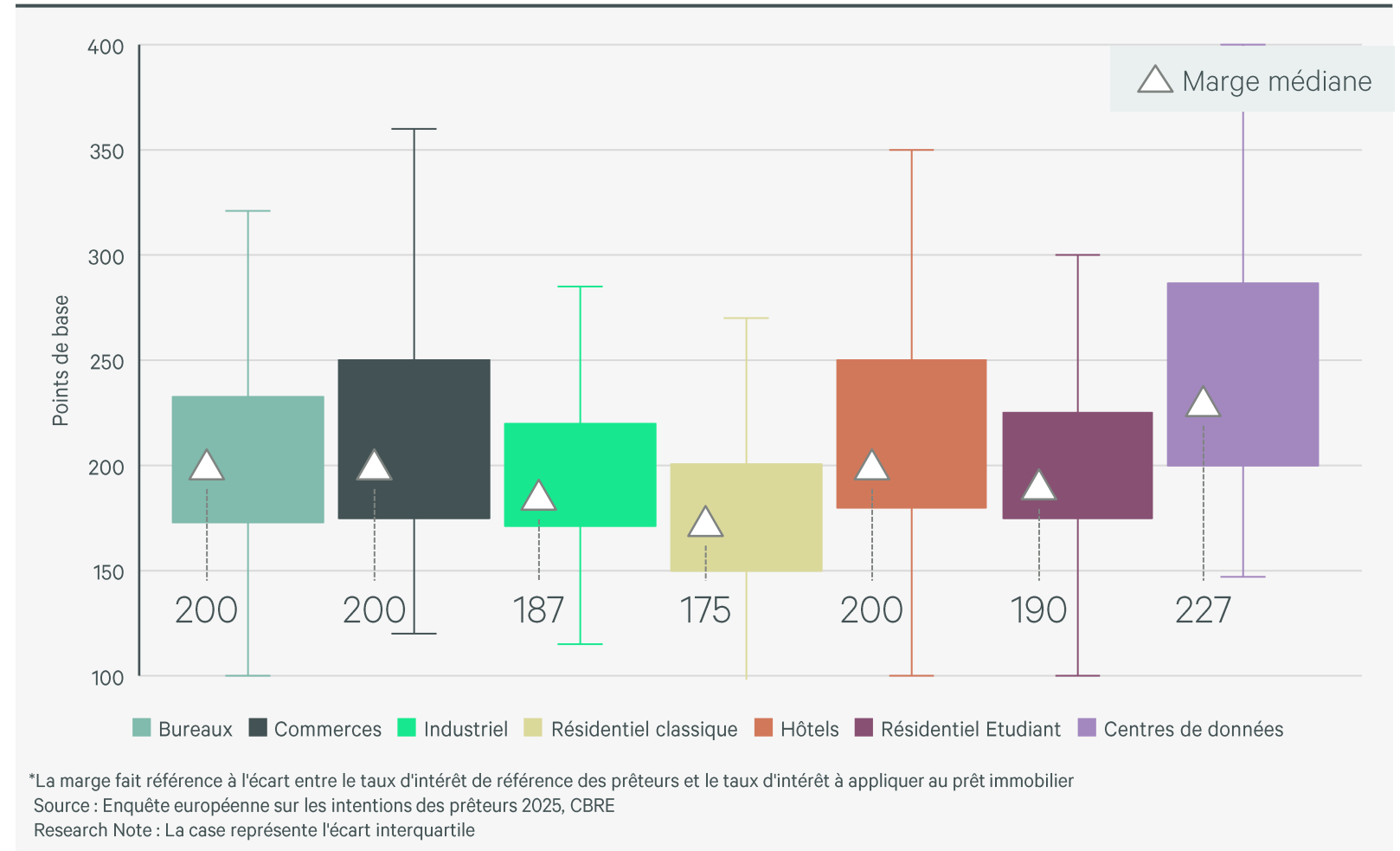
Notamment, les prêteurs sont prêts à offrir des marges bien inférieures à 200 pb dans un plus grand nombre de secteurs. L'année dernière, ce n'était le cas que pour l'industriel et le résidentiel classique, mais aujourd'hui, toutes les classes d'actifs sont concernées, à l'exception des centres de données. Pour les marges les plus basses - le dernier quartile - elles se situent entre 150 et 180 pb. Les centres de données ont probablement eu des marges modérément plus élevées, car la plupart des financements récents ont été destinés à des prêts de développement et/ou à valeur ajoutée. Les transactions dans le segment *prime* ont signé à des marges de l'ordre de 150 à 180 pb.



Des marges en moyenne plus réduites, de 7 à 27 pb

Les répondants français ont annoncé prêter, en moyenne, à des conditions plus avantageuses, de 7 à 27 pb.

