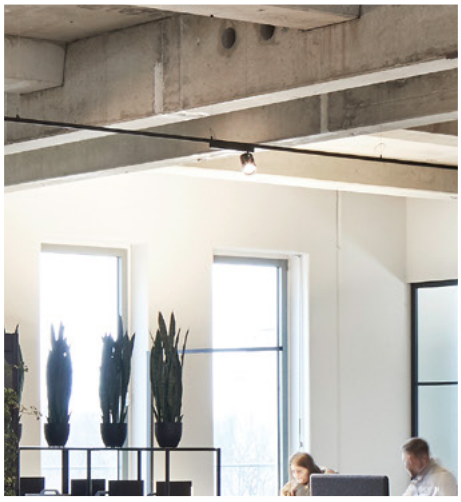
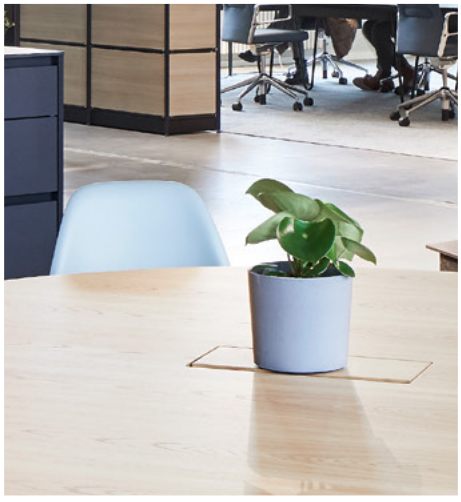
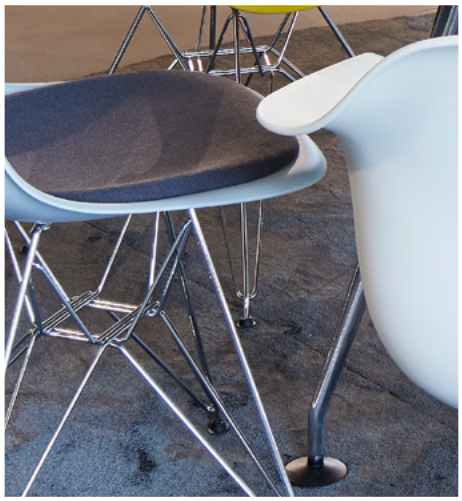
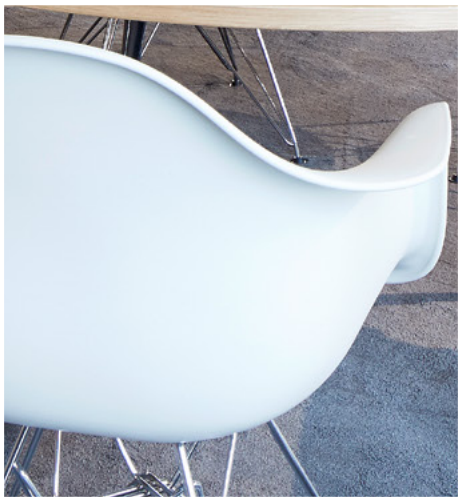
Listed Real Estate Report

No. 2 Autumn 2024









DER IMMOBILIENAKTIEN- UND REIT-MARKT IM ÜBERBLICK

An den Börsen haben Immobilienaktien und REITs im vergangenen halben Jahr eine Outperformance gegenüber dem breiten Aktienmarkt gezeigt. Das ist großteils auf eine Erholung zurückzuführen, die ihre Ursache auch in der Zinsentwicklung hat. Beim Blick auf das weitere Aufholpotenzial gilt es allerdings zu differenzieren. Der AVENTOS Listed Real Estate Report gibt einen Marktüberblick über ein Aktiensegment, das fast 1.200 Titel und rund zwei Billionen Euro Marktkapitalisierung allein in den OECD-Ländern abdeckt.

Die Börsen konnten in den sechs Monaten bis zum 30. September ihre Aufwärtsentwicklung im Wesentlichen beibehalten, wenn auch in verringertem Tempo. Der S&P 500 konnte um 10 % und der deutsche Leitindex DAX um rund 6 % zulegen. Zum Teil wurden abermals neue Rekordstände erreicht. Allerdings war der Trend in den Sommermonaten weniger stetig und immer wieder von zeitweiligen Korrekturen geprägt, beispielsweise als Anfang August die Leitzinserhöhung der Bank of Japan Sorgen um die sogenannten Carry-Trades und deutliche Korrekturen vor allem im hochbewerteten Tech-Segment auslöste.

Im Vergleich dazu zeigten gelistete Immobilienunternehmen und REITs einen merklich steileren Erholungskurs: Sie lagen Ende September in Nordamerika um 16 % und in Europa um 13 % über dem Wert sechs Monate zuvor (FTSE EPRA/Nareit North America bzw. Europe). Das ist zu einem wesentlichen Teil auf die Zinsentwicklung zurückzuführen: Die Zinserhöhungen ab Sommer 2022 hatten zunächst zu überproportional hohen Kursverlusten geführt. Nun sorgen moderate Zinsrückgänge (beiderseits des Atlantiks bisher um 50 Basispunkte) für eine leichte Entspannung.

Allerdings weisen nicht alle Sektoren das gleiche Erholungspotenzial auf. Im Data-Center-Segment ist es deutlich geringer ausgeprägt. Hier sind die Kurse im historischen Vergleich sowie im Vergleich zum NAV bereits relativ hoch. Demgegenüber steht etwa das Bürosegment, dessen NAV-Discounts vor allem in Nordamerika bislang relativ niedrige Bewertungen impliziert haben. Dabei lässt sich jedoch weiterhin der bereits in der vorherigen Ausgabe des AVENTOS Listed Real Estate Reports beschriebene „Bifurcation"-Trend beobachten, wonach sich eine starke Spreizung der Liquidität zwischen qualitativ hochwertigen Flächen in exzellenten Lagen und weniger wettbewerbsfähigen Objekten vollzieht. Das zeichnet sich auch an der Kursentwicklung einzelner Unternehmen ab: So hat der Kurs von Derwent London, einem Spezialisten für hochwertige Büroobjekte in der britischen Hauptstadt, zuletzt eine Outperformance gegenüber dem Vergleichsindex und auch gegenüber Unternehmen mit einer weniger starken Ausrichtung auf Class-A-Immobilien gezeigt.

Outperformer aus dem von uns beobachteten Investment-Universum waren in den vergangenen sechs Monaten (per 30.09.) der schwedische Wohn- und Community-Entwickler SBB (Samhällsbyggnadsbolaget i Norden, +123 %), der erst im Februar 2024 an der NYSE gelistete US-amerikanische Healthcare-Spezialist American Healthcare REIT (+92 %) sowie der italienische Shopping-Center-REIT Immobiliare Grande Distribuzione (+77 %), während Community Healthcare Trust Inc. (-26 %) und Service Properties Trust (-25 %) mit den größten Verlusten abschnitten.

Darüber hinaus waren auch im Frühjahr und Sommer 2024 vereinzelt Übernahmen und Transaktionen zu beobachten, bei einem insgesamt nach wie vor verhaltenen Transaktionsgeschehen an den Immobilienmärkten. Besonders erwähnenswert ist das im Juli erfolgte IPO von Lineage. Mit 4,4 Mrd. US-Dollar war es das bisher größte IPO überhaupt in diesem Jahr. Der US-amerikanische Spezialist für Kühllager wurde dadurch mit mehr als 18 Mrd. US-Dollar bewertet. Nur zwei weitere Transaktionen überschritten mit ihrem Volumen knapp die Milliarden-Euro-Grenze: Der angekündigte Kauf des britischen REITs Balanced Commercial Property Trust durch einen Distressed-Opportunities-Fund von Starwood Capital sowie das bereits im Juli erfolgte Angebot von Hines und Grupo Lar für den spanischen REIT Lar España Real Estate.

IMPLIED CAP RATES

Die Implied Cap Rates, also das Verhältnis aus operativem Nettoeinkommen und Marktkapitalisierung plus Nettoschulden, sind in den vergangenen sechs Monaten in einigen Teilsegmenten, vor allem in Nordamerika, erstmals seit 2021 wieder gesunken. Hauptverantwortlich ist die Kurserholung, die in der Breite des Marktes zu beobachten war. Die Ursache dafür wiederum dürfte nicht zuletzt in den gesunkenen Zinsen zu suchen sein. Es gibt jedoch auch Ausnahmen.

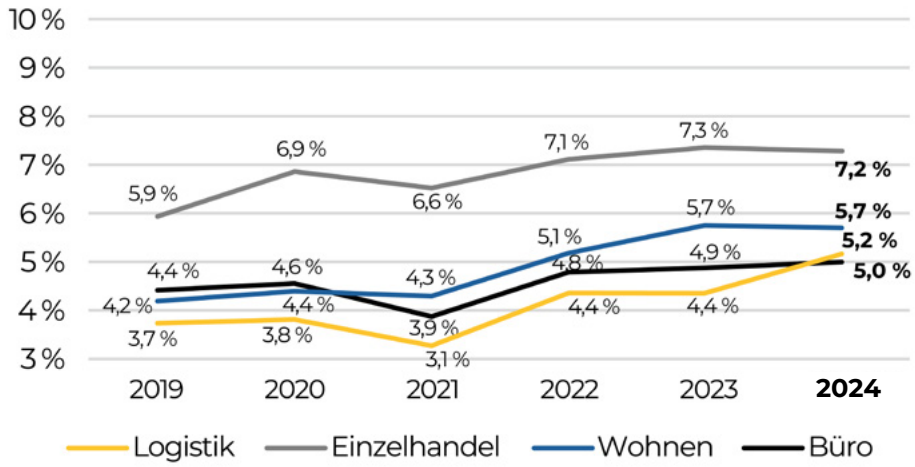
- In Nordamerika waren die Implied Cap Rates in nahezu allen Segmenten rückläufig. Sie sind noch immer im Bürosegment am höchsten, doch der Rückgang deutet eine allmähliche Erholung in den Kursen von Büroimmobilienaktien an. Die Furcht vor den Auswirkungen des Homeoffice-Trends scheint einer genaueren Differenzierung zu weichen.

- Am stärksten fällt der Rückgang in Nordamerika bei Einzelhandelsimmobilien aus. Dies ist insofern deswegen bemerkenswert, als dass deren Bewertung noch im Jahr zuvor mit den größten Anstieg zeigte.

- Eine auffällige Ausnahme bildet Logistik in Nordamerika, wo die Implied Cap Rates entgegen dem Trend leicht gestiegen sind. Die aus der COVID-19-Pandemie resultierende Sonderkonjunktur für den Sektor hat sich inzwischen deutlich verlangsamt und schlägt sich dementsprechend auf die Bewertungen nieder.

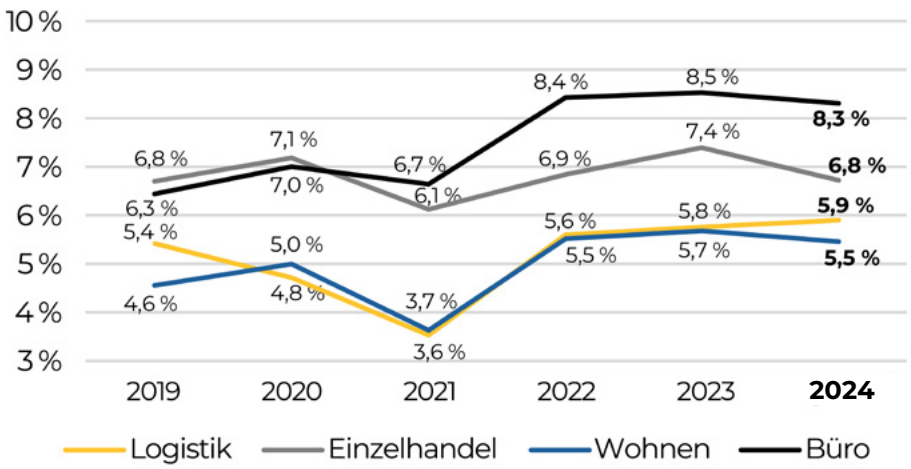
- Etwas differenzierter fällt die Analyse in Europa aus: Dort sind die Implied Cap Rates im Bürobereich leicht und im Logistiksegment sogar ganz erheblich gestiegen. Nur im Einzelhandel ist ein leichter Rückgang zu verzeichnen.

EUROPA



AVENTOS

NORDAMERIKA



Quelle: ACM; Fiskaljahre 2019–2023, 2024 per 30.09.2024.

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.

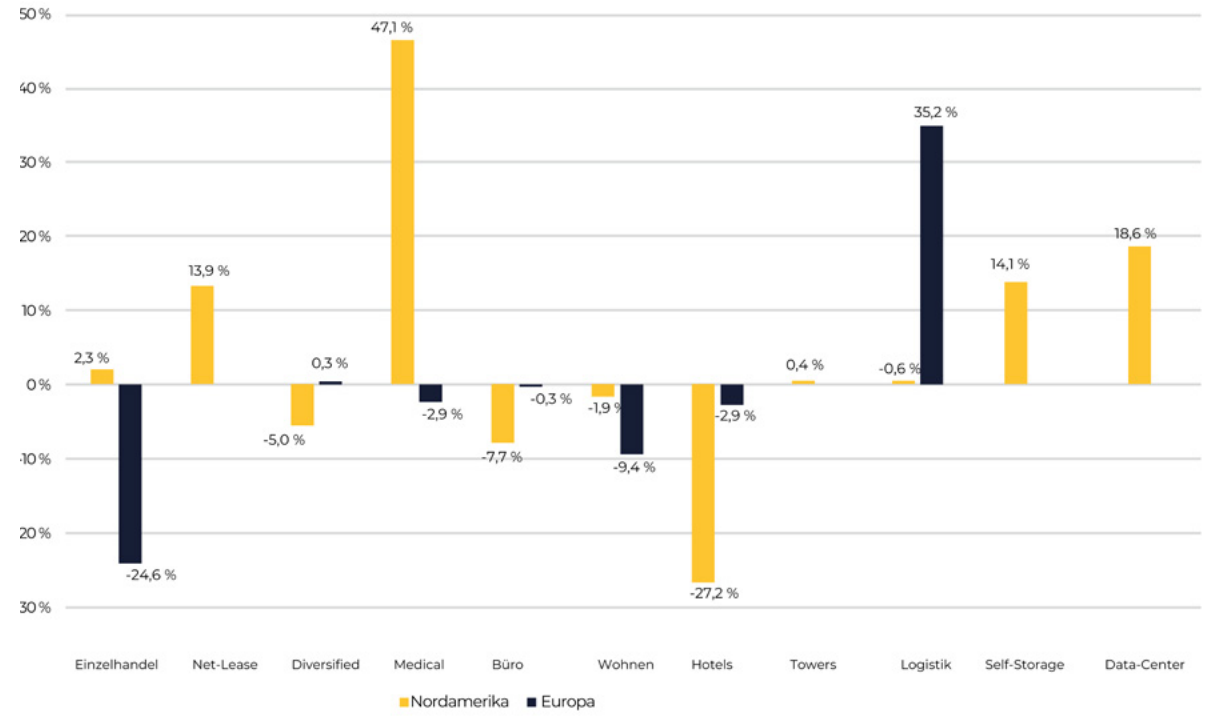
NAV-SPREAD

Seit dem 29. März 2024, dem Stichtag der vorherigen Ausgabe des AVENTOS Real Estate Reports, hat sich der NAV-Spread sowohl in Nordamerika als auch in Europa gravierend verändert: Europa weist zwar noch immer einen NAV-Discount auf, der jedoch von 7,7 % auf 2,4 % gesunken ist. In Nordamerika hingegen hat sich sogar ein NAV-Premium von 8,9 % herausgebildet (Frühjahrs-Report: Discount von 2,5 %).

Besonders stark fiel der Rückgang der NAV-Discounts im Bürosegment aus. Auch wenn dort beiderseits des Atlantiks noch immer Discounts vorherrschen, so sind diese doch um rund 14 (Nordamerika) bzw. 24 (Europa) Prozentpunkte gesunken. Auffällig sind die hohen Discounts im nordamerikanischen Hotel- sowie im europäischen Einzelhandelssegment. Hierbei sind die Börsen offenbar weiterhin sehr zurückhaltend, was die künftige Entwicklung dieser Nutzungsarten betrifft. Umgekehrt ist Logistik in Europa und Medical in Nordamerika an den Börsen bereits sehr gut gelaufen, dort gibt es große NAV-Premiums. Im Falle des US-Medical-Sektors ist das Sektor-Premium von der starken Kurs-Performance des mit Abstand größten Akteurs Welltower dominiert.

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

	Nordamerika	Europa
Durchschnitt	**8,9 % (Premium)**	**-2,4 % (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.

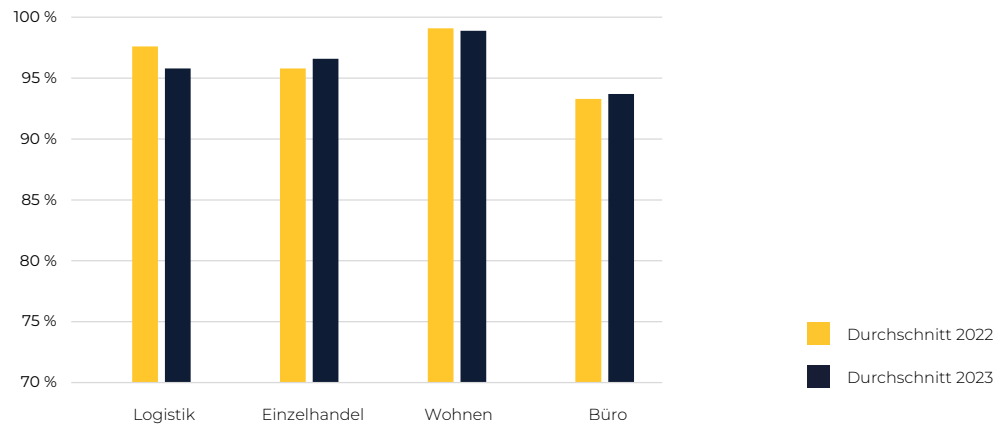
IMMOBILIENWIRTSCHAFTLICHE KENNZAHLEN

Die genannten Trends bei den Implied Cap Rates sowie dem NAV-Spread lassen sich zum Teil auch durch immobilienwirtschaftliche Kennzahlen erklären, weshalb ein aktueller Blick auf Vermietungs- und Finanzierungsquoten (Leverage) sinnvoll erscheint – auch wenn zum Teil divergierende Methoden zugrunde liegen, die aber nur bedingt Auswirkungen auf das Gesamtbild haben.

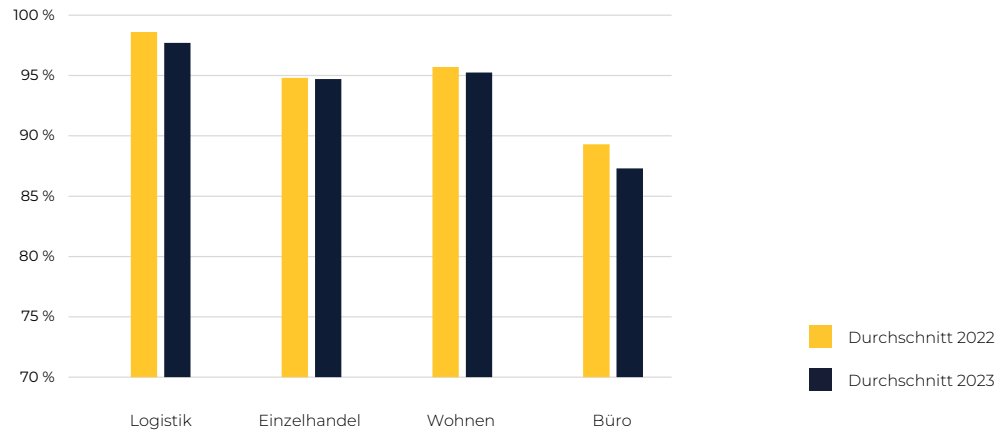
Vermietungsquoten

Da viele Unternehmen keine unterjährigen Vermietungsquoten veröffentlichen, kann an dieser Stelle nur auf die durchschnittlichen Quoten zum Ende des Fiskaljahrs 2023 verwiesen werden, um Vergleichbarkeit zu gewährleisten. Daher wird diese Kennzahl nur in unserem AVENTOS Listed Real Estate Report im ersten Quartal neu erhoben. Grundsätzlich waren die Vermietungsquoten in den meisten Teilmärkten im Jahr 2023 hoch (ca. 95 %) Eine augenfällige Ausnahme bildete der Office-Markt in Nordamerika, wo die Vermietungsquote im vergangenen Jahr bei unter 90 % lag.

EUROPA



NORDAMERIKA



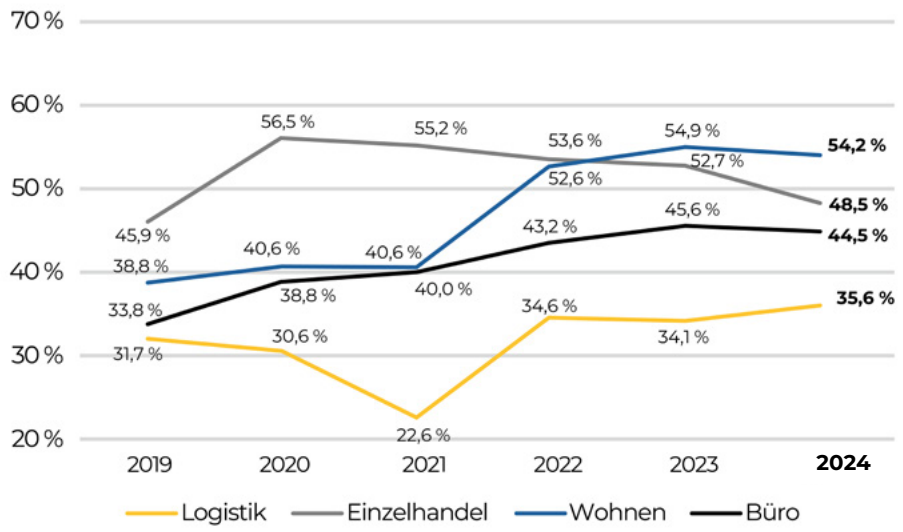
Quelle: S&P Capital IQ Pro; Fiskaljahresende 2022 und 2023.

LEVERAGE

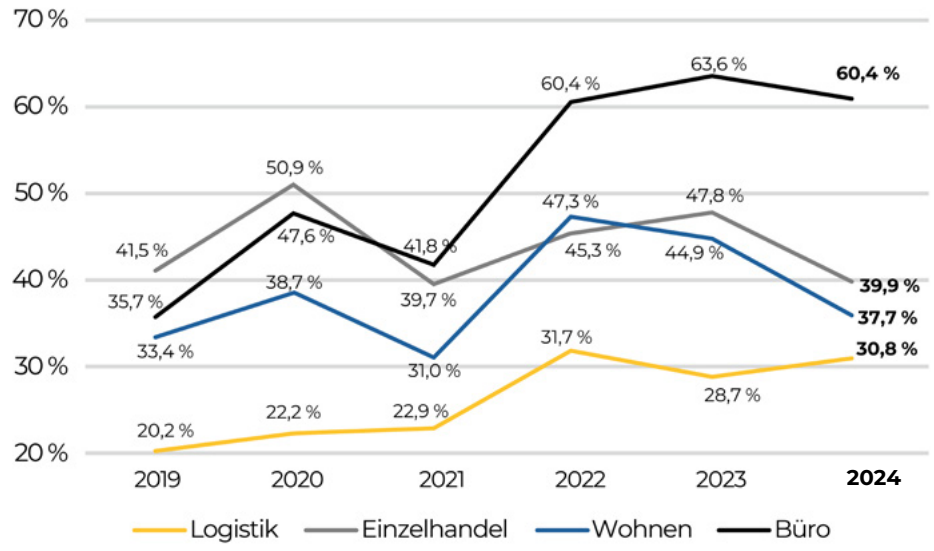
Die Charts zeigen die Verschuldung (Leverage) in Relation zum Unternehmenswert (Marktkapitalisierung plus Schulden, abzüglich liquider Mittel). Seit dem vorherigen AVENTOS Listed Real Estate Report ist in den meisten Segmenten ein Absinken der Leverages zu beobachten. Darin spiegeln sich zumeist die Kurserholungen der vergangenen Monate wider. Einige Unternehmen haben aufgrund des relativ hohen Zinsniveaus aber auch vorhandene und geschaffene Liquidität genutzt, um ihren Verschuldungsgrad zu senken.

Am stärksten fiel der Rückgang im nordamerikanischen Wohnsegment aus, was auf den rechnerischen Effekt durch die starke Kursentwicklung zurückzuführen ist. Eine Ausnahme bildet abermals das Logistiksegment, sowohl in Nordamerika als auch in Europa. Neben der Kursentwicklung ist dies bei einigen europäischen Logistikunternehmen auch durch die Aufnahme von Fremdkapital zu erklären. Allerdings ist der Leverage in dieser Nutzungsart auch auf dem niedrigsten Niveau, was nicht zuletzt auf die relativ hohen Kurse zurückzuführen ist.

EUROPA



NORDAMERIKA



Quelle: ACM; Fiskaljahre 2019–2023, 2024 per 30.06.2024 (Leverage) bzw. 30.09.2024 (Market Cap).

ACM SEKTOR MOMENTUM

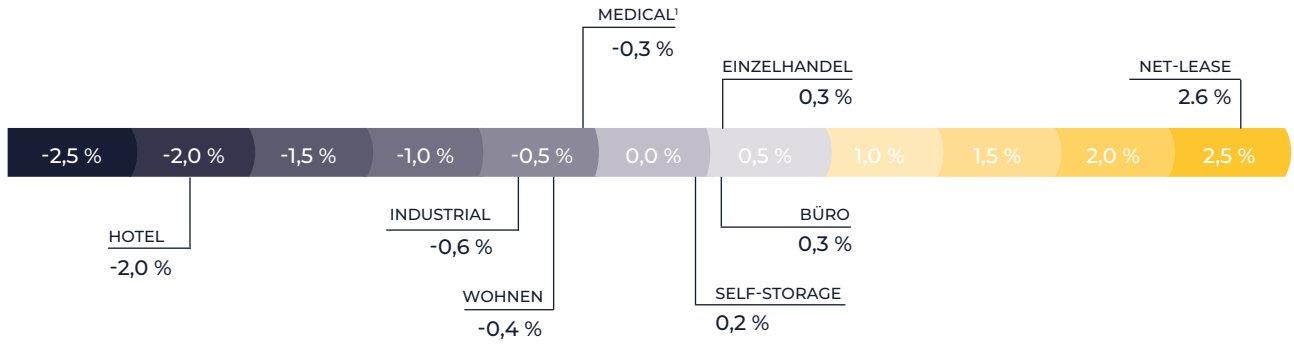
Der aktuelle „ACM Sektor Momentum“-Indikator zeigt nach wie vor die im historischen Vergleich relativ niedrige Bewertung im Hotelsektor, die allerdings in erster Linie auf den Sondereffekt Corona-Pandemie zurückzuführen ist (siehe Fazit).

Insgesamt hat sich das Gros der Kurse erholt. Einige Sektoren haben sich seit der Veröffentlichung des vorhergehenden Reports relativ erholt. Einzelne Segmente sind aber auch leicht zurückgefallen und eröffnen gegebenenfalls Einstiegschancen, etwa Logistik in Nordamerika. Büros in Nordamerika indes haben gegenüber dem vorigen ACM Sektor Momentum deutlich aufgeholt.

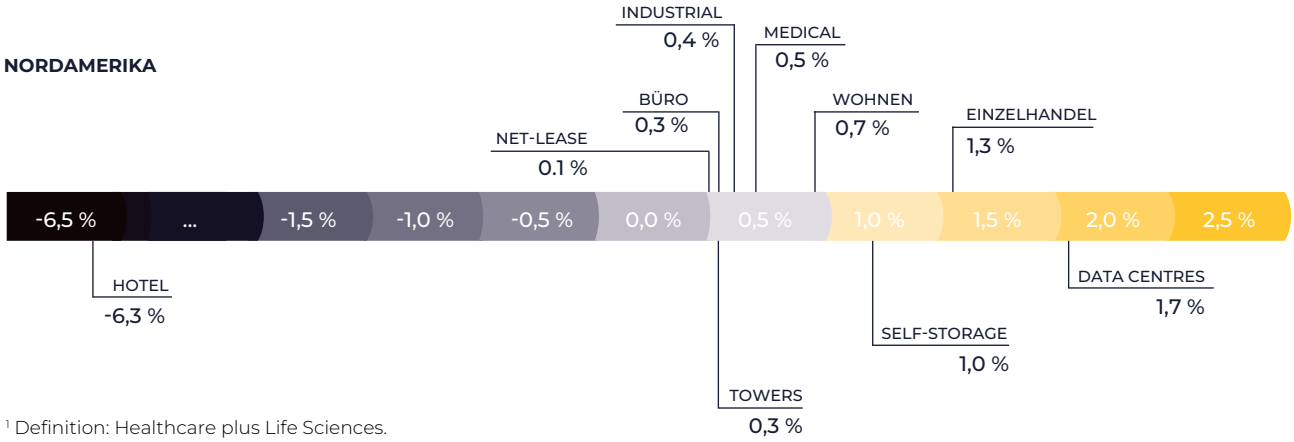
Der europäische Net-Lease-Sektor besteht aktuell im Wesentlichen aus dem Unternehmen LondonMetric Property, das seinen Fokus erst kürzlich auf Net-Lease-Immobilien verlagert hat. Die Interpretation des Momentum-Werts des Sektors ist zum momentanen Zeitpunkt insofern schwierig.

Das ACM Sektor Momentum fällt zum Ende des dritten Quartals 2024 für die unterschiedlichen Sektoren wie folgt aus: [1]

EUROPA



NORDAMERIKA



[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 2019) 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:

Weiterhin weisen Einzelhandelsimmobilien auf beiden Seiten des Atlantiks ein positives Momentum auf. An der Implied Cap Rate orientiert, sind sie historisch vergleichsweise hoch bewertet. Nach Jahren mit vergleichsweise geringem Interesse sind Einzelhandelsimmobilien in letzter Zeit wieder deutlich in der Gunst der Investoren gestiegen. Die Entwicklung des Sektors ist zu einem gewissen Grad spiegelbildlich zu der des Logistik-Sektors zu sehen, der zwischenzeitlich sehr stark von den Auswirkungen der Covid-Krise profitiert hat. Die allgemeine Überschätzung der Auswirkungen von E-Commerce auf den Einzelhandel im Zuge der Pandemie wird aktuell insofern ein Stück weit korrigiert. Zudem stechen vor allem nordamerikanische Data-Center positiv heraus, die jedoch ein hohes NAV-Premium aufweisen und somit aktuell als hoch bewertet bezeichnet werden dürfen.

Das größte negative Momentum weisen sowohl in Europa als auch in Nordamerika abermals Hotels auf. Sie sind mittlerweile sogar über den Letztstand hinaus ins Minus gerutscht. Hierbei ist allerdings ein Sondereffekt zu beachten: Die deutlichen Ertragseinbrüche durch die Corona-Pandemie führten in den Jahren 2020 und 2021 zu extrem niedrigen Implied Cap Rates, was den historischen Vergleich verfälscht. Dieser Effekt hat sich mit der starken Erholung der Erträge im Hotelsegment sogar noch verstärkt. Das zeigt aber auch: Gegenüber dem vorherigen AVENTOS Sektor Momentum hat sich relativ die Ertragslage im Hotelsektor überproportional gut gegenüber dem Kursverlauf der Aktien entwickelt.

Im Vergleich zum vorigen Sektor Momentum haben sich die Bürowerte in Nordamerika und Europa wieder aufwärts bewegt. Eine relativ große Diskrepanz ist diesmal hingegen im Bereich Industrial zu verzeichnen: Ein Grund dürfte sein, dass die Bewertung des Sektors während der Phase der COVID-19-Pandemie im Zuge der enormen Beschleunigung des E-Commerce-Trends eine außergewöhnliche Yield-Compression erlebt hat, die sich jetzt teilweise wieder auf ein Normalniveau korrigiert.

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