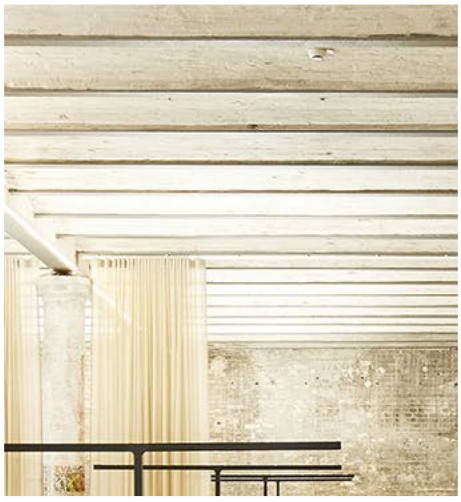
Listed Real Estate Report

No. 3 Spring 2025



DER IMMOBILIENAKTIEN- UND REIT-MARKT IM ÜBERBLICK

Immobilienaktien und REITs haben den vorherigen Aufwärtstrend im vergangenen Halbjahr nicht fortsetzen können. Das hatte vor allem zwei Ursachen: Erstens ist die Aufholjagd nach den übertriebenen Kursstürzen 2022 weitgehend beendet. Zweitens ist der Zinsoptimismus einer gewissen Skepsis gewichen, ob die Inflation wirklich nachhaltig eingedämmt worden ist und die Notenbanken nicht wieder einen restriktiveren Kurs einschlagen könnten. Der „AVENTOS Listed Real Estate Report" zeigt, welche Sektoren noch vielversprechendes Wachstumspotenzial oder signifikante NAV-Discounts aufweisen.

Das Börsengeschehen zeigte sich im vergangenen Halbjahr (per 31. März) sehr differenziert und sehr volatil. Der US-amerikanische S&P 500 trat mit einem kleinen Minus von 2,2 % im Stichtagsvergleich nur scheinbar auf der Stelle – zeitweise lag er um mehr als 10 % im Plus, was jedoch innerhalb weniger Wochen wieder abschmolz. Ganz anders der deutsche Leitindex DAX, der um 15 % zulegte und zeitweise neue Rekorde (max. +22 %) aufstellte – vor allem gegen Ende des Betrachtungszeitraums. Die Ursachen dürften nicht allein, aber auch nicht zuletzt im Auftreten des neuen US-Präsidenten Donald Trump zu finden sein.

Bei gelisteten Immobilienaktien und REITs fiel die Kursentwicklung in den vergangenen sechs Monaten diesmal schwächer aus als im Zeitraum zuvor: Der Total Return des aussagekräftigen Index FTSE EPRA Nareit lag für Nordamerika bei minus 5,7 %, für Europa verzeichnete er sogar ein Minus von 12,3 %.

Nachdem infolge des Zinsschocks 2022/23 die Aktienkurse vor allem im Immobiliensegment sehr stark abgewertet hatten, waren die zweite Hälfte 2023 und 2024 von einer Kurserholung geprägt, die nun offenbar zum Erliegen gekommen ist. Treiber dieser Entwicklung war primär die Zinsentwicklung. Die EZB hat seit Sommer 2024 bereits sechs Mal ihre Leitzinsen gesenkt. Auch die US-Notenbank Fed hat ihre Geldpolitik seither mehrmals gelockert, wenn auch weniger stark.

Dieser Zinsoptimismus ist jetzt deutlich gedämpft, nicht zuletzt, weil die geplante Zoll- und Fiskalpolitik in den USA und Teilen Europas mit erheblichen Inflationsrisiken einhergeht. Das wiederum könnte die Notenbanken dazu veranlassen, den bisherigen Zinssenkungskurs nicht weiter zu verfolgen oder sogar wieder auf steigende Zinsen umzuschalten. Es gilt abzuwarten, ob dieses Szenario tatsächlich eintritt – die US-Regierung wird bemüht sein, steigende Zinsen zu verhindern –, doch für ganz unrealistisch wird es offenbar nicht gehalten.