Marge typique d'un prêt senior sur un actif *prime* en 2025

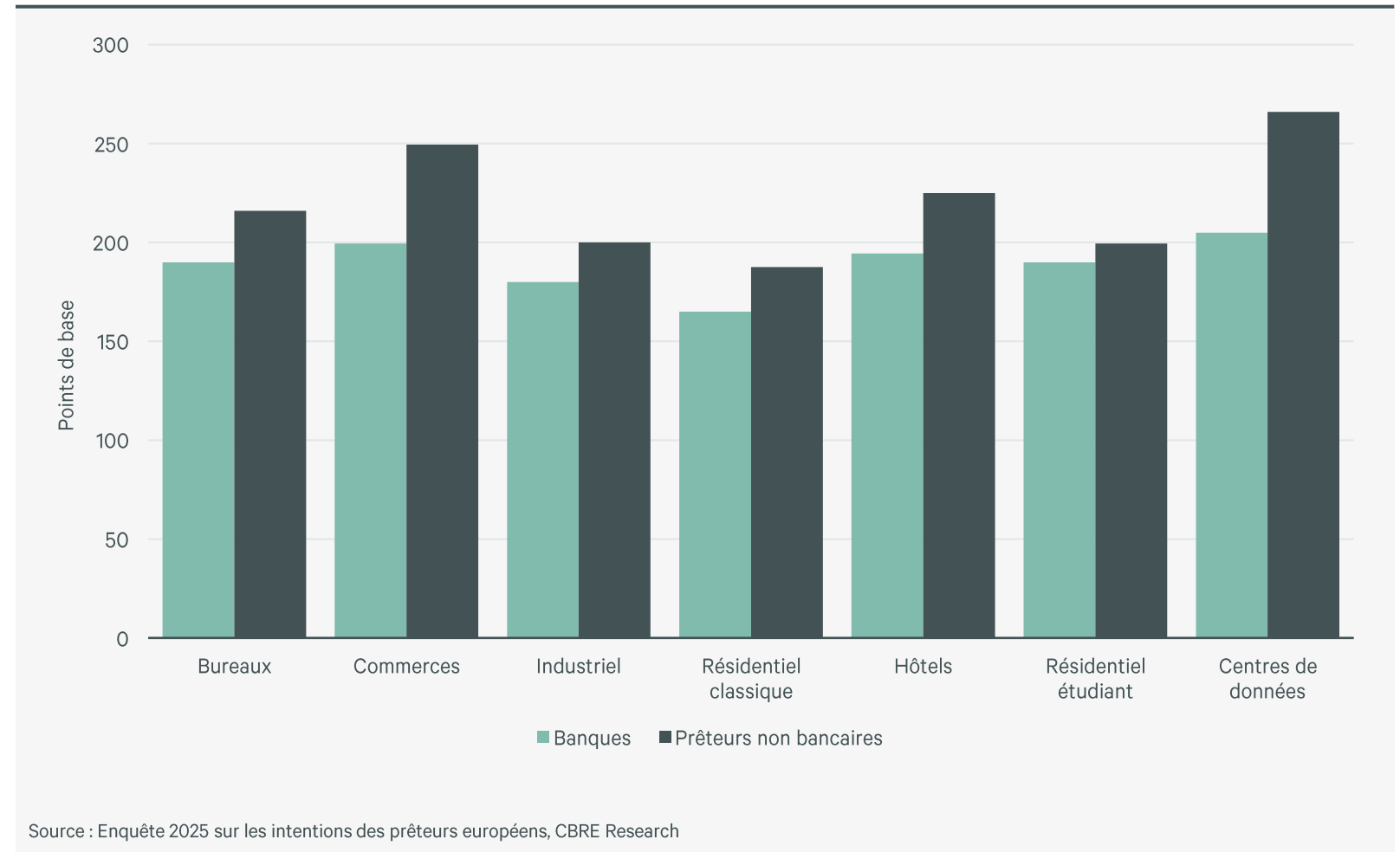


Les banques offrent des marges légèrement inférieures à celles des prêteurs non bancaires

Quelle est la marge typique d'un prêt senior sur un actif *prime* ?

Dans tous les secteurs, les banques affichent des marges légèrement plus favorables (du point de vue de l'emprunteur) que les prêteurs non bancaires, qui sont généralement plus enclins à financer des actifs plus risqués ou moins liquides. L'écart entre les banques et les prêteurs non bancaires est de l'ordre de 10 pb pour le résidentiel étudiant et va jusqu'à 50 à 60 pb pour le commerce et les centres de données, respectivement.

Marge médiane par secteur et par type de prêteur en 2025





“

Plus de 60 % des prêteurs ont cité les tensions géopolitiques comme principale source d'inquiétude, ce qui n'est pas surprenant au vu des événements récents.

Pourtant, près de 80 % prévoient une hausse de l'origination et des critères d'*underwriting* un peu plus relâchés, ce qui dénote une vraie volonté de faire, malgré l'environnement chahuté.

Si les thématiques « *Beds & Sheds* » restent en haut des feuilles de route, l'enquête révèle aussi un regain d'intérêt pour le commerce, ainsi qu'un attrait croissant pour les centres de données et les infrastructures.

”

Fabrice Rimlinger

Head of Debt Advisory, France

04

Attentes en matière *d'underwriting*

Augmentation de la volonté d'accorder des prêts plus importants

Quel est le montant maximal de prêt que les **prêteurs sont enclins à accorder** et pour quels types de prêt ?

Cette année, près de 35 % des prêteurs sont enclins à financer des quotités de plus de 200 millions d'euros, contre seulement 14 % l'année dernière. L'appétit accru pour des prêts de taille plus importante devrait être un facteur facilitant pour le marché de l'investissement immobilier.

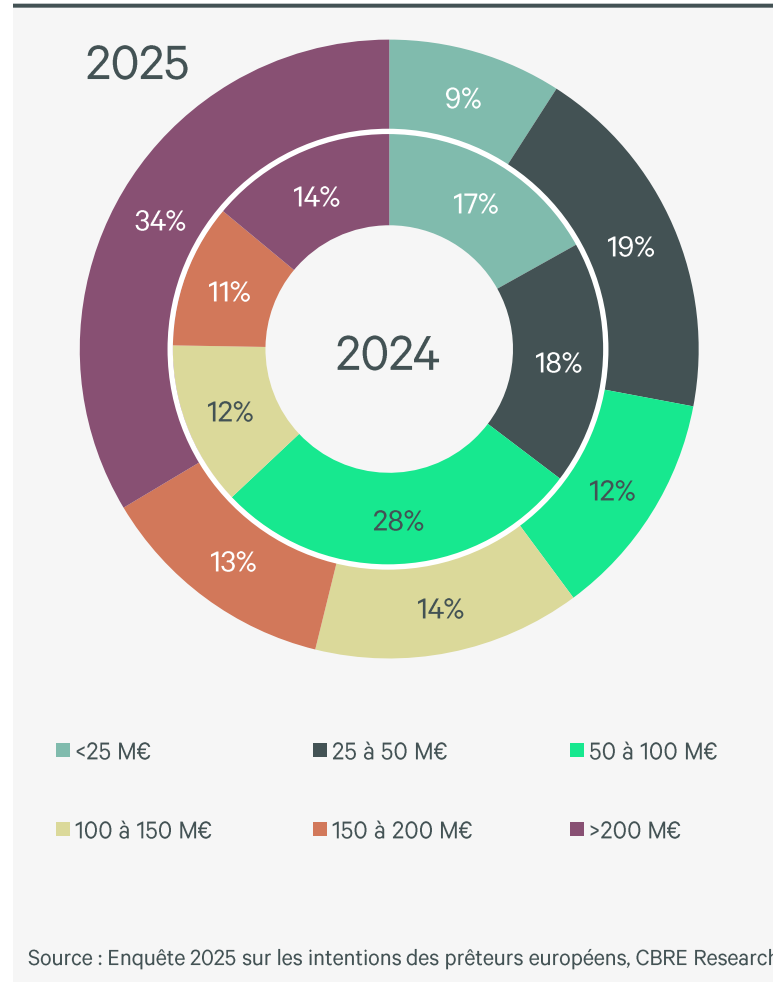
Malgré une baisse par rapport à l'année dernière, une grande partie des prêteurs (60 %) sont enclins à financer des opérations de développement. Parallèlement, il y a une augmentation du nombre de prêteurs offrant des solutions de financement de type *whole loans* et mezzanine en 2025.



