

GLOBALER IMMOBILIENAKTIENMARKT AUSBLICK 2023

Dezember 2022



hazelview
INVESTMENTS

Brief von CORRADO RUSSO

Leiter Global Public Real Estate Investments

Wo viele Menschen Volatilität sehen, sehen wir Chancen.

Wenn wir 30 Jahre zum Beginn der globalen REIT-Ära zurückblicken, wird das Jahr 2022 als eines mit den negativsten Kursbewegungen für den Sektor in die Geschichte eingehen, übertroffen lediglich von der globalen Finanzkrise 2008. Nur vier weitere Jahre (1990, 1992, 1994 und 2008) brachten zweistellige Kursrückgänge für REITs.

Die diesjährigen Wirtschafts- und Kapitalmarktturbulenzen, die durch die Geldpolitik der Zentralbanken ausgelöst wurden, haben zu einer erheblichen Diskrepanz zwischen den öffentlichen und privaten Marktbewertungen geführt. REITs werden aktuell mit großen Abschlüssen gehandelt, nicht nur gegenüber privaten Immobilien, sondern auch gegenüber Aktien und unseren eigenen vorausschauenden Bewertungsansätzen.

Wir sind uns bewusst, dass die besten langfristigen Renditen in der Regel dann erzielt werden, wenn REITs mit Abschlüssen auf ihren inneren Wert gekauft werden und wenn die Stimmung der Anleger am niedrigsten ist, zwei Marktcharakteristika die derzeit eintreten. Auch wenn sich die Geschichte nicht immer wiederholt, haben Jahre mit zweistelligen Rückgängen dazu geführt, dass globale REITs in den Folgejahren im Durchschnitt eine Gesamtrendite von 35% erzielten.

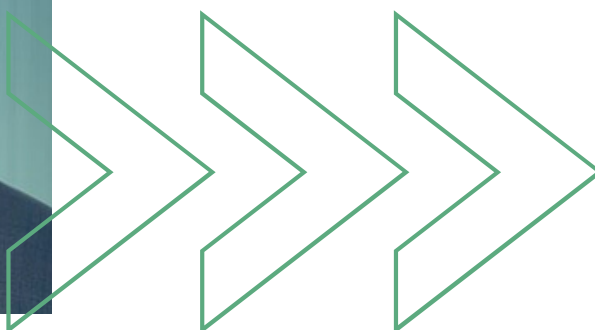
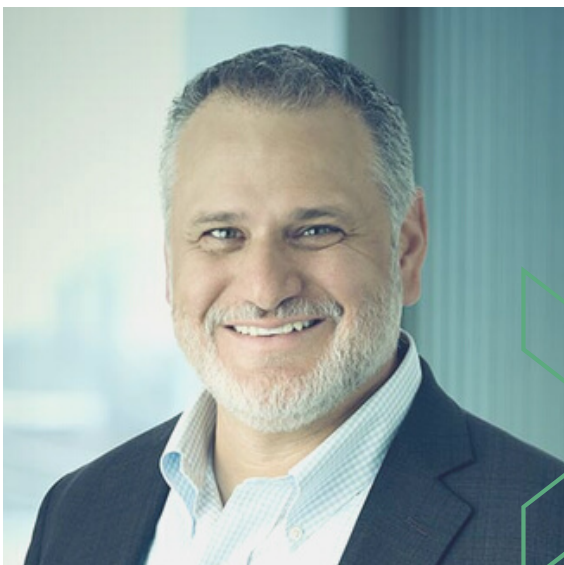
Obwohl der Unterschied in den Erwartungen für 2023 so groß ist wie seit fast 20 Jahren nicht mehr, glauben wir, dass es zahlreiche Gründe gibt warum sich die aktuellen Bewertungsabschlüsse in REITs verringern werden. Während 2022 eine hohe Inflation, eine restriktive Geldpolitik und ein robustes Wirtschaftswachstum vorherrschten, gehen wir davon aus, dass in 2023 ein schwächeres Wachstum, eine moderatere Inflation und ein Ende der Zinserhöhungen oder eine teilweise Umkehr dieser Entwicklung zu erwarten sind. Unternehmensgewinne von Immobiliengesellschaften werden aus unserer Sicht operativ positiv überraschen, sowie Fusionen und Übernahmen ebenfalls einen Boden für die Aktienkurse bilden könnten.