Viele Unternehmen notieren aktuell wieder unterhalb des NAVs. Grund dafür dürften Aufholeffekte der Bewertung des Immobilienbestands sein, die in der Regel zeitverzögert stattfinden. Die Aktienmärkte haben Zinssenkungen des vergangenen Jahres unmittelbar wiedergegeben, während die NAVs die Wertänderung lediglich nach einigen Monaten reflektieren. Hinzu kommt noch, dass Immobilienaktien die jüngsten gegenläufigen Entwicklungen bereits wieder einpreisen. Die starken NAV-Spread-Bewegungen seit dem vorherigen Report dürften zu weiten Teilen auf diese beiden, sich verstärkenden Effekte zurückzuführen sein.

Zu den Outperformern der vergangenen sechs Monate per 31. März gehören bemerkenswerterweise mit **The GEO Group** (+124 %) und **CoreCivic** (+62 %) gleich zwei US-amerikanische Gefängnisbetreiber. Die Märkte rechnen durch die Agenda der neuen US-Regierung mit einer deutlichen Verschärfung der Migrationspolitik, von der die beiden REITs durch die Zunahme von Abschiebehaftfällen profitieren würden. Ebenso in der Liste der Halbjahresgewinner vertreten ist der offiziell in den Niederlanden firmierende, aber an der Nasdaq gelistete Hoteleigentümer und -betreiber **Playa Hotels & Resorts** (+67 %) mit seinem Hotelportfolio in der Karibik und in Mexiko – dessen Kursanstieg ist in erster Linie auf die geplante Übernahme durch **Hyatt** zurückzuführen. Zu den Kursverlierern zählt diesmal der schwedische Community-Entwickler **SBB** (Samhällsbyggnadsbolaget i Norden, –55 %), der vor einem halben Jahr noch zu den Outperformern gehörte. SBB weist einen extrem hohen Leverage auf, entsprechend sensitiv reagiert die Aktie auf Änderungen

der wirtschaftlichen Aussichten. Noch etwas größere Kursverluste musste die im US-amerikanischen Cannabis- Geschäft tätige **Innovative Industrial Properties** hinnehmen (–57 %). Ebenfalls unter den drei Unternehmen mit den größten Verlusten ist der extern gemanagte US-amerikanische Hotel- und Net-Lease-Titel **Service Properties Trust** (–44 %). Insbesondere die Performance von dessen Hotelportfolio hing seit der COVID-19-Krise hinter der anderer Hotelanbieter zurück. Zusätzlich trug im Fall von Service Properties Trust dann noch ein überhöhter Leverage zur sehr negativen Performance bei.

Auch im Herbst und Winter 2024/25 kam es wieder zu Übernahmen und Transaktionen, wenn auch das gesamte Transaktionsgeschehen nach wie vor auf niedrigem Niveau verharrt. Die größten Transaktionen waren die Übernahme und das Delisting des US-amerikanischen Einzelhandelsinvestors **Retail Opportunity Investments Corp.** für 3,7 Mrd. Euro durch **Blackstone** sowie die Übernahme des Coworking-Anbieters **Industrious** durch **CBRE** für knapp 400 Mio. Euro. Erwähnenswert ist außerdem – obwohl es eigentlich außerhalb der Coverage dieses Reports liegt – das 1,2 Mrd. Euro schwere IPO des australischen Data-Center-REITs **DigiCo Infrastructure**, das die aktuelle, globale Data-Center-Boomphase nochmals bestätigt.

IMPLIED CAP RATES

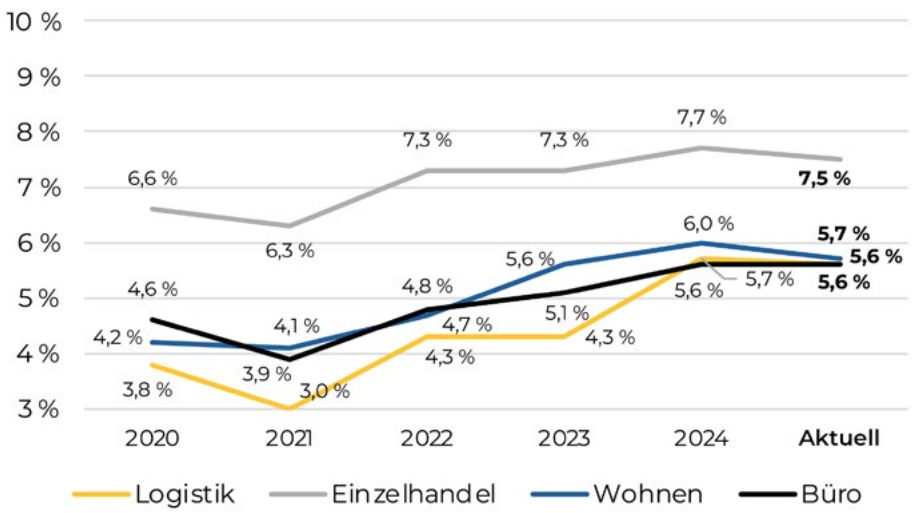
Die Implied Cap Rates, also das Verhältnis aus operativem Nettoeinkommen und Marktkapitalisierung plus Nettoschulden, sind bei den traditionellen Sektoren Büro, Einzelhandel, Wohnen und Logistik in den vergangenen sechs Monaten