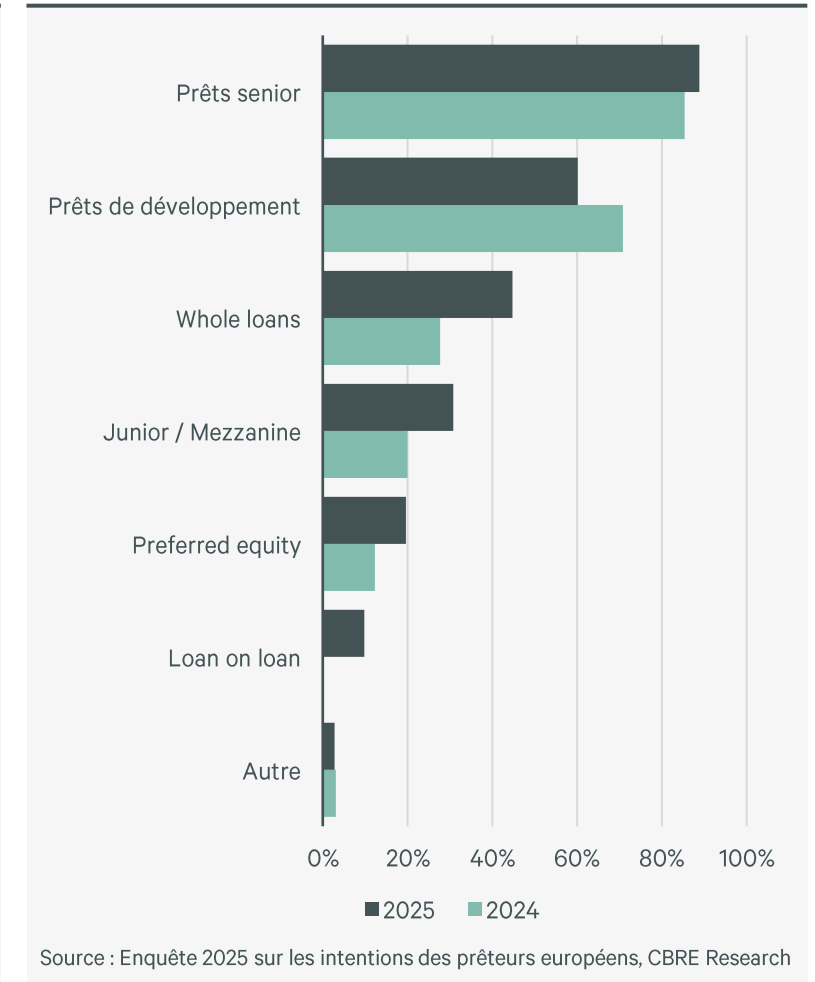
Un niveau d'engagement moins important pour les Français

Les prêteurs français affichent en moyenne un niveau d'engagement moins important que les Européens, ce qui peut s'expliquer par la moindre représentation des fonds de dette parmi les répondants français.

Taille max. que les prêteurs sont prêts à financer



Types de prêts privilégiés par les prêteurs

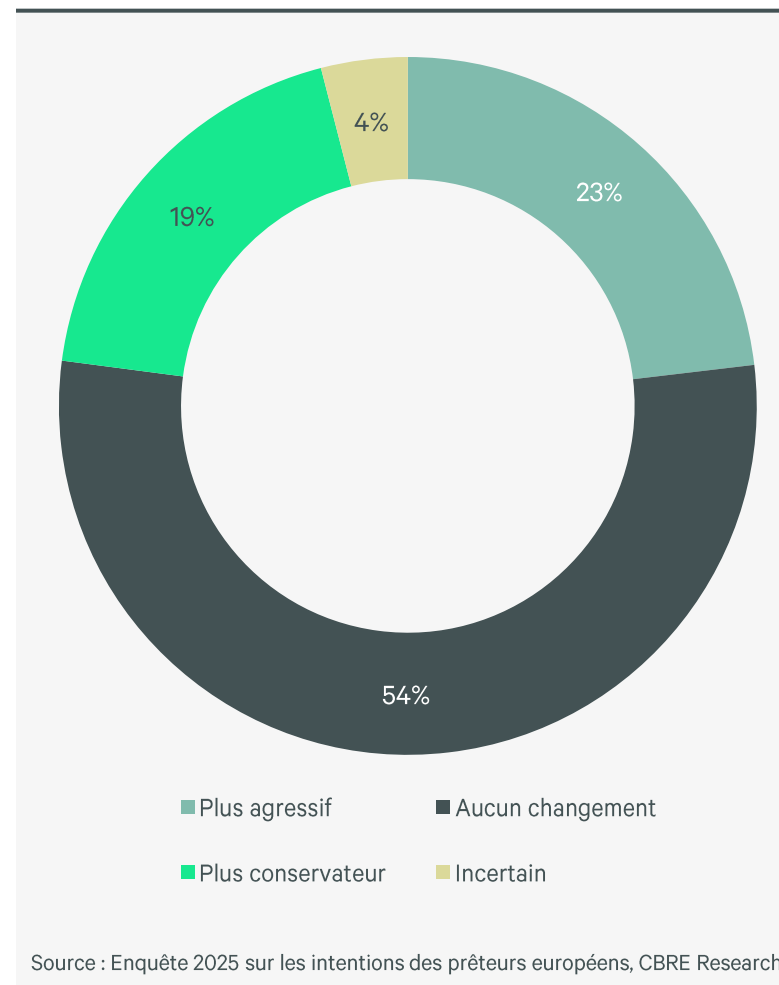


Les attentes en matière d'*underwriting* inchangées pour les prêteurs

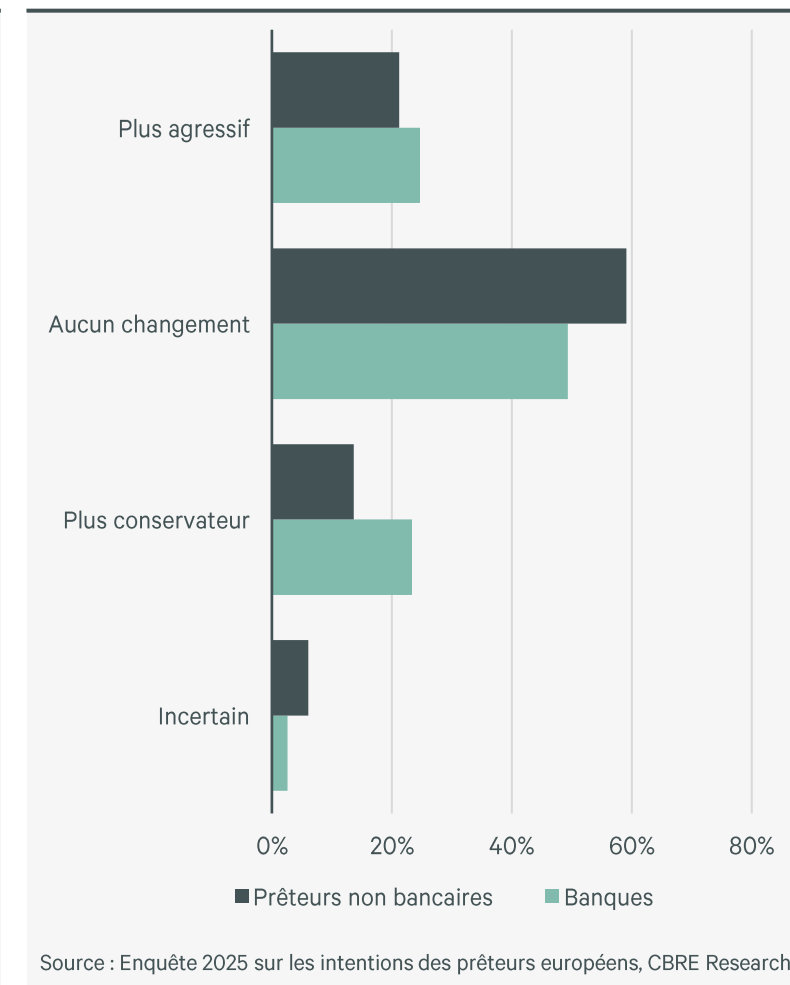
Dans quelle mesure les prêteurs s'attendent-ils à des changements dans leurs critères d'*underwriting* pour le financement de l'immobilier d'entreprise ?

