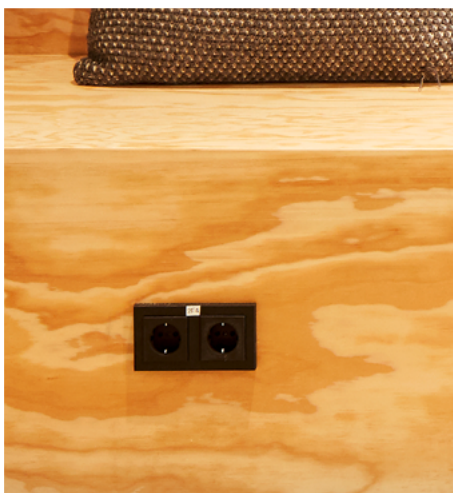
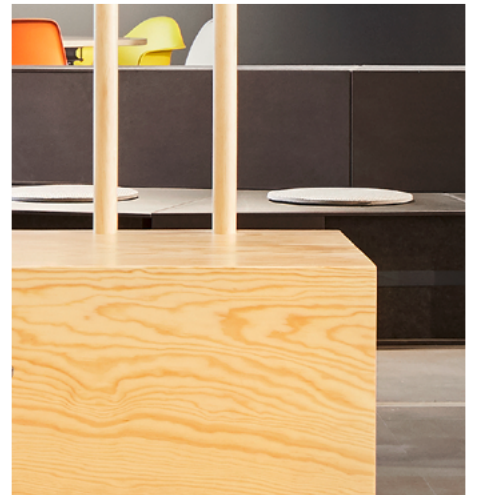
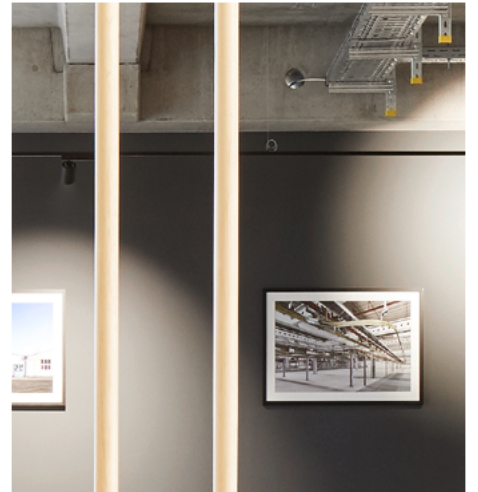


Listed Real Estate Report

No. 4 Autumn 2025



AVENTOS

DER IMMOBILIENAKTIEN- UND REIT-MARKT IM ÜBERBLICK

Die Kursentwicklungen von Immobilienaktien und REITs haben sich in den vergangenen sechs Monaten (per 30. September) nach einer kurzen Phase höherer Volatilität weitgehend stabilisiert. Damit hinken sie allerdings der allgemeinen Börsenentwicklung, die teilweise neue Kursrekorde aufstellte, hinterher. Während sich das Zinsniveau im Euro-Raum konsolidiert haben dürfte, ist die weitere Zinsentwicklung nach einer ersten Leitzinssenkung der USA im September und angesichts politischen Drucks weiter unklar. Die daraus resultierende Wechselkursentwicklung zwischen Euro und US-Dollar machte sich auch in der Performance des gelisteten Real-Estate-Segments bemerkbar, sofern man diese in Euro berechnet beziehungsweise mit in Euro notierten Indizes vergleicht.

Die wichtigsten Leitbörsen waren in den vergangenen sechs Monaten (per 30. September) auf Rekordjagd: Der US-amerikanische S&P 500 setzte nach einem kurzen, aber deutlichen Kursrutsch in der ersten Aprilwoche zu einer Rekordjagd an und steht Stand Ende September bei einem Plus von 19 %. In der Tendenz ähnlich, wenn auch etwas weniger dynamisch, verlief die Entwicklung des deutschen Leitindex DAX. Dort stand am Ende des Betrachtungszeitraums ein Plus von 8 % zu Buche, seit Mitte Mai hat es keine nennenswerten Kurszuwächse mehr gegeben. Im Vergleich zum S&P verlief die Entwicklung bei gelisteten Immobilienaktien und REITs deutlich verhaltener. Der Total Return des einschlägigen FTSE EPRA Nareit Index lag im Betrachtungszeitraum für Nordamerika bei 3,8 % und für Europa verzeichnete er ein Plus von 5,8 %. Damit bewegte er sich jeweils etwas unterhalb der Performance des DAX.

Die unterschiedliche Währungsentwicklung lässt sich an den Indexentwicklungen nicht ablesen, da sie auf Basis des US-Dollars (Nordamerika) sowie des Euro (Europa) berechnet sind. Je nachdem, wie man als Investor im jeweils anderen Währungsraum allokiert ist, macht sich eine Abwertung des Dollars gegenüber dem Euro um 13 % seit Jahresbeginn beziehungsweise um 8 % seit Anfang April natürlich durchaus in der Performance des Gesamtportfolios bemerkbar. Zuletzt haben sich die Wechselkurse jedoch auf etwa diesem Niveau stabilisiert; die weitere Entwicklung ist schwer vorhersehbar und hängt unter anderem von geld- und fiskalpolitischen Entscheidungen in den USA ab.

Die Outperformer des vergangenen Halbjahres (per 30. September) waren **Diversified Healthcare Trust** (+92 %), ein Spezialist für unterschiedliche Healthcare- und Bürosegmente in den USA, gefolgt von dem US-amerikanischen Logistik-REIT **Industrial Logistics Properties Trust** (+85 %) sowie dem US-Office-Anbieter **Paramount Group** (+59 %). Die positive Performance aller drei „Gewinner“ ist allerdings im Lichte der niedrigen Ausgangsbasis von deren Aktien zu sehen. Industrial Logistics und Diversified Healthcare sind jeweils hoch verschuldet, die Aktien reagieren entsprechend sensibel auf Veränderungen des Marktumfelds. Zum hohen Leverage beider Unternehmen kommen heikle strategische Entscheidungen der Management-Teams in den vergangenen Jahren hinzu. Industrial Logistics verhub sich mit der im Jahr 2022 abgeschlossenen Übernahme des US-Logistikrivalen Monmouth Real Estate, während Diversified Healthcare bei der Übernahme des US-Büro-REITs Office Properties Income Trust im Jahr 2023 am Widerstand der eigenen Aktionäre scheiterte. Im Senior-Housing-Segment kommt bei Diversified Healthcare ferner, wie bei vielen Marktteilnehmern, ein hoher Margendruck zur schwierigen Ausgangslage hinzu. Paramount sah sich in den vergangenen Jahren als Büroanbieter einerseits mit einer unvorteilhaften nachfrageseitigen Entwicklung konfrontiert. Verstärkt wurde die Entwicklung allerdings auch hier von zweifelhaften strategischen Entscheidungen. So hatte das Management zwei rückwirkend aus Aktionärssicht sehr lukrative Übernahmeangebote abgelehnt, was den Aktienkurs zusätzlich belastete. Mit der Ankündigung eines strategischen Review-Prozesses im Mai 2025 konnte das Management das verlorene Vertrauen teilweise wiederherstellen. Die folgende Erholung beruht ursächlich auf einem im September 2025 erhaltenen weiteren Übernahmeangebot (vgl. hierzu den Absatz zum Transaktionsgeschehen).

Die Liste der Underperformer wird angeführt von den einzigen beiden börsennotierten US-amerikanischen Kühllager-Spezialisten, **Americold Realty Trust** (-38 %) und **Lineage** (-30 %). Die beiden decken etwa 70 % des US-amerikanischen Marktes ab. Das Geschäft ist margenschwach und kapitalintensiv, Cold-Storage-Erträge sind generell volatil und konjunkturabhängig, zudem sind viele Liegenschaften in die Jahre gekommen und müssten modernisiert werden. Im Falle von Lineage kommt zur schwierigen Gesamtlage des Sektors noch der 2025 publizierte Vorwurf der Irreführung von Aktionären im Rahmen des 2024 erfolgten Börsengangs des Unternehmens und eine in der Folge angestrengte Sammelklage hinzu.

Das Transaktionsgeschehen am Immobilienmarkt wie auch im Listed-Real-Estate-Segment hat in den vergangenen Monaten langsam wieder zugenommen, wenn auch auf niedrigem Niveau. So kam es im Beobachtungszeitraum April bis September 2025 zu einigen nennenswerten Transaktionen. Rang eins und drei der größten Transaktionen im Betrachtungszeitraum fielen dabei auf den europäischen Healthcare-Sektor: Die Übernahme des belgischen Pflegeheim-Unternehmens **Cofinimmo** durch den ebenfalls in Brüssel notierten, in mehreren Ländern Europas tätigen Wettbewerber **Aedifica** für 5,6 Milliarden Euro sowie die Übernahme des britischen Healthcare-REITs **Assura** durch die britische **Primary Health Properties** für umgerechnet 3,5 Milliarden Euro. Den zweitgrößten Deal der Periode wird aller Voraussicht nach das im September veröffentlichte Privatisierungsangebot für den US-Büro-REIT **Paramount Group** des gelisteten Investment-Managers **Rithm Capital** in Höhe von 4,9 Milliarden Euro darstellen. Zusammen mit der Übernahme von City Office REIT durch Affiliate-Unternehmen von Paul Singers Hedgefonds Elliott Management (1,0 Milliarden Euro) sowie dem schlussendlich abgelehnten Angebot für Orion Properties (0,6 Milliarden Euro) weist das Angebot für Paramount auf das zunehmende Interesse opportunistischer Käufer am nord-amerikanischen Bürosegment hin.