- in Europa im Einklang mit der allgemeinen Zinsentwicklung größtenteils marginal zurückgegangen – mit Ausnahme des Bürosegments –, wohingegen
- in Nordamerika ein leichter Yield-Anstieg beziehungsweise eine annähernde Seitwärtsbewegung zu beobachten ist.

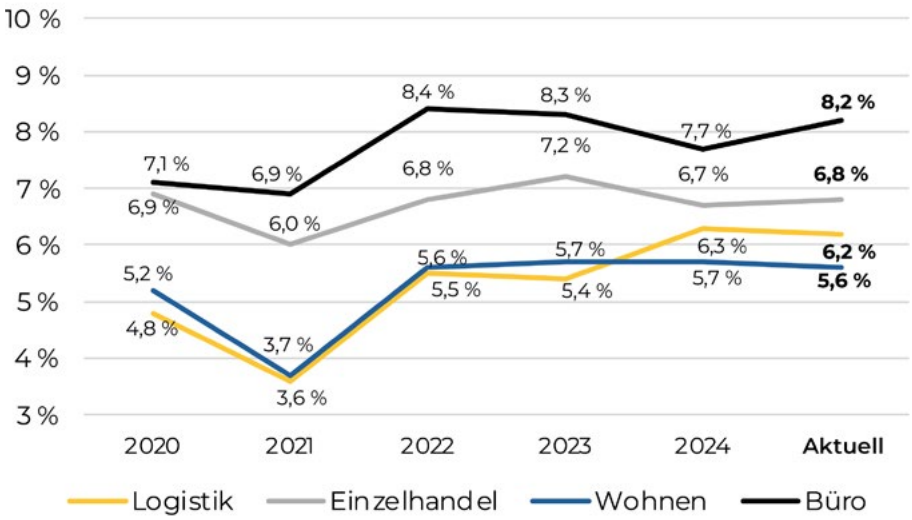
Weitere Beobachtungen:

- Der Renditeanstieg bei den europäischen Bürowerten seit Abschluss des Fiskaljahrs 2023 ist auf Kursrückgänge zurückzuführen, die der nach wie vor verhaltenen Stimmung in diesem Segment geschuldet sind. Offenbar gibt es am Markt nach wie vor strukturelle Vorbehalte gegenüber dieser Nutzungsart, die sich bei den Erträgen aufgrund langfristiger Mietverträge bisher nicht in gleicher Weise manifestiert haben. Dabei zeigt sich zudem immer deutlicher, wie sich hierbei die Spreu vom Weizen trennt – siehe unseren „Listed Real Estate Comment“ vom 16. Januar 2025.
- Auch in Nordamerika ist der langfristige Renditeanstieg im Bürosegment auffällig. Dort liegen die Implied Cap Rates – im Unterschied zu Europa – bereits deutlich höher als bei anderen Nutzungsarten. Logistik und Wohnen dagegen haben sich stabil gehalten, wenn auch auf deutlich höherem Niveau als während der Niedrigzinsphase. Der geringe Yield-Spread zum risikolosen Zinssatz führte hierbei zu einem deutlich stärkeren Renditeanstieg als bei Sektoren, die ohnehin zu erheblichen Renditeaufschlägen gehandelt wurden.
- Der leichte Rückgang der Renditen bei europäischen Wohnimmobilien-Aktienunternehmen könnte auf eine Erholung des Segments hindeuten. Einige Player des Sektors (bspw. **Vonovia**) waren durch einen erhöhten Verschuldungsgrad im Rahmen der Zinserhöhungen der Jahre 2022 und 2023 in Bedrängnis geraten und haben in der Folge deutliche Aktienkurskorrekturen hinnehmen müssen.

EUROPA



NORDAMERIKA



Quelle: ACM; Fiskaljahre 2020–2024, 2025 per 31.03.2025.

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.

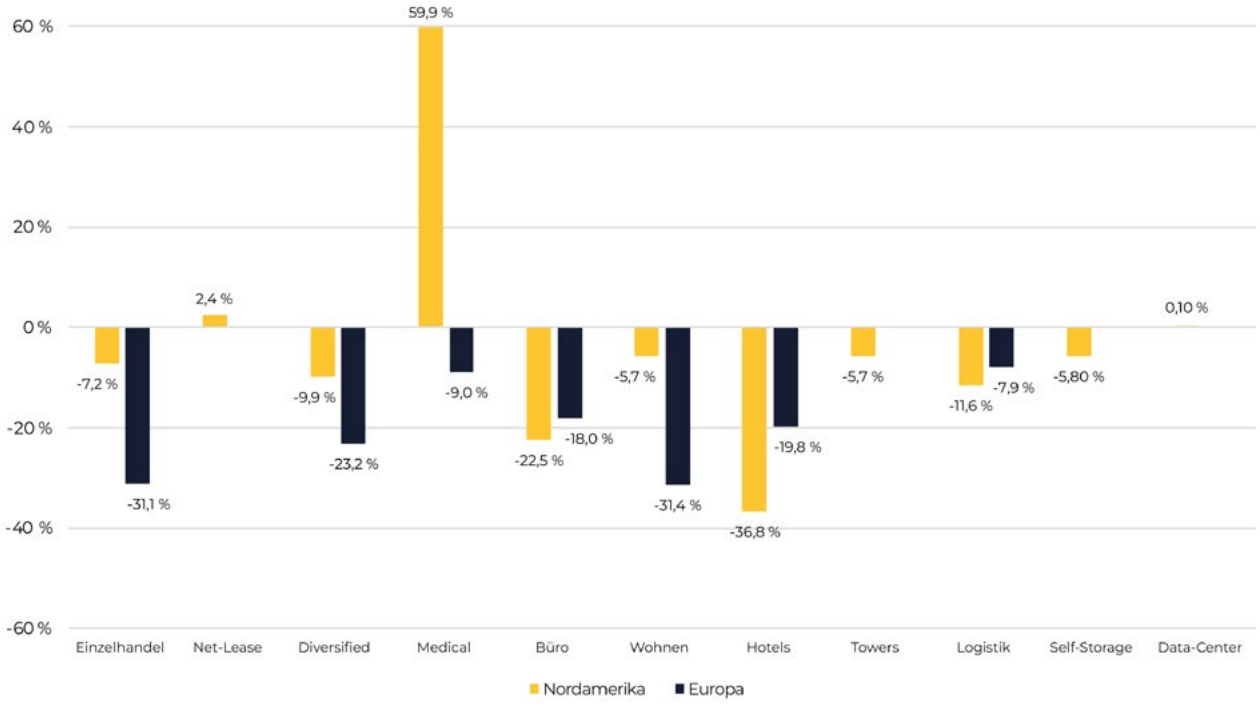
NAV-SPREAD

Der NAV-Spread der meisten Teilsegmente hat sich seit der vorherigen Ausgabe des „AVENTOS Real Estate Reports“ wieder in die Gegenrichtung, also in Richtung Discounts, entwickelt. Das ist insofern überraschend, als dass sich die „Spread-Schere“ zuvor eigentlich wieder langsam geschlossen hatte. In Nordamerika ist das Premium von 9 % auf 3 % gesunken, in Europa ist sogar ein Discount von 22 % zu verzeichnen.

In beiden großen Märkten ist der hohe Discount im Hotelbereich nach wie vor auffällig, vor allem in Nordamerika. Ausreißer mit einem hohen Premium ist der Medical-Bereich in Nordamerika, wobei hier der Sondereffekt des großen und extrem hoch bepreisten REITs **Welltower** eine entscheidende Rolle spielt. Ein weiterer Sondereffekt ist für die große Veränderung des Sektor-Spreads im Vergleich zum vorherigen Report im europäischen Logistik-Segment verantwortlich. Im Vergleich zum Vorgängerreport liegen in der aktuellen Variante Daten für die niederländische **CTP** und die französische **Argan** vor, die zu deutlichen Abschlägen gehandelt werden. Ohne deren Einfluss läge der entsprechende Spread-Wert nach wie vor im positiven Bereich (5,5 %).

Im Einzelnen lag zum Ende des dritten Quartals der durchschnittliche, nach Marktkapitalisierung gewichtete NAV-Spread je nach Nutzungsart bei:

	Nordamerika	Europa
Durchschnitt	**3,1 % (Premium)**	**-22,3 % (Discount)**



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

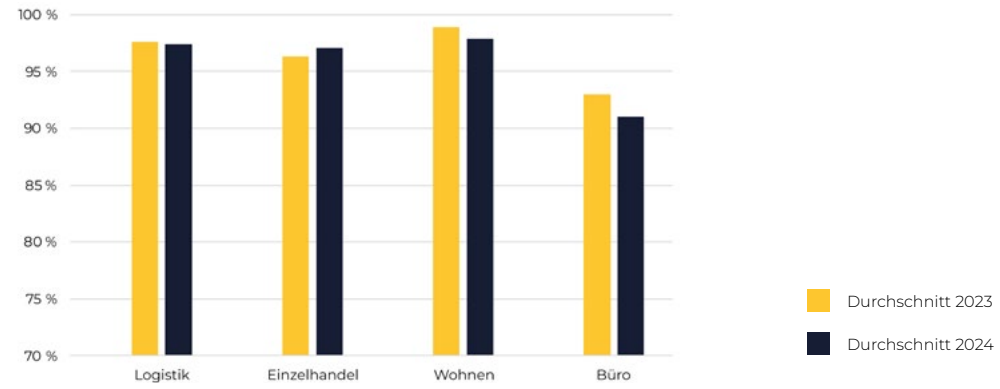
Die Trends bei den Implied Cap Rates sowie dem NAV-Spread lassen sich teilweise auch durch immobilienwirtschaftliche Kennzahlen erklären. Deshalb ist ein Blick auf Vermietungs- und Finanzierungsquoten der Unternehmen sinnvoll – auch wenn zum Teil abweichende Methoden und Betrachtungszeiträume zugrunde liegen.

Vermietungsquoten

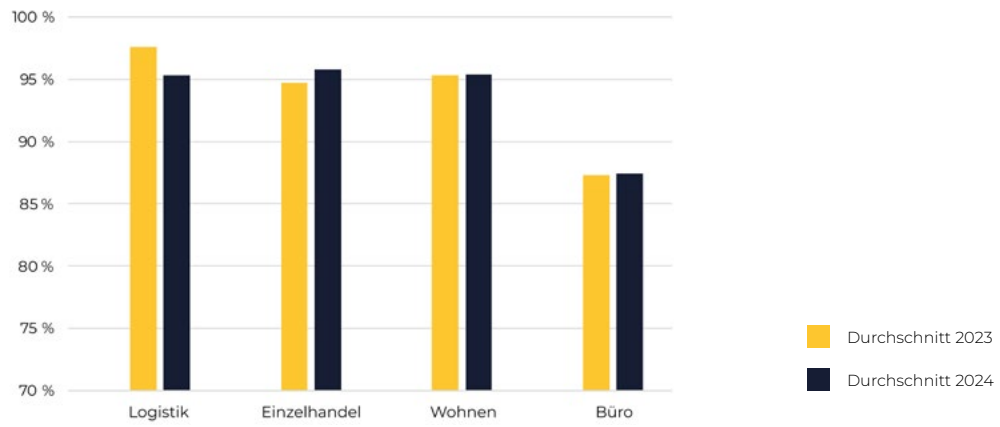
Die Trends bei den Vermietungsquoten börsennotierter Immobilienunternehmen weisen einige Divergenzen auf. Logistik ist in Nordamerika leicht rückläufig, in Europa annähernd stabil. Die anderen Segmente haben sich weitgehend stabil entwickelt – alles auf relativ hohem Niveau von deutlich über 90 %.

Die große Ausnahme bilden jedoch die Büromärkte. Der relativ hohe Leerstand in Europa wird von Nordamerika nochmals übertroffen, und während dort inzwischen eine Stabilisierung zu beobachten ist, gibt es in Europa eine eindeutige Abwärtstendenz, was die Vermietungsquoten betrifft. Wie man es dreht und wendet: Büro ist unter den großen Nutzungsarten derzeit das größte Sorgenkind.

EUROPA



NORDAMERIKA



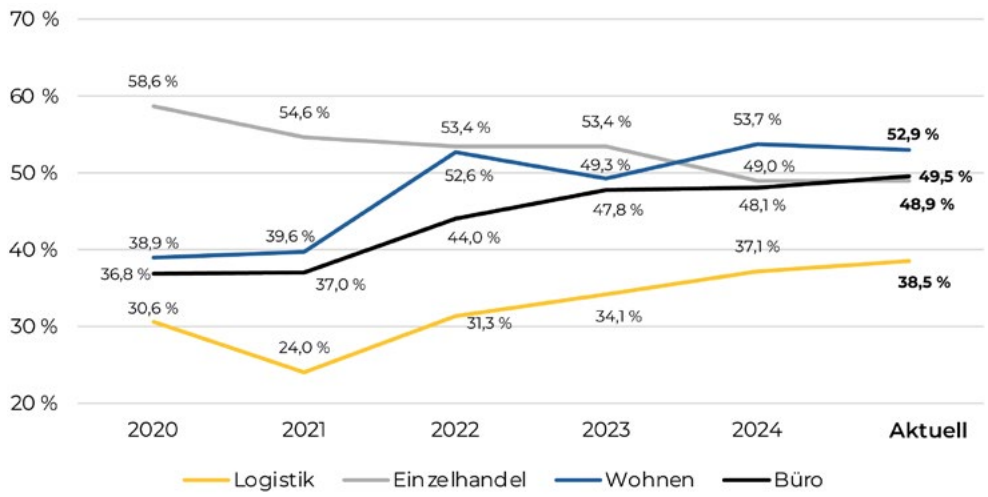
Quelle: S&P Capital IQ Pro; Fiskaljahresende 2023 und 2024.

LEVERAGE

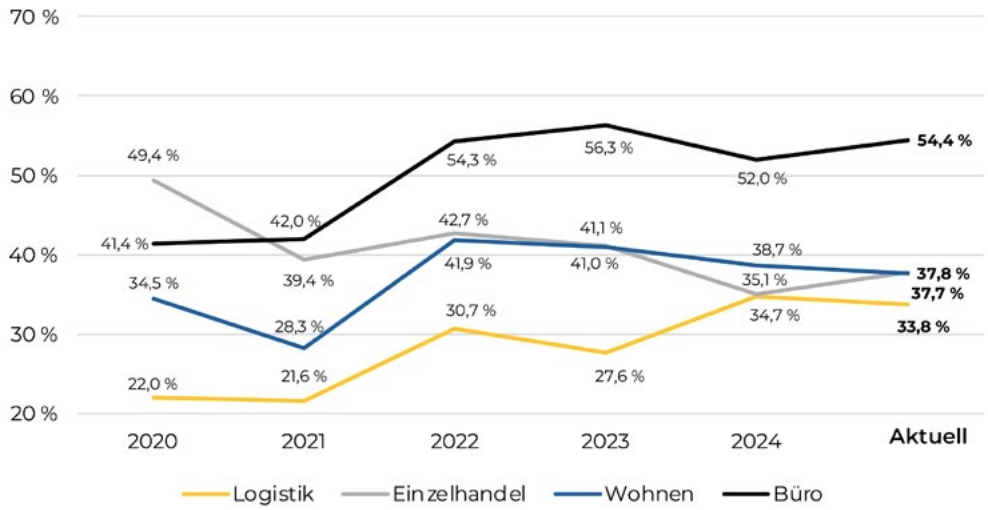
Beim Verschuldungsgrad (Leverage) – also dem aufgenommenen Fremdkapital in Relation zum Unternehmenswert (Marktkapitalisierung plus Schulden, abzüglich liquider Mittel) – zeigt sich ebenfalls ein differenziertes Bild. Während das Jahr 2024 in Nordamerika überwiegend von sinkenden Leverages geprägt war (nicht zuletzt dank der gestiegenen Aktienkurse), sind nun vor allem im Office- und im Retail-Segment wieder steigende Werte zu beobachten. In Europa hingegen stiegen die Leverage-Werte im Laufe von 2024, mit Ausnahme des Retail-Segments, leicht an und bewegen sich seither auf relativ stabilem Niveau. Generell ist in Europa ein auffällig höherer Leverage zu beobachten als in Nordamerika.

Ein Blick in die Bilanzen der betreffenden Unternehmen zeigt jedoch, dass die jüngsten Leverage-Anstiege in den seltensten Fällen auf eine Nettoaufnahme neuen Fremdkapitals zurückzuführen sind, sondern vielmehr auf die Kurskorrektur der Unternehmen. Die leichte Zunahme des Leverage-Werts im europäischen Industrial-Segment seit 2023, auf niedrigem Niveau, dürfte mit der Ausweitung des Fremdkapitalanteils des belgischen REITs **Warehouses De Pauw** in diesem Zeitraum zusammenzuhängen. Mit einem Market Leverage von unter 40 % befindet sich der REIT allerdings nicht in einer problematischen Verschuldungssituation.

EUROPA



NORDAMERIKA



Quelle: ACM; Fiskaljahre 2020–2024, 2025 per 31.03.2025 (Leverage) bzw. 31.03.2025 (Market Cap).

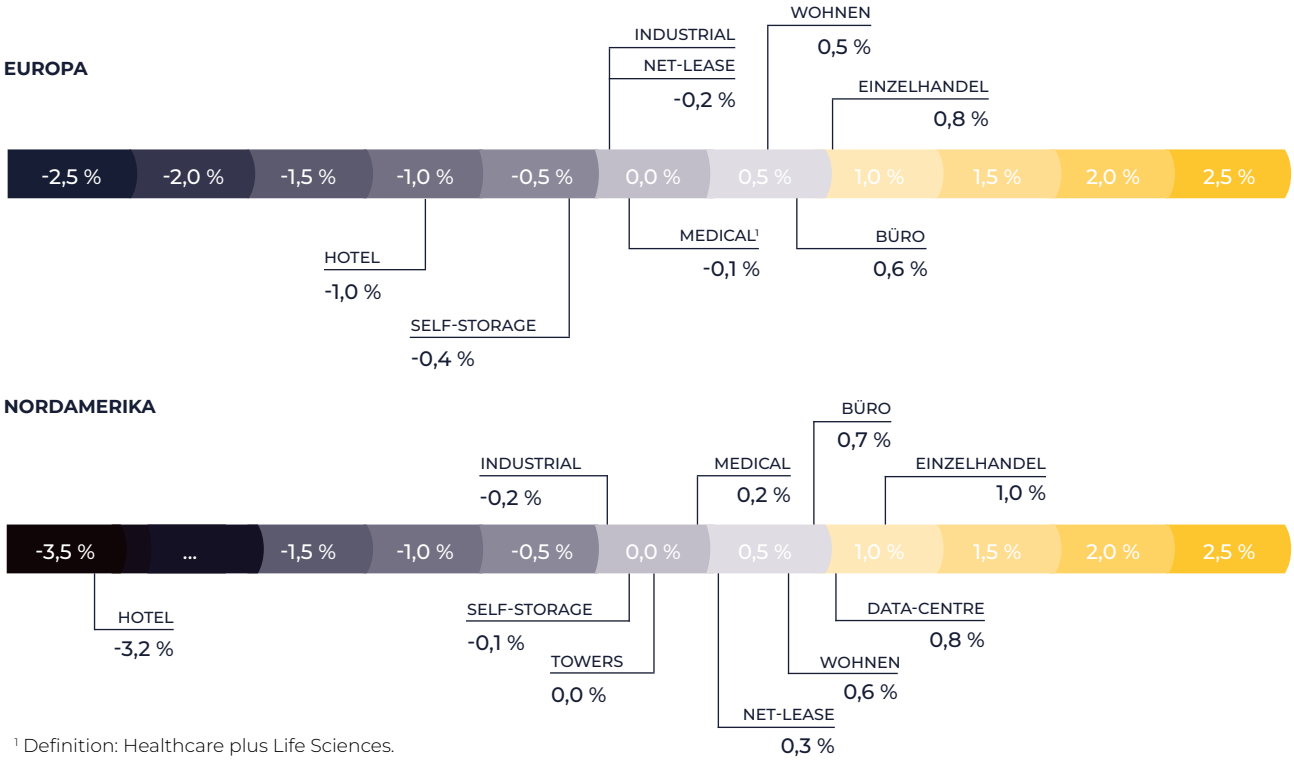
ACM SEKTOR MOMENTUM

Im Vergleich zu den vorherigen Ausgaben des „AVENTOS Listed Real Estate Reports“ fällt bei Betrachtung des aktuellen „ACM Sektor Momentum“-Indikators auf, dass die einzelnen Nutzungsarten wieder enger zusammengerückt sind – und das beiderseits des Atlantiks.

Auffällig negative Sektor-Momentum-Werte weist abermals das Hotelsegment auf, wobei die Corona-bedingten rechnerischen Sondereffekte sichtlich abgeflacht sind. Positiv stechen sowohl in Nordamerika als auch in Europa die Nutzungsarten Wohnen und Büro hervor. Das bedeutet, sie sind im historischen Vergleich der Nutzungsarten und gemessen an der Implied Cap Rate derzeit relativ hoch bewertet.

Im hohen Momentum-Wert des Einzelhandelssegments spiegelt sich weiterhin die strukturelle Erholung der (verbliebenen) zukunftsfähigen Geschäftsmodelle wider. Im Vergleich zu den Vorjahren sind Einzelhandelsaktien insofern aktuell eher hoch bewertet. Ähnliches gilt für Rechenzentren, wenn auch aus anderen Gründen. Dort hält die aus dem AI-Boom resultierende Hochphase bezüglich der Fundamentals weiterhin an, obwohl die beiden Branchenführer **Digital Realty** und **Equinix** Kursrücksetzer hinnehmen mussten. Die anfängliche Aufregung im Zuge der ersten medialen Diskussion des Large-Language-Models DeepSeek Ende Januar 2025 hat sich inzwischen weitestgehend gelegt. Der negative Einfluss des Chatbots auf die weltweit benötigten Rechenzentrumskapazitäten dürfte initial deutlich überschätzt worden sein. Das Momentum des Rechenzentrumssegments ist insofern aktuell noch der zweithöchste Wert des nordamerikanischen Kontinents.

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



¹ Definition: Healthcare plus Life Sciences.

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:

Insgesamt haben sich die NAV-Spreads in den meisten Teilsegmenten wieder geöffnet. Das volatile politische Umfeld auf beiden Seiten des Atlantiks dürfte sich auch in Zukunft in erhöhte Volatilität am Immobilienaktienmarkt übertragen und weitere Gewinner- und Verliererersektoren hervorbringen.

Bisher zählen die Gefängnis-REITs zu den großen Gewinnern einer restriktiveren Migrationspolitik in den USA. Logistikimmobilien in Deutschland und Europa könnten hingegen zukünftig von dem angekündigten Infrastrukturprogramm der wahrscheinlichen neuen deutschen Parteienkoalition profitieren.

Die Konsolidierung und Erholung des Einzelhandelssegments gibt Hoffnung für den Office-Sektor. Nach einer ähnlich langwierigen Konsolidierungsphase sollten auch Office-Bestandshalter gestärkt aus der gegenwärtigen Krise hervorgehen.

Das positive Sentiment des Rechenzentrumssegments hält trotz Aktienkursrücksetzer an, da die Fundamentaldaten weiterhin ausgesprochen positiv sind. Die allgemeine Goldgräberstimmung der Pandemiejahre in den Sektoren Logistik und Self-Storage ist inzwischen vorbei, die Momentum-Werte beider Sektoren sind aktuell negativ.

Nachdem die Kurssteigerungen der Vormonate jetzt weitgehend abgeebbt sind und es zum Teil wieder Korrekturen gegeben hat, erscheinen die Bewertungen im historischen Vergleich nicht mehr hoch zu sein, auch nicht in Relation zum sonstigen Aktienmarktumfeld. Weitgehend verschwunden ist allerdings auch die Zinsfantasie und damit die Hoffnung auf weitere zinsgetriebene Kurssteigerungen.

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