La plupart des prêteurs (54 %) s'attendent à avoir des exigences en matière d'*underwriting* similaires en 2025. Il y a cependant deux groupes distincts : certains prêteurs cherchant à être plus agressifs (23 %) et d'autres s'attendant à être plus conservateurs (19 %) dans leurs critères par rapport à l'année dernière. Les tendances ne diffèrent pas sensiblement entre les prêteurs bancaires et les prêteurs non bancaires. Pour tous les types de prêteurs, une modification du ratio LTV est le principal indicateur sur lequel jouer pour se montrer plus conservateurs/agressifs.

Changements attendus dans les critères d'*underwriting* en 2025



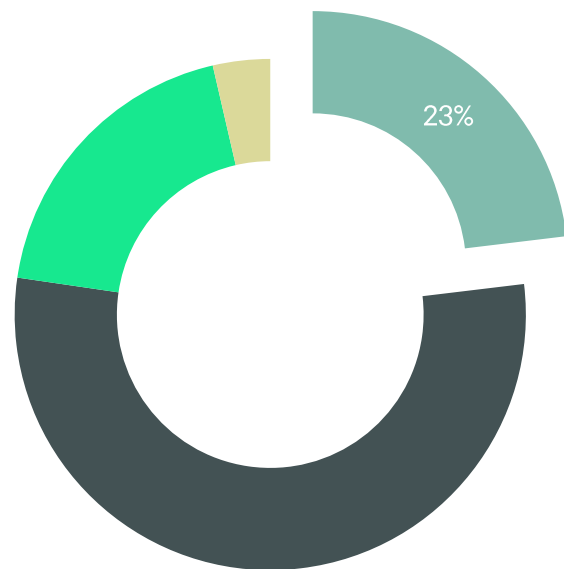
Changements attendus dans les critères d'*underwriting*, banques et prêteurs non bancaires



Le LTV reste le ratio clé pour les prêteurs en matière d'underwriting

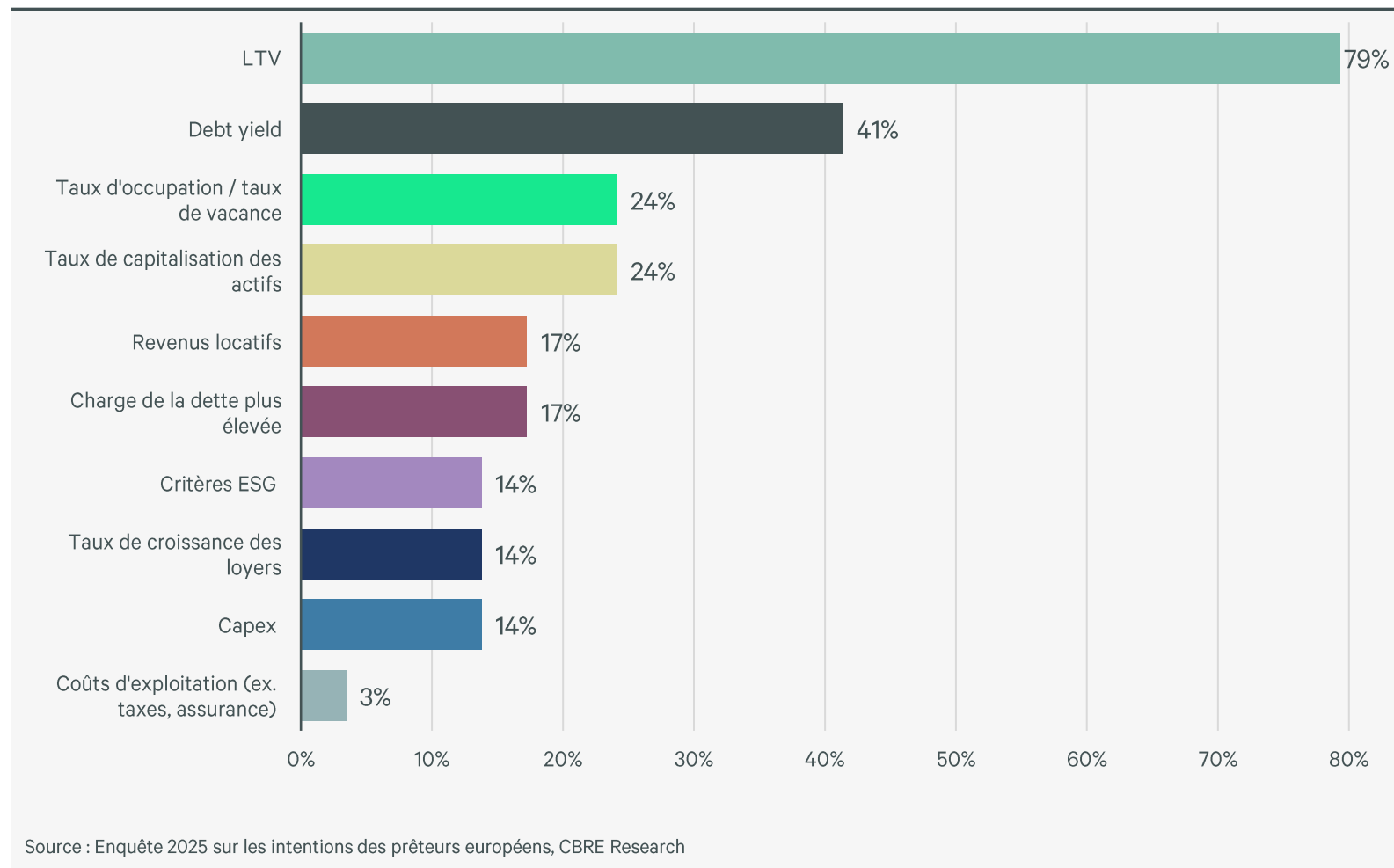
Dans quels domaines les prêteurs seront-ils plus agressifs ?

Le ratio LTV est le principal ratio sur lequel jouent les prêteurs qui cherchent à se montrer plus agressifs.



■ % de répondants plus agressifs

Domaines dans lesquels les prêteurs seront plus agressifs en 2025



La couverture du risque de taux reste importante

84%

des prêteurs souhaitent que les prêts soient couverts

Pour les prêts seniors, la plupart des prêteurs cherchent à se couvrir face aux fluctuations des taux d'intérêt.

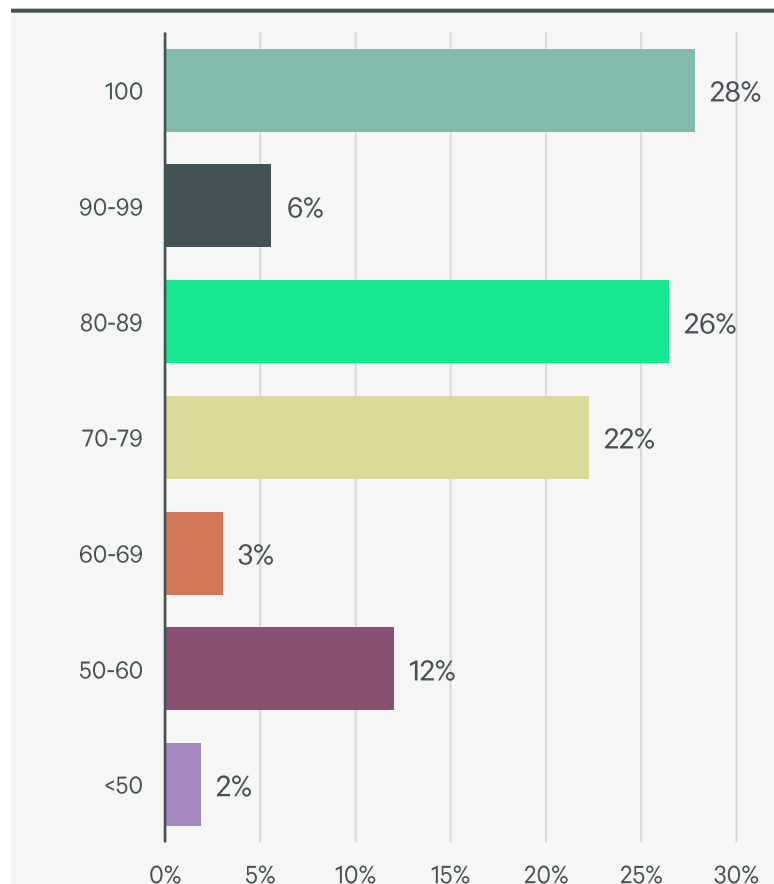
Lorsqu'une couverture est nécessaire, la plupart des répondants ont indiqué que 70 % ou plus du prêt senior doit être couvert dans le contexte de marché actuel, avec une forte préférence pour les caps et les swaps comme instruments de couverture.



Importance de la couverture du risque de taux pour les prêteurs français

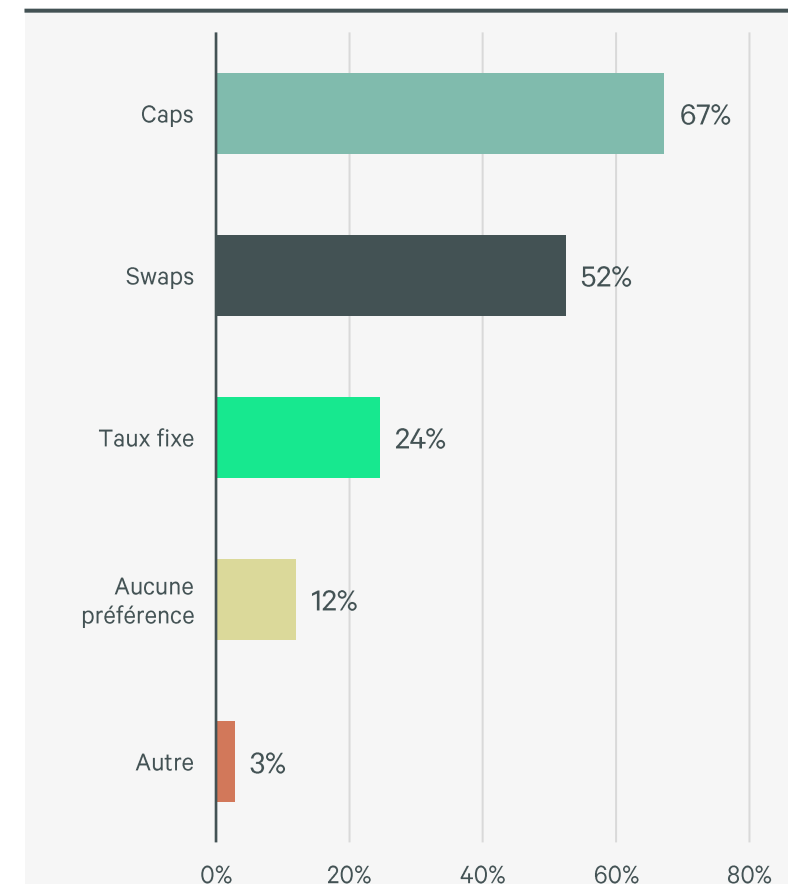
Les prêteurs français accordent une importance forte à la couverture des taux, notamment dans l'environnement très volatil actuel, exigeant très fréquemment une couverture à 100 % de ce risque.

Quelle proportion d'un prêt senior les prêteurs vont-ils chercher à couvrir ?



Source : Enquête 2025 sur les intentions des prêteurs européens, CBRE Research

Quelles sont les préférences des prêteurs en matière d'outils de couverture dans le marché actuel ?



Source : Enquête 2025 sur les intentions des prêteurs européens, CBRE Research

05

ESG



“

Les critères de durabilité influencent fortement les décisions de financement : la moitié des prêteurs n'iront pas sur des actifs non conformes à leur feuille de route ESG, tandis que les autres exigent des plans d'amélioration en vue d'atteindre cette conformité. Cela affecte également le coût du financement, notamment par le biais d'ajustement des marges.

”

Ludovic Chambe

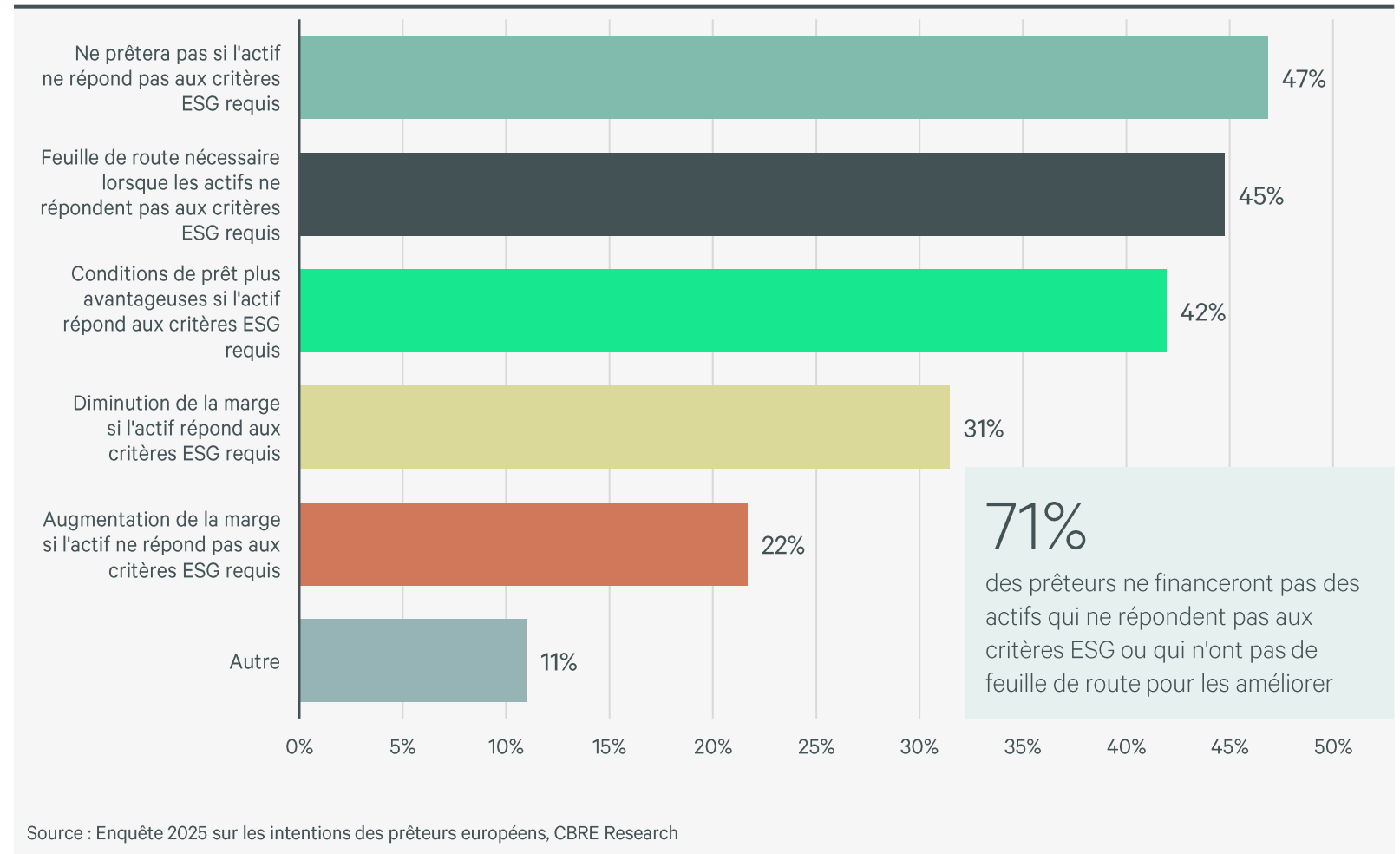
Head of ESG & Sustainability
Solutions, Europe continentale

Plus de 70 % des prêteurs interrogés ne financent pas des actifs ne répondant pas aux critères ESG ou ne cherchant pas à les atteindre

En quoi les critères ESG auront-ils un impact sur les prêts ?

La plupart des prêteurs immobiliers en Europe sont stricts en ce qui concerne les critères ESG. Plus de 70 % d'entre eux ne prêteront pas si un actif ne répond pas à certains critères ESG ou s'il n'y a pas de feuille de route en place visant à les atteindre.

Les prêteurs cherchent également des moyens pour inciter à améliorer les critères ESG des immeuble concernés. 57 % des répondants offrent des conditions de prêt plus favorables et/ou des réductions de marge aux emprunteurs si les actifs répondent à certains critères ESG.



Des augmentations de marge plus importantes que les baisses proposées

En quoi les critères de ESG auront-ils un impact sur les prêts ?

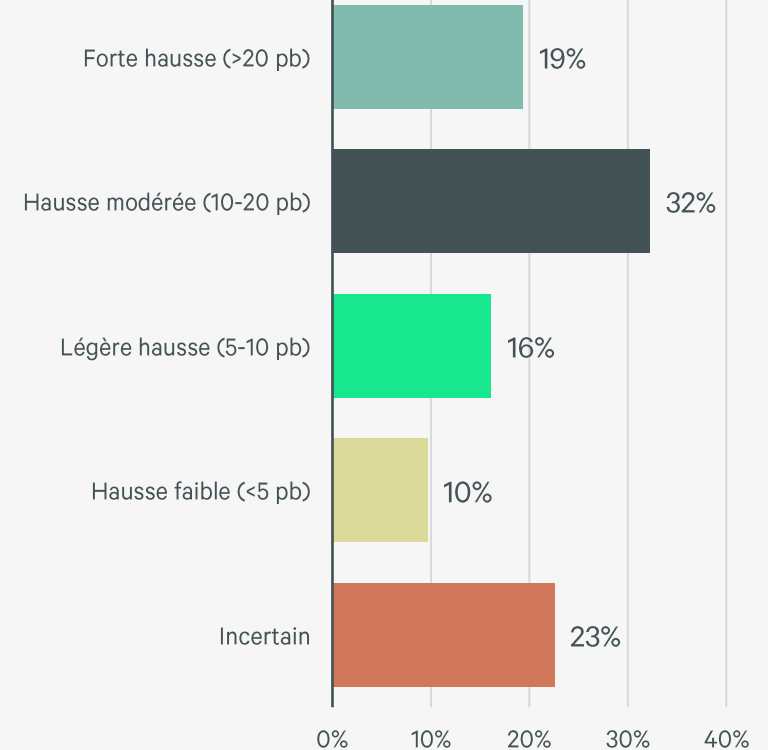
Moins de prêteurs appliquent des augmentations de marge pour les actifs immobiliers qui ne répondent pas aux critères ESG, comparativement aux prêteurs qui offrent des réductions de marge lorsque les actifs ont des critères ESG favorables. Cependant, lorsqu'elles sont appliquées, les augmentations de marge sont généralement plus importantes que les réductions de marge.



Des marges évolutives pour certains financements Value Add

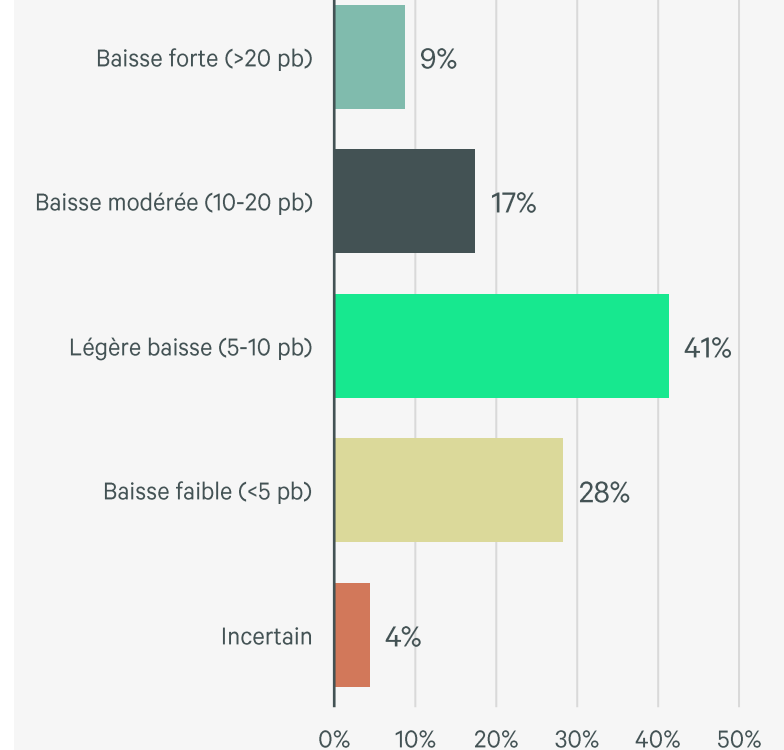
Dans le cadre de projets Value Add par exemple, les marges peuvent être évolutives en fonction de l'atteinte de certains objectifs intermédiaires. En revanche, les prêteurs français ont plutôt tendance à ne pas financer des actifs ne présentant pas les bons critères ESG, plutôt que d'appliquer des marges plus élevées.

Dans quelle proportion les prêteurs exigent-ils une augmentation de marge pour les actifs qui ne répondent pas à certains critères ESG ?



Source : Enquête 2025 sur les intentions des prêteurs européens, CBRE Research

Dans quelle proportion les prêteurs sont-ils prêts à offrir une réduction de marge pour des actifs qui répondent à certains critères ESG ?

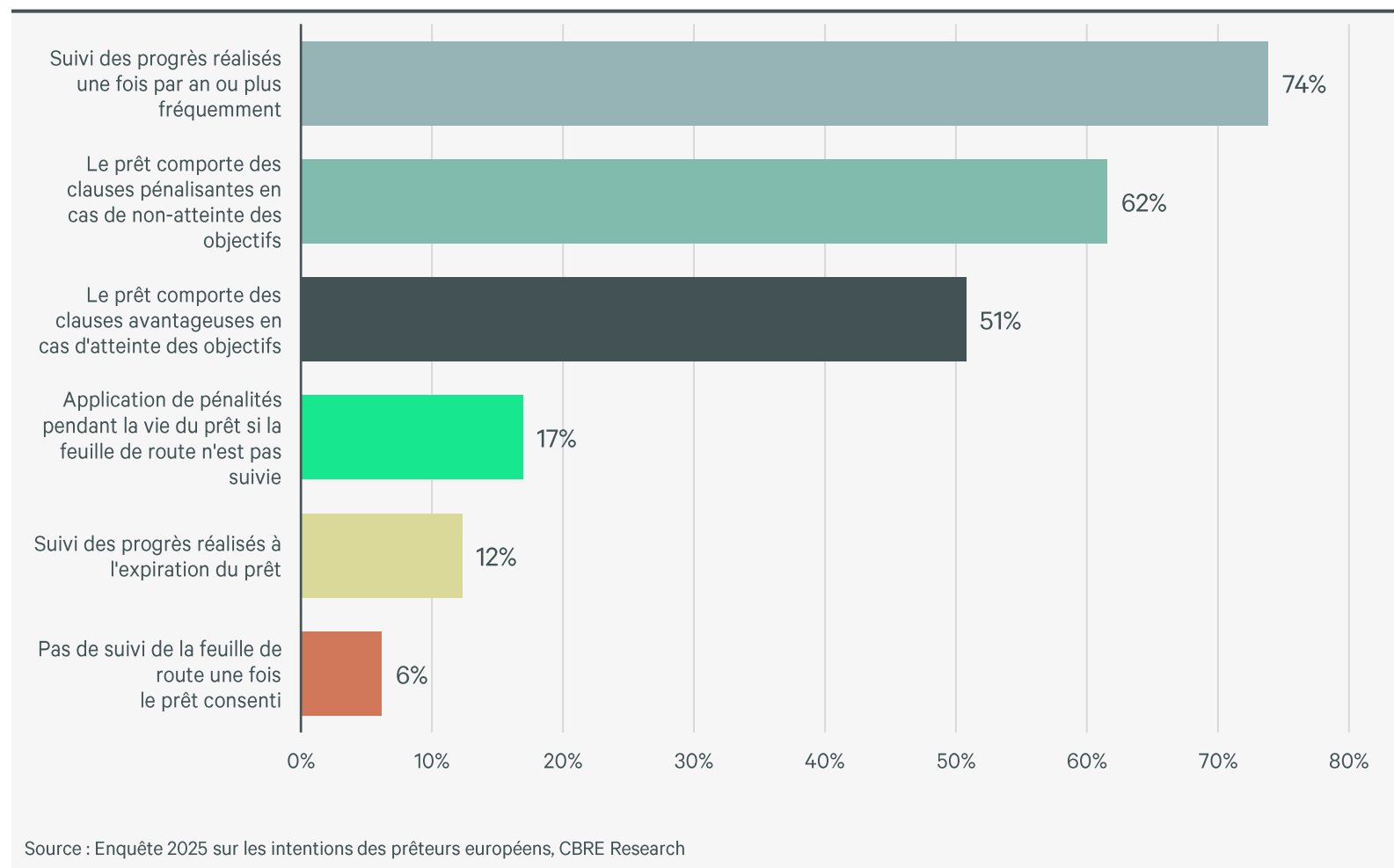


Source : Enquête 2025 sur les intentions des prêteurs européens, CBRE Research

La plupart des prêteurs suivent le bon déroulement des feuilles de route ESG au moins une fois par an

Comment suivez-vous les feuilles de route visant à améliorer les critères ESG ?

Parmi les prêteurs qui exigent que les actifs aient une feuille de route, les progrès en matière d'amélioration des critères ESG sont suivis de près, souvent au moins une fois par an. Ces prêteurs indiquent qu'il est également courant d'inclure des clauses prévoyant soit des pénalités, soit des avantages en cas d'atteinte ou non des objectifs.