Die Portfolios haben wir aktiv positioniert um von der Arbitrage, die von der diesjährigen Marktflaute hervorgerufen wurde, zu profitieren. Dennoch glauben wir, dass der Schlüssel zur Outperformance im Jahr 2023 darin liegen wird, herauszufinden, welche REITs ihren internen Bewertungsabschlag durch unternehmensspezifische Initiativen schließen können, anstatt sich auf die allgemeine Marktentwicklung zu verlassen.

Ich möchte unseren Kunden und Partnern für ihre unerschütterliche Unterstützung im Jahr 2022 danken und wir freuen uns darauf, unsere Anlageziele im kommenden Jahr zu erreichen.

Wir sehen uns im neuen Jahr,

Corrado Russo



Marktzusammenfassung

Die globalen Aktienmärkte gaben im Jahr 2022 nach, als eine schlagartig ansteigende Inflation, die durch den Russland-Ukraine-Konflikt noch verschärft wurde, die Zentralbanker in Nordamerika, Europa und Teilen des asiatisch-pazifischen Raums dazu veranlasste, die Zinssätze weit stärker und schneller als erwartet anzuheben.

Die höheren Zinssätze beeinflussten alle Bereiche der Weltwirtschaft, von den Devisenmärkten über Hypothekenzinsen und Immobilien bis hin zu Aktien- und Anleihekursen. Bis Mitte November gab es weltweit über 280 Zinserhöhungen, was mehr als einer pro Handelstag entspricht.¹

Bis September hatten REITs die schlechteste Performance in einem Jahr aller Zeiteinheiten hingelegt (-29,4%), schlimmer als die Spar- und Darlehenskrise von 1990, die Krise der Long-Term Capital Management 1998, die globale Finanzkrise 2008 und die COVID-19-Pandemie 2020.

Der Rückgang der REIT-Aktienkurse wurde angetrieben durch¹:

- 01 STEIGENDE ZINSEN**
- 02 SICH AUSWEITENDE KREDITSREADS**
- 03 DIE AUSSICHT AUF EINE STEIGENDE ZINSEN VERLANGSAMUNG DES WACHSTUMS**
- 04 EINEN HISTORISCHEN TIEFSTAND DER ANLEGERSTIMMUNG EINHERGEHEND MIT DEM AUFBAU HÖHERER LIQUIDITÄTSRESERVEN, DIE ZU BEISPIELLOSEN MITTELABFLÜSSEN AUS REIT-FONDS FÜHRTE**

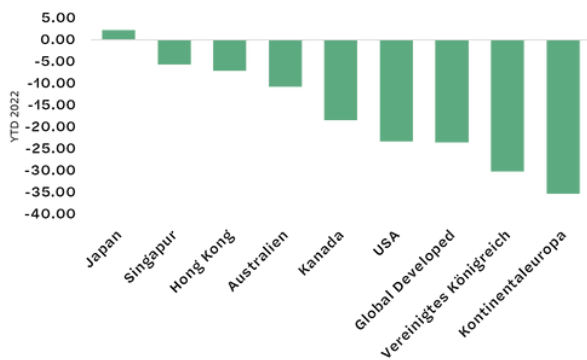
Trotzdem zeigten die positiven Gewinnrevisionen im Laufe des Jahres, wie widerstandsfähig die Cashflows von Immobilien in Zeiten von Marktturbulenzen und hoher Inflation sind.

Nahezu jede Anlageklasse war von den verschärften finanziellen Bedingungen betroffen, nicht nur REITs. Zur Veranschaulichung: 2022 ist das erste Jahr in den letzten 150 Jahren, in dem sowohl US-Aktien als auch langfristige Anleihen um mehr als 10% gefallen sind. Bis Mitte November sind die weltweiten Staatsanleihen um 22% gesunken und selbst Gold liegt im Jahresvergleich im Minus.