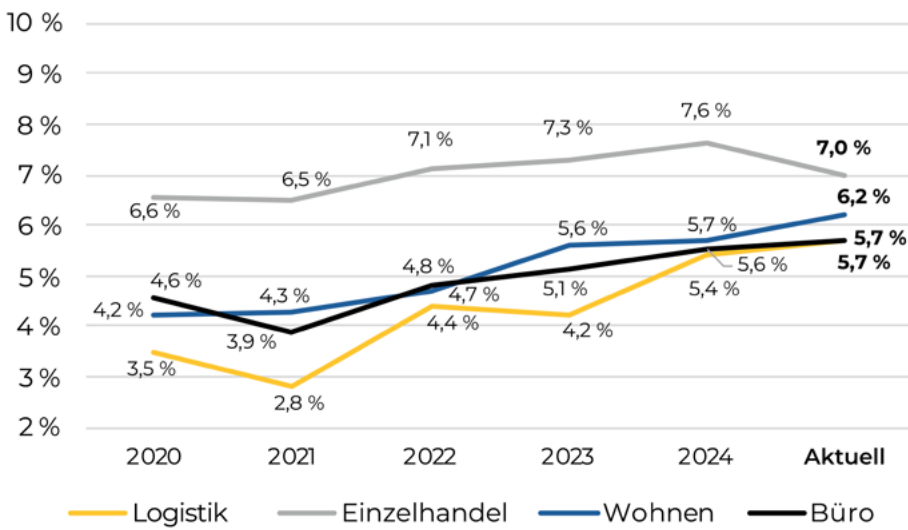
Neben vollständiger Unternehmensübernahmen fällt weiterhin die zunehmende Beschäftigung aktivistischer Investoren mit dem Immobiliensektor auf. So gingen beispielsweise von Elliott Management neben dem erwähnten Angebot für **City Office** zusätzlich Engagements in zwei großen US-REITs aus. Elliott baute seine Position im weltweit größten Data-Center-REIT Equinix aus, nachdem dieser in der Folge der Ankündigung einer stark auf Projektentwicklungen fokussierten strategischen Neuausrichtung extreme Kursverluste hinnehmen musste. Obwohl Elliott seine Kritikpunkte gegenüber dem Equinix-Management nicht publik machte, könnte insbesondere die Steigerung der operativen Effizienz des Unternehmens zentral für den Hedgefonds sein. Mit der Beteiligung am US-Logistik-REIT Rexford Industrial dürfte Elliott ebenfalls aggressiv auf strategische Veränderungen drängen. Rexford hielt in den Monaten vor dem Einstieg des Hedgefonds trotz des zunehmend unvorteilhaften Kapitalmarktumfelds an seiner Wachstumsstrategie fest. Nach dem Einstieg von Elliott verkündete das Management von Rexford dann für die Monate Juli und August ein Aktienrückkaufprogramm in Höhe von 100 Millionen US-Dollar und leitete damit eine Anpassung der Kapitalallokationsstrategie im Einklang mit den Interessen der Aktionäre ein.

IMPLIED CAP RATES

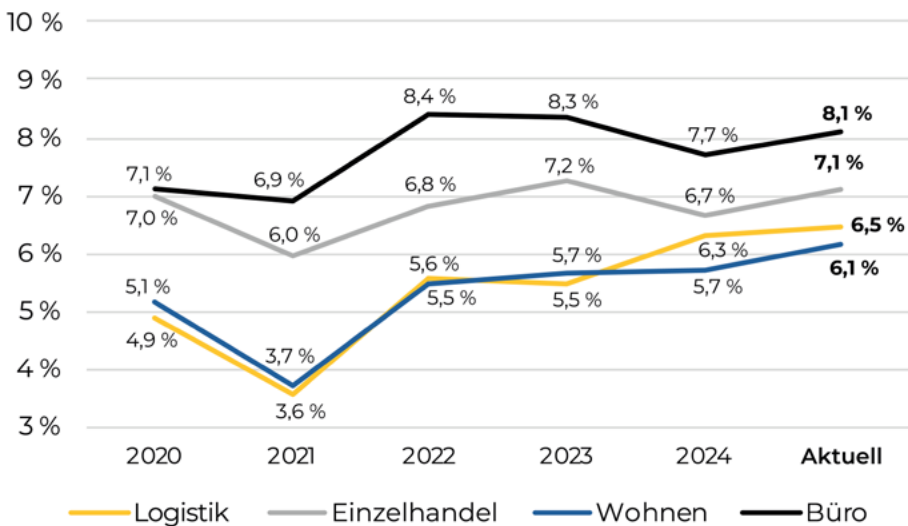
Die Implied Cap Rates beschreiben das Verhältnis aus operativem Nettoeinkommen (in der Regel den Nettomietenerträgen) zur Marktkapitalisierung einschließlich Nettoschulden.

- Sie sind in Europa in den Segmenten Büro und Logistik marginal und im Wohnsegment deutlicher gestiegen, während im US-Einzelhandelssegment ein Rückgang der Renditen zu verzeichnen war.
- In Nordamerika ist ein leichter bis mittlerer Renditeanstieg in allen vier Segmenten zu beobachten.

EUROPA



NORDAMERIKA



Quelle: ACM; Fiskaljahre 2020–2024, 2025 per 30.09.2025.

Weitere Beobachtungen:

- Die mit Abstand höchsten Yields sind im US-amerikanischen Office-Segment zu verorten, worin die anhaltende Skepsis unter Investoren gegenüber diesem Segment zum Ausdruck kommt. Tatsächlich ist dort auch der Leerstand (siehe unten) am höchsten. Auffällig ist zudem der überproportionale Renditeanstieg im US-Einzelhandelssegment. Der Anstieg ist hierbei auf das Subsegment der Strip Center zurückzuführen, klassische Shopping Malls blieben im Betrachtungszeitraum bezüglich der Rendite nahezu konstant.
- Auf beiden Kontinenten ist aktuell eine vergleichsweise geringe Renditedifferenz zwischen den vier betrachteten Segmenten zu beobachten. Während sich die Renditen in den Jahren 2020 bis 2022 im Segmentvergleich noch deutlich unterschieden, handeln aktuell die Segmente Wohnen und Logistik deutlich näher an den traditionell als „Sorgenkinder“ angesehenen Segmenten Büro und Einzelhandel. Zum einen ist dies sicherlich weiterhin auf das Nachlassen der Sondereffekte der Pandemiezeit zurückzuführen. Im Falle des Logistiksegments dürfte aber auch die zunehmende Zersplitterung des Welthandels eine nachteilige Rolle spielen.
- Während in den drei anderen Segmenten vergleichbare Renditeniveaus im Vergleich zwischen Europa und Nordamerika zu beobachten sind, weist das Office-Segment in Europa wesentlich niedrigere Renditen auf als das in Nordamerika. Unter Umständen deutet jedoch die zunehmende Transaktionsaktivität im US-Markt (vgl. Absatz zur Paramount Group) auf eine langsame Trendwende bei US-Büros hin.

Über die Implied Cap Rate

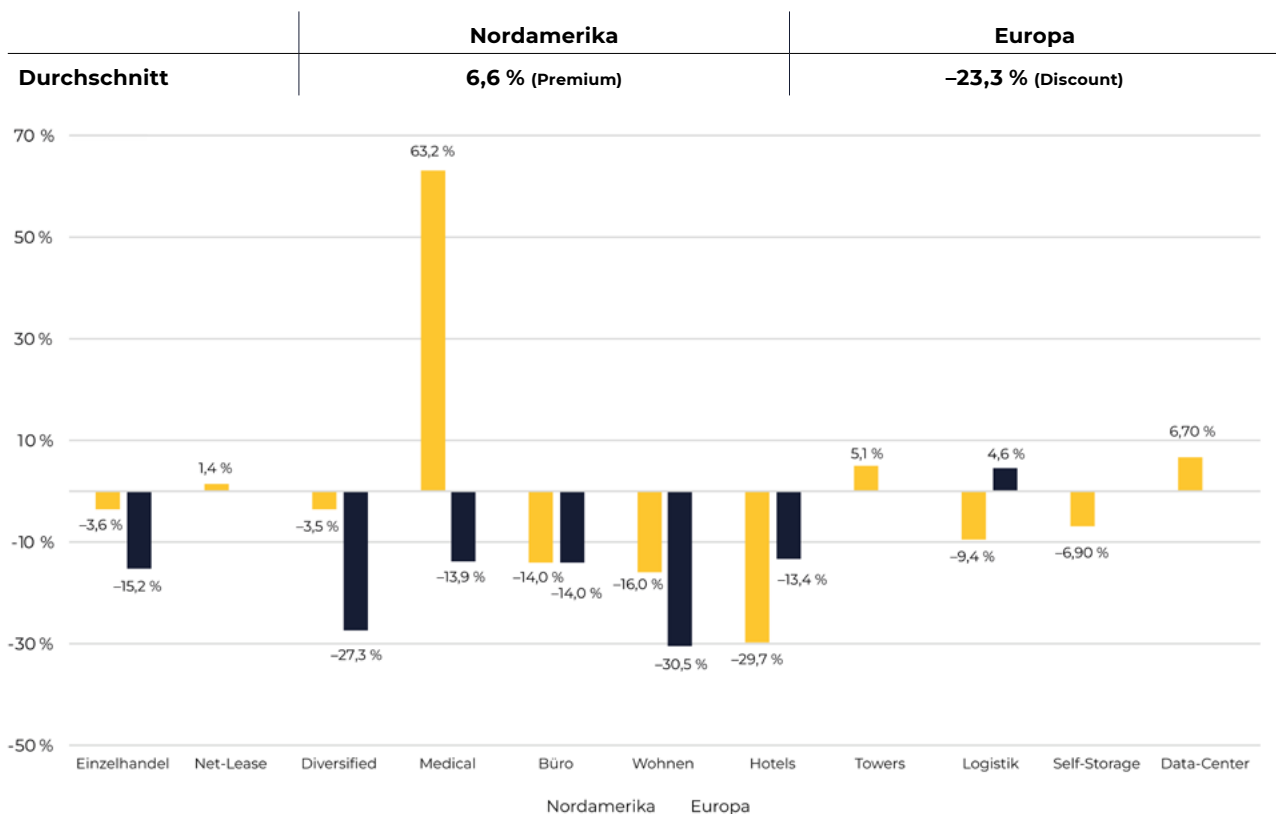
Als „Implied Cap Rate“ bezeichnet man das Verhältnis des operativen Nettoeinkommens (NOI) eines börsennotierten Immobilienunternehmens bzw. REITs zum Marktwert des Unternehmens (Marktkapitalisierung plus Verschuldung abzgl. liquider Mittel). Die Implied Cap Rate stellt somit das Äquivalent zur (am direkten Immobilienmarkt zentralen) Cap Rate dar. Anders als am direkten Markt, bei dem Immobilientransaktionen zur Ermittlung der Cap Rates herangezogen werden, erfolgt die Bewertung bei Immobilienaktien täglich im Rahmen des Börsenhandels als destillierte Einschätzung sämtlicher aktiver Marktteilnehmer. Steigende Implied Cap Rates können sowohl auf steigende operative Erträge (NOI) als auch auf sinkende Börsenkurse – oder beides – zurückgehen. Die Implied Cap Rates in Verbindung mit den Wachstumsaussichten eines Unternehmens stellen für uns eine wesentliche Kennzahl zur Beurteilung der Marktlage und der Bewertung einzelner Unternehmen und Sektoren dar.

NAV-SPREAD

Im Vergleich zur vorigen Ausgabe des **AVENTOS Listed Real Estate Reports** haben sich die damals beobachteten Trends verstärkt: In Nordamerika ist das NAV-Premium auf 6,6 % gestiegen, während umgekehrt der Discount in Europa auf 23,3 % größer geworden ist. Bei der Interpretation der US-Spreads ist zu beachten, dass das Premium aus der Bewertung einiger weniger großer Segmente resultiert. So weisen lediglich Rechenzentren, Towers, Medical und Net-Lease moderat positive Werte auf, während die traditionellen Segmente (zusätzlich das Self-Storage-Segment) mit Abschlag gehandelt werden. Der außergewöhnlich hohe Aufschlag im Medical-Bereich ist abermals auf das Unternehmen Welltower zurückzuführen, dessen Preis aktuell beim Zweifachen des Net Asset Values liegt und das mit einer Marktkapitalisierung in Höhe von circa 120 Milliarden US-Dollar das Segment dominiert.

In Europa ist insbesondere der hohe Discount des Wohnsegments auffällig, exemplarisch für die Situation am gelisteten Wohnimmobilienmarkt steht hier die deutsche Vonovia. Seit 2021 handelt das Unternehmen beinahe durchgehend zu einem beträchtlichen Abschlag zum Net Asset Value. Diskussionswürdige Übernahmen, hoher Leverage und ein schwieriges regulatorisches Umfeld dürften die primären Ursachen der niedrigen Börsenbewertung sein.

Besonders deutlich ist aktuell ferner der Abschlag auf US-Hotels. Das Segment handelt zwar seit circa einem Jahrzehnt praktisch durchweg unterhalb des NAV, mit knapp 30 % Abschlag ist die Skepsis des Kapitalmarkts momentan allerdings besonders hoch. Hotel-REITs haben mit hoher Kapitalintensität, Sensitivität des Geschäftsmodells in Bezug auf die Entwicklung der wirtschaftlichen Situation sowie einem enormen operativen Leverage zu kämpfen und reagieren damit sehr stark auf politische und wirtschaftliche Unsicherheit. Im Einzelnen lag zum Ende des dritten Quartals 2025 der durchschnittliche, nach Marktkapitalisierung gewichtete NAV-Spread je nach Nutzungsart wie folgt:



Quelle: Eigene Darstellung auf Grundlage von Daten von S&P Capital IQ Pro.

Über den NAV-Spread

Der NAV-Spread drückt die Differenz zwischen der Marktkapitalisierung des entsprechenden Unternehmens an der Börse und dem Net Asset Value (NAV) aus, also der Bewertung des Immobilienportfolios und etwaiger sonstiger Vermögenswerte abzüglich Verschuldung. Ist der NAV größer als die Marktkapitalisierung, liegt ein NAV-Discount vor und die Aktie ist an der Börse vergleichsweise günstig zu haben – der Zugang über die Börse wäre also günstiger als der hypothetische direkte Kauf des gesamten Immobilienportfolios. Ist umgekehrt die Marktkapitalisierung größer als der NAV, liegt ein NAV-Premium vor.

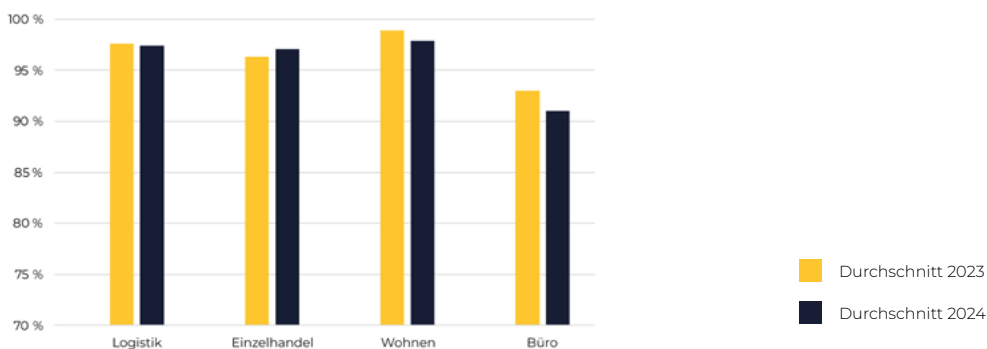
IMMOBILIENWIRTSCHAFTLICHE KENNZAHLEN

Die Trends bei den Implied Cap Rates sowie dem NAV-Spread lassen sich auch diesmal wieder teilweise an immobilienwirtschaftlichen Kennzahlen ablesen. Das zeigt ein Blick auf die Vermietungs- und Finanzierungsquoten börsennotierter Immobilienunternehmen – auch wenn zum Teil abweichende Methoden und Betrachtungszeiträume zugrunde liegen.

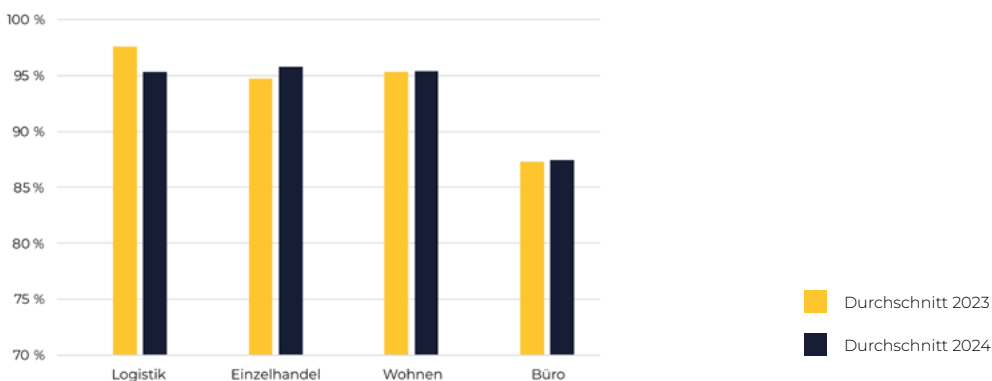
Vermietungsquoten

Die Vermietungsquoten börsennotierter Immobilienunternehmen werden nur jährlich erhoben. Seit dem letzten **AVENTOS Listed Real Estate Report** aus dem Frühjahr 2025 stehen demnach keine neueren Zahlen zur Verfügung. Nach letztem Stand liegen sie sowohl in Europa als auch in den USA in den Segmenten Logistik, Einzelhandel und Wohnen bei über 95 %. Eine Ausnahme bildet nach wie vor das Bürosegment, vor allem in Nordamerika.

EUROPA



NORDAMERIKA

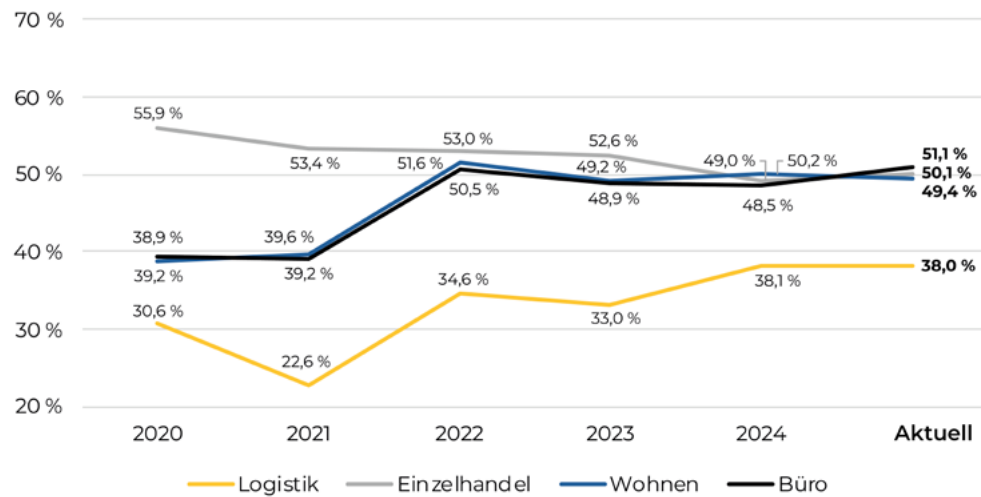


Quelle: S&P Capital IQ Pro; Fiskaljahresende 2023 und 2024.

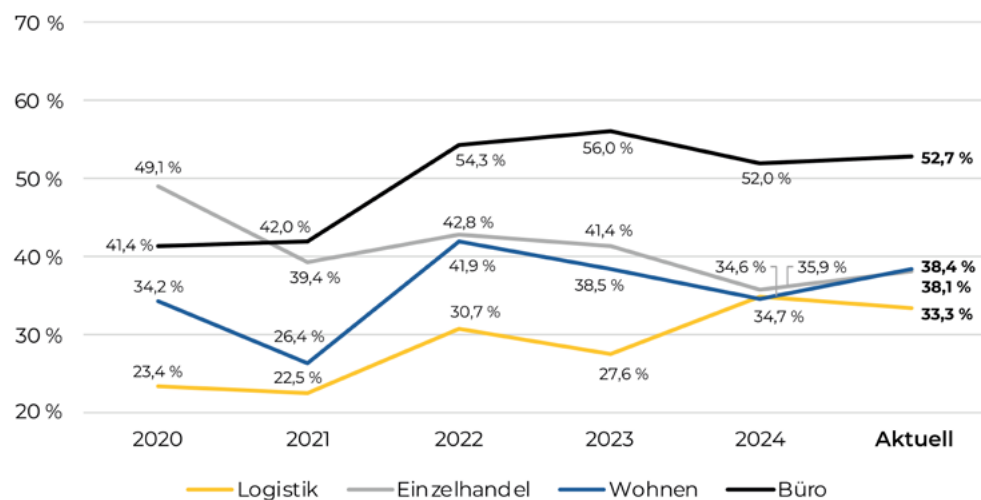
LEVERAGE

Beim Verschuldungsgrad (Leverage) – also dem aufgenommenen Fremdkapital in Relation zum Unternehmenswert (Marktkapitalisierung plus Schulden, abzüglich liquider Mittel) – zeigt sich im Vergleich beider Kontinente ein differenziertes Bild. Mit Ausnahme des Bürosegments, in dem die aktuell niedrigen Bewertungen den Nenner der Leverage-Formel belasten, sind die nordamerikanischen Unternehmen im Durchschnitt weiterhin moderat gehebelt. In Europa fällt nach wie vor das Logistiksegment als positiver Ausreißer mit relativ niedriger Fremdkapitalquote auf. Die Vorteile einer verhältnismäßig niedrigen Verschuldung werden in der Betrachtung des gesamten Immobilienzyklus deutlich, regelmäßig überwiegen die Nachteile während Phasen höherer Zinsen und niedrigerer Immobilienbewertungen die Hebelwirkung auf die Eigenkapitalrendite in stärkeren Marktphasen. Es scheint, dass diese Lektion an den nordamerikanischen Immobilienaktienmärkten nach wie vor deutlich besser verinnerlicht wurde als an den europäischen.

EUROPA



NORDAMERIKA

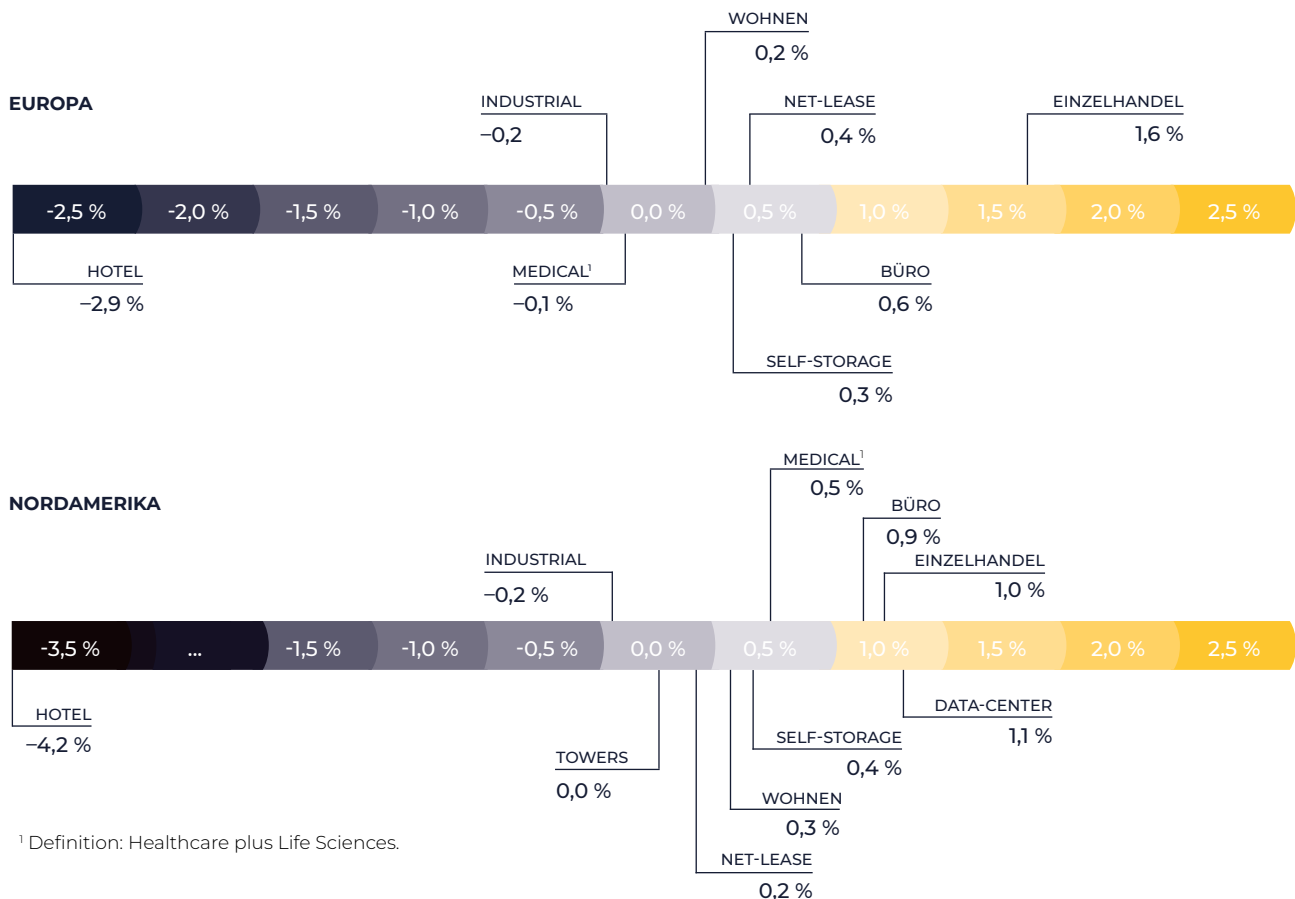


Quelle: ACM; Fiskaljahre 2020–2024, 2025 per 30.09.2025.

ACM SEKTOR MOMENTUM

Die Werte für das „ACM Sektor Momentum“ sind inzwischen stark von der schrittweisen Normalisierung der in den vergangenen Jahren vorherrschenden Sondereffekte der Pandemie geprägt. Auffällig ist, dass das Logistiksegment auf beiden Kontinenten die (vergleichsweise) hohen Bewertungen der vergangenen Jahre wieder einbüßt. Die beobachtete Angleichung der Implied Cap Rates im Segmentvergleich zeigt sich insofern auch bei den Momentum-Werten. Relative Gewinner auf beiden Seiten des Atlantiks sind sodann, wenig überraschend, die traditionellen Sektoren Einzelhandel und Büro. Die Sonderrolle des US-Rechenzentrumsektors ist weiterhin eminent. Die Bewertungskorrekturen anderer Segmente sind aufgrund der schwindelerregenden Nachfrage nach Kapazität bei den Rechenzentren nicht zu beobachten. Für das Hotelsegment ist immer noch ein aus dem Einbruch der Einnahmen in den ersten Pandemie Jahren 2020 und 2021 resultierender Sondereffekt zu beachten, der die Implied Cap Rates des Segments in diesen Jahren temporär nahe an den Nullpunkt gedrückt hat.

Das „ACM Sektor Momentum“ fällt zum Ende des dritten Quartals 2025 für die unterschiedlichen Sektoren wie folgt aus:



Wie entsteht der „ACM Sektor Momentum“-Indikator?

1. Berechnung der Implied Cap Rates (Median) nach Sektor und Jahr, jeweils getrennt für Nordamerika und Europa
2. Berechnung der durchschnittlichen Implied Cap Rate aller Sektoren pro Jahr
3. Berechnung der Differenz zwischen der Implied Cap Rate je Sektor und Jahr (1) und der durchschnittlichen Implied Cap Rate pro Jahr (2)
4. Berechnung des Durchschnitts aus (3) für die vergangenen vier Jahre
5. Berechnung der Differenz aus dem historischen Vergleich der sektorspezifischen relativen Implied Cap Rates (4) und den aktuellen Daten

Über das ACM Sektor Momentum:

Der „ACM Sektor Momentum“-Indikator vergleicht das aktuelle Pricing eines Sektors auf Basis der Implied Cap Rates mit dem Pricing des Gesamtmarkts und setzt den Preisunterschied mit den historisch beobachteten Implied Cap Rates (seit 2020) ins Verhältnis. Ein Sektor mit einem negativen Momentum-Wert ist somit im historischen Vergleich an den Börsen relativ niedrig bepreist, ein Sektor mit einem positiven Momentum relativ hoch – immer gemessen an den Implied Cap Rates. Relativ hohe Implied Cap Rates entsprechen dabei relativ niedrigen Bewertungen.

FAZIT:

Mit dem technologiebetriebenen Boom insbesondere des S&P-500-Index können Immobilienaktien gegenwärtig nicht mithalten. Im Vergleich mit den hohen Bewertungen des allgemeinen Aktienmarkts kann der Immobiliensektor aktuell auf Basis von Implied Cap Rates und NAV-Spreads als moderat bepreist angesehen werden.

Im Vergleich der Immobiliensegmente ist weiterhin ein post-pandemischer Konsolidierungseffekt zu beobachten: Die zeitweisen Übertreibungen einzelner Segmente (Logistik, Towers, Self-Storage, Wohnimmobilien in den Vereinigten Staaten) weichen wieder einem ausgeglicheneren Verhältnis zum Gesamtmarkt. Hoffnung für die Zukunft des Bürosegments macht die zunehmende Übernahmeaktivität in den USA. Die allgemeinen Bewertungsunterschiede auf Basis des Net Asset Values zwischen Nordamerika und Europa bleiben trotz der politischen und wirtschaftlichen Turbulenzen in den Vereinigten Staaten zulasten Europas bestehen.

DISCLAIMER

Die Informationen in diesem Bericht dienen ausschließlich Informationszwecken und stellen weder eine Anlageberatung noch eine Empfehlung, ein Angebot oder eine Aufforderung dar, Wertpapiere oder andere Finanzinstrumente zu kaufen oder zu verkaufen. Frühere Wertentwicklungen, die in diesem Report aufgeführt werden, sind kein Indikator für zukünftige Ergebnisse.

Wirtschafts- und Marktinformationen, die in diesem Dokument enthalten sind, stammen aus öffentlich zugänglichen Quellen, die von Dritten erstellt wurden. Die AVENTOS Capital Markets GmbH & Co. KG übernimmt keine Verantwortung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen.

AVENTOS Capital Markets GmbH & Co. KG übernimmt keine Gewährleistung in Bezug auf die Angemessenheit, Richtigkeit, Genauigkeit oder Vollständigkeit der hierin enthaltenen Informationen (einschließlich, aber nicht beschränkt auf Informationen, die von Dritten stammen). Zudem lehnt die AVENTOS Capital Markets GmbH & Co. KG ausdrücklich jegliche Verantwortung oder Haftung dafür ab und übernimmt keine Verantwortung für die Aktualisierung oder Korrektur der in diesem Bericht enthaltenen Informationen.

KONTAKT**AVENTOS Group**

Geschwister-Scholl-Straße 5
10117 Berlin

Ansprechpartner: Dr. Johannes Braun | research@aventos.group