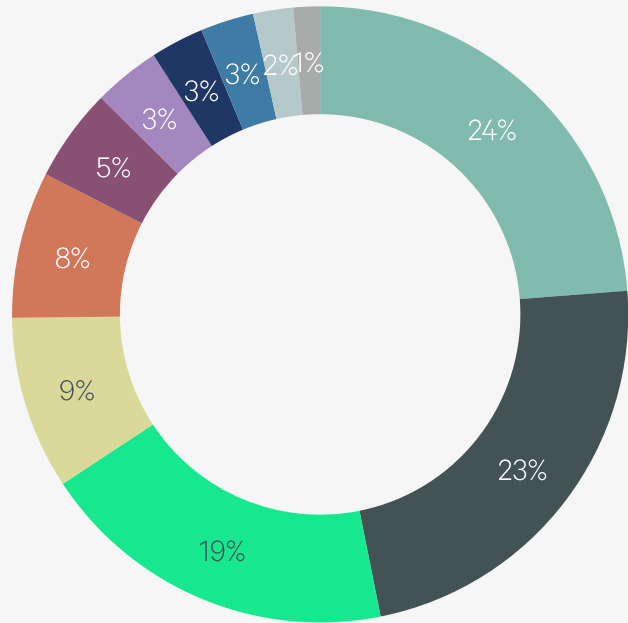


06

Profil des répondants

Nombre total de réponses : 143

Pourcentage de répondants par marché



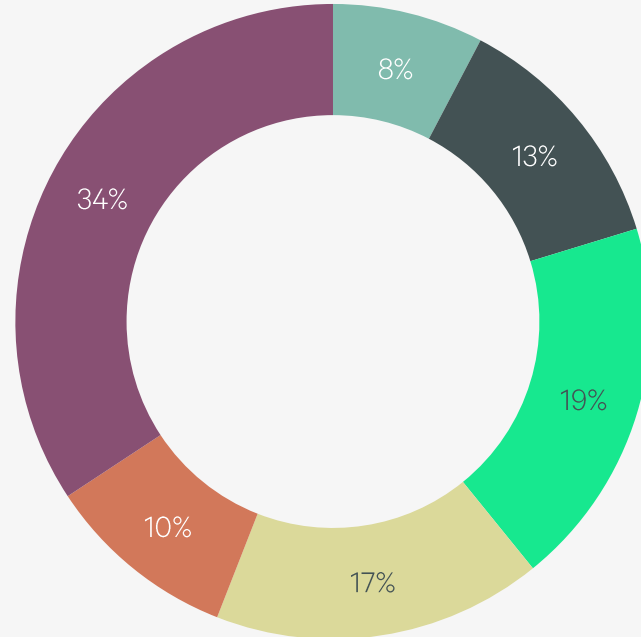
- France
- Royaume-Uni
- Scandinavie
- Italie
- Europe Centrale et de l'Est
- Portugal
- Espagne
- Allemagne
- Pays-Bas
- Autriche
- Irlande

L'Europe centrale et de l'Est comprend des répondants de Croatie, Pologne, Roumanie et Serbie.

La Scandinavie comprend des répondants de Danemark, Finlande, Norvège, Suède.

Source : Enquête 2025 sur les intentions des prêteurs européens, CBRE Research

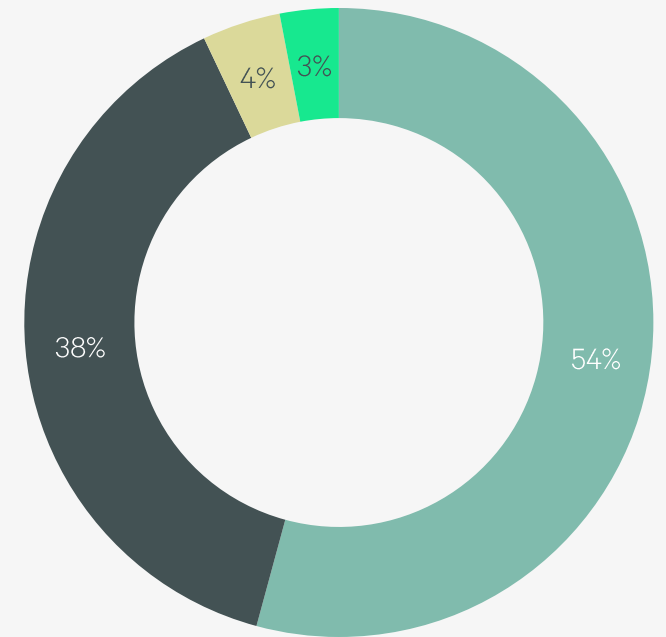
Volume d'origination prévu en 2025



- <100 M€
- 100 à 200 M€
- 200 à 500 M€
- 500 à 750 M€
- 750 M€-1 Md€
- >1 Md€

Source : Enquête 2025 sur les intentions des prêteurs européens, CBRE Research

Pourcentage de répondants par typologie de prêteur



- Banque
- Fonds de dette
- Compagnie d'assurances
- Banque d'investissement

Source : Enquête 2025 sur les intentions des prêteurs européens, CBRE Research

Contacts - France

Capital Advisors

Abdallah Ould Brahim

Head of Capital Advisors France
abdallah.ould-brahim@cbre.fr

Fabrice Rimlinger

Senior Director, Debt & Structured Finance
fabrice.rimlinger@cbre.fr

Vladimir Reach

Director, Investment, Debt & Structured Finance
vladimir.reach@cbre.fr

Research

Pierre-Edouard Boudot

Executive Director
pe.boudot@cbre.fr

Marion Vion-Dury

Associate Director
marion.viondury@cbre.fr

© Copyright 2025. All rights reserved. This report has been prepared in good faith, based on CBRE's current anecdotal and evidence based views of the commercial real estate market. Although CBRE believes its views reflect market conditions on the date of this presentation, they are subject to significant uncertainties and contingencies, many of which are beyond CBRE's control. In addition, many of CBRE's views are opinion and/or projections based on CBRE's subjective analyses of current market circumstances. Other firms may have different opinions, projections and analyses, and actual market conditions in the future may cause CBRE's current views to later be incorrect. CBRE has no obligation to update its views herein if its opinions, projections, analyses or market circumstances later change.

Nothing in this report should be construed as an indicator of the future performance of CBRE's securities or of the performance of any other company's securities. You should not purchase or sell securities—of CBRE or any other company—based on the views herein. CBRE disclaims all liability for securities purchased or sold based on information herein, and by viewing this report, you waive all claims against CBRE as well as against CBRE's affiliates, officers, directors, employees, agents, advisers and representatives arising out of the accuracy, completeness, adequacy or your use of the information herein.

Contacts - Europe

Contacts Business

Chris Gow

Head of Debt Advisory, Europe
chris.gow@cbre.com

Robert-Jan Peters

Executive Director, Debt & Structured
Finance, the Netherlands
robert-jan.peters@cbre.com

Contacts Research

Raphael Rietema

Senior Director, Capital Markets Research,
Europe
raphael.rietema@cbre.com

Steven Devaney

Senior Director, UK Research
steven.devaney@cbre.com

Benjamin Pipernos

Senior Analyst, Capital Markets Research,
Europe
benjamin.pipernos@cbre.fr

Henry Chin

Global Head of Research
henry.chin@cbre.com

Tasos Vezyridis

Head of Research, UK&I
and Continental Europe
tasos.vezyridis@cbre.com

Dennis A.J. Schoenmaker

Co-Head, Global Forecasting &
Analytics, Global Research
dennis.schoenmaker@cbre.com

Kasia Dziewulska

Co-Head Global Forecasting Products
Global Research
kasia.dziewulska@cbre.com

© Copyright 2025. All rights reserved. This report has been prepared in good faith, based on CBRE's current anecdotal and evidence based views of the commercial real estate market. Although CBRE believes its views reflect market conditions on the date of this presentation, they are subject to significant uncertainties and contingencies, many of which are beyond CBRE's control. In addition, many of CBRE's views are opinion and/or projections based on CBRE's subjective analyses of current market circumstances. Other firms may have different opinions, projections and analyses, and actual market conditions in the future may cause CBRE's current views to later be incorrect. CBRE has no obligation to update its views herein if its opinions, projections, analyses or market circumstances later change.

Nothing in this report should be construed as an indicator of the future performance of CBRE's securities or of the performance of any other company's securities. You should not purchase or sell securities—of CBRE or any other company—based on the views herein. CBRE disclaims all liability for securities purchased or sold based on information herein, and by viewing this report, you waive all claims against CBRE as well as against CBRE's affiliates, officers, directors, employees, agents, advisers and representatives arising out of the accuracy, completeness, adequacy or your use of the information herein.