DIE STIMMUNG DER ANLEGER VERSCHLECHTERTE SICH AUF EIN NIVEAU, DAS DIE TIEFSTSTÄNDE DER GLOBALEN FINANZKRISE VON 2008 ÜBERTRAF

Länder mit höheren Inflationsraten und einer restriktiven Geldpolitik (oder der Erwartung einer Straffung) schnitten 2022 am schlechtesten ab (Abbildung 1). Die Inflation in Europa stieg auf ein noch nie dagewesenes Niveau und lag im Vereinigten Königreich und in Deutschland bei über 10%, was die Bank of England veranlasste, die Zinssätze um fast 300 Basispunkte zu erhöhen, während die Europäische Zentralbank ihren Leitzins um den höchsten Betrag seit der Gründung der Eurozone anhub. Das Gegenteil war in Japan der Fall, wo die japanische Zentralbank ihre Maßnahmen zur quantitativen Lockerung und zur Steuerung der Renditekurve beibehielt, was die Aktienmärkte und Vermögenspreise stützte.³

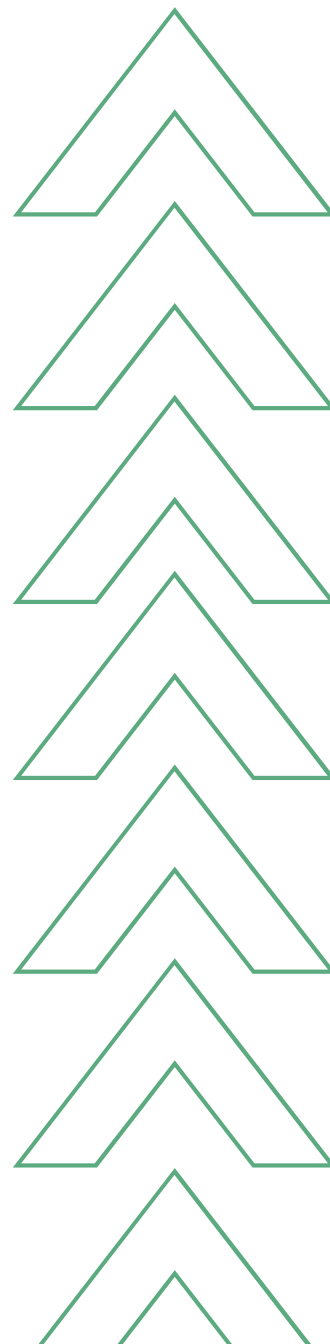
Abbildung 1. 2022 Leistung nach Ländern



FTSE EPRA NAREIT Japan Index / FTSE EPRA NAREIT Singapur-Index / FTSE EPRA NAREIT Hongkong-Index / FTSE EPRA NAREIT Australien-Index / FTSE EPRA NAREIT Kanada-Index / EPRA NAREIT Vereinigte Staaten Total Return Index / FTSE EPRA NAREIT Gesamtrendite-Index für Industrieländer / FTSE EPRA NAREIT UK-Index / FTSE EPRA NAREIT Developed Europe Ex-UK Index / Daten zum 6. Dezember 2022.

Die Stimmung der Anleger verschlechterte sich auf ein Niveau, das die Tiefststände der globalen Finanzkrise von 2008 übertraf, was zu Abflüssen von mehr als 18 Mrd. USD aus REIT-Fonds und -ETFs führte.⁴

Trotz aller negativen Einflüsse, legten REITs im vierten Quartal 2022 um 8.5 % in USD zu (bis Dezember 06), angetrieben von den ersten Anzeichen, dass sich das Inflationstempo möglicherweise verlangsamt (wie in den USA) und dass die Zentralbanken möglicherweise bereit sind, das Tempo künftiger Zinserhöhungen zu drosseln (wie in Kanada und Australien), was den Druck auf die Aktienkurse etwas verringern würde



2023: PROGNOSEN FÜR GLOBALE IMMOBILIENWERTE

Die Unterschiede in den Erwartungen für das Jahr 2023 ist so groß, wie wir es in den fast 20 Jahren, in denen wir REITs verwalten, noch nie erlebt haben.

Warum so viel Unsicherheit?

Die Zentralbanken zeigen sich entschlossener die Inflation zu bekämpfen und sind zunehmend bereit, das Wachstum zu opfern, um dieses Ziel zu erreichen.

Seit Jahrzehnten haben wir nicht mehr erlebt, dass die Zentralbanken die Zinssätze so stark erhöhen mussten, dass sie das Beschäftigungswachstum, die Verbraucherausgaben und die Unternehmensgewinne drastisch einschränkten, was das derzeitige Umfeld so schwierig macht. (siehe Hazelview-Bericht "REITs in vergangenen Rezessionen")

Normalerweise werden die Zinssätze gesenkt, wenn sich die wirtschaftlichen Bedingungen weltweit verschlechtern und das Wachstum abnimmt.

Heute wird diese typische Reaktion auf die Probe gestellt, da die Zentralbanken nur begrenzte Bereitschaft gezeigt haben, das Tempo der Zinserhöhungen zu drosseln, bis eindeutige Beweise für einen Rückgang der Inflation vorliegen.

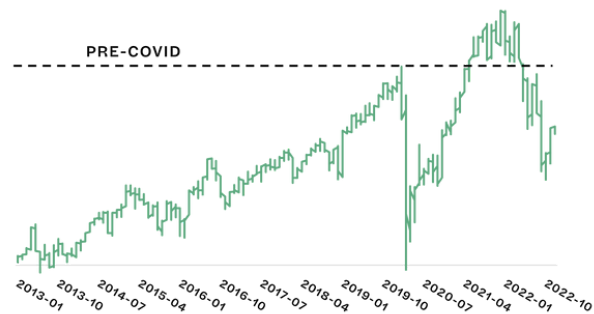
Was bedeutet das für uns?

REITs sind billig! Nachdem sich im Jahr 2022 Anleger in Barwerte flüchteten, wurden Immobilienaktien, die einzige wirklich liquide Form von Immobilien und nur circa 10% des Anlagevolumens, überproportional abverkauft. Gegenüber Aktien als auch direkten Immobilien führte dieser Rückgang damit zu historisch niedrigen Bewertungen sowohl auf absoluter als auch auf relativer Basis.

Im Vergleich zu Börsen-notierten Aktien

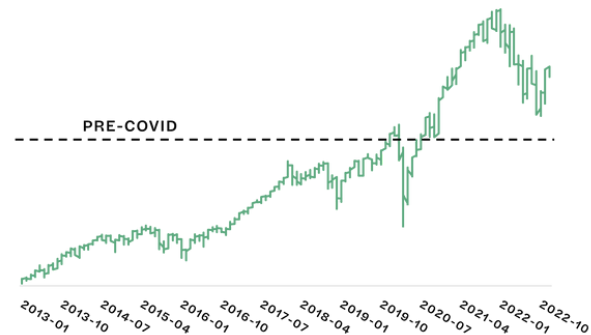
Wie aus Abbildung 2 und 3 hervorgeht, hat der diesjährige Abwärtstrend des Marktes alle Kursgewinne der letzten zwei Jahre zunichte gemacht. Globale REITs notieren jetzt 20% (USD) unter ihrem Niveau vor der COVID-19-Pandemie, während globale Aktien leicht über ihrem Niveau vor der COVID-19-Pandemie im Februar 2020 notieren.

Abbildung 2. Globaler REIT-Markt



Quelle: Bloomberg LP. Stellt den FTSE EPRA NAREIT Developed Total Return Index in USD dar. RUGL FTSE EPRA/NAREIT Global Developed Markets Real Estate Index, Stand: 6. Dezember 2022.

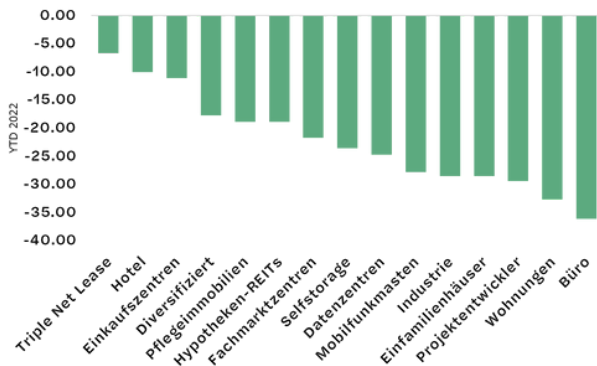
Abbildung 3. Global Equity Market Performance



Quelle: Bloomberg LP. Stellt den MSCI World Index in USD dar. MXWO MSCI Global Developed Markets Equity Index, Stand: 2. Dezember 2022.

Unternehmen mit starken Bilanzen, erstklassigen Immobilienportfolios, überragendem Mieteinkommenspotenzial und hochwertigen, zykluserprobten Managementteams konnten sich im Jahr 2022 nicht behaupten, was das genau Gegenteil von dem ist, was wir in Zeiten der Unsicherheit üblicherweise beobachten. Darüber hinaus entwickelten sich auch die Kurse von Immobiliensektoren, die so strukturiert sind, dass sie von einer steigenden Inflation profitieren, wie z. B. Wohnungen, Einfamilienhäuser und Selfstorage, im Jahr 2022 weitgehend unterdurchschnittlich. Sektoren mit stabilen Fundamentaldaten, die durch säkulares Wachstum angetrieben werden, wie Industrie-, Datenzentren, Funktürme und Life-Science-REITs, wurden auch in die Liste der Verlierer aufgenommen. (Abbildung 4).

Abbildung 4. Performance nach Assetklassen in 2022



Bloomberg REIT Hotels-Index / Bloomberg REIT Einzelmiet-Index / Bloomberg REIT Einkaufszentrum-Index / Bloomberg REIT Gesundheitswesen-Index / Bloomberg REIT Diversified/Mix-Index / Bloomberg REIT Hypotheken-Index / Bloomberg REIT Regionaler Einkaufszentren-Index / Bloomberg REIT Öffentlicher/Selbstlager-Index / Bloomberg REIT Industrie-/Lagerhaus-Index / Bloomberg REIT Wohnimmobilien-Index / Bloomberg REIT Büroimmobilien-Index / Daten vom 6. Dezember 2022.

Für die schlechteren Kursbewegungen dieser Bereiche gibt es mehrere Gründe. Einige sind technischer Natur (z. B. Fondsströme, Anlegerpositionierung und Stilpräferenzen), während andere bewertungsspezifisch sind (z. B. niedrigere Einstiegsrenditen, die das Wachstumspotential oder die Stabilität der Mieteinkommen reflektieren). Unabhängig davon sind wir der Meinung, dass der Haupttreiber für die Wertentwicklung im Jahr 2023 wieder die zugrundeliegenden Fundamentaldaten sein werden, so dass die Verlierer von heute zu den Gewinnern des nächsten Jahres gehören werden.

Im Vergleich zu privaten Immobilien

Die durch die Geldpolitik der Zentralbank im Jahr 2022 verursachten Wirtschafts- und Kapitalmarkturbulenzen haben zu einer erheblichen Diskrepanz zwischen den Bewertungen börsennotierter REITs und privater Märkte geführt. Wie Abbildung 5 zeigt, werden Börsen-notierte REITs deutlich unter den Preisen direkter Immobilien bewertet, eine Dynamik die wir zu Beginn der globalen Finanzkrise 2008 und bei der COVID-19-Pandemie 2020 beobachten konnten. In beiden Zeiträumen verzeichneten gelistete Immobiliengesellschaften zunächst einen Wertverlust, entwickelten sich dann aber deutlich besser und schlossen schließlich die Lücke zum privaten Markt. Heute sind wir mit der gleichen Arbitrage konfrontiert, aber diesmal ist die Diskrepanz größer und hat sich schneller aufgetan als in den Jahren 2008 und 2020.

Abbildung 5. Abschlag auf direkte Immobilien



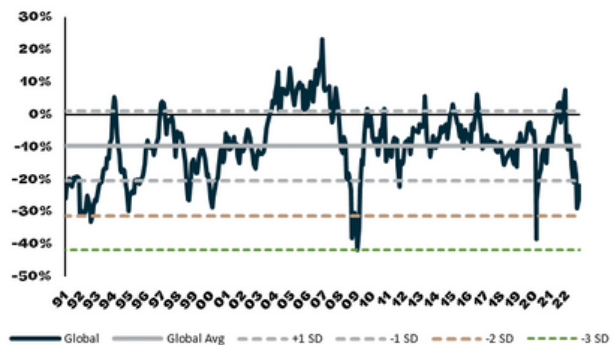
11. FTSE EPRA/NAREIT Global Local Return Index, Daten ab dem zweiten Quartal 2006 bis zum 2. Dezember 2022, 2022. 2. GREFI All Funds Local Return Index, Daten ab dem zweiten Quartal 2006 bis zum 30. Juni 2022. Daten zum 30. September waren nicht verfügbar.

Aus der obigen Grafik geht hervor, dass der Abschlag zwischen börsennotierten REITs und direkten Marktpreisen bei -25 %⁶ liegt, was dem von UBS derzeit geschätzten Abschlag auf den Nettoinventarwert (NAV) für globale REITs (-22 %) entspricht. Würden die Bewertungen börsennotierter REITs wieder auf das Niveau zurückkehren, auf dem der direkte Immobilienmarkt heute notiert, würde dies ein Aufwärtspotenzial von 33 % bedeuten.

Im Vergleich zu historischen Bewertungen

Wie in Abbildung 6 hervorgehoben wird, werden globale REITs mit einem Abschlag zum Nettoinventarwert gehandelt, der um eine Standardabweichung von 1,2 niedriger ist als ihr langfristiger Durchschnitt über 30+ Jahre.

Abbildung 6. Abschlag zum NAV von globalen börsennotierten Immobiliengesellschaften



Quelle: UBS

Wenn wir versuchen, den derzeitigen Anstieg der Fremd- und Eigenkapitalkosten einzupreisen, zeigen unsere Bewertungsmodelle, dass der gesamte globale REIT-Markt mit einem Abschlag von etwa 20% auf unsere voraussichtlichen NAV-Schätzungen gehandelt wird, was potenzielle Rückgänge der Vermögenswerte in den Regionen (Nordamerika, Europa und Australien) einschließt, die in diesem Jahr bisher den größten Anstieg der Fremdkapitalkosten erlebt haben. Wir sind der Ansicht, dass unsere NAV-Schätzungen konservativ sind, da sie potenzielle Änderungen der Nettomietrenditen ("cap rates") erfassen und sich nicht ausschließlich auf vergleichbare Transaktionen stützen, da die Volumina in den letzten sechs Monaten auf ein Minimum gesunken sind.

Im Jahr 2022 stieg die implizite Nettomietrendite für globale REITs um ~110 Basispunkte auf ~6%, wobei die größten Anstiege in Großbritannien (~150bps), den USA (~125bps), Australien (~115bps) und Kontinentaleuropa (~100bps) zu verzeichnen waren. Nach Angaben des Bank of America Global Research stiegen die Nettomietrenditen auf dem direkten Immobilienmarkt in den USA in den letzten drei Rezessionen (einschließlich der globalen Finanzkrise von 2008) vom Tiefpunkt bis zum Höchststand um durchschnittlich 113 Basispunkte. Dies bedeutet, dass gelistete REITs bereits ein Niveau eingepreist haben, dass zu Zeiten von Rezessionen gesehen wurde.

Im Vergleich zu den Hazelview-Bewertungen

Trotz des bereits eingepreisten aktuellen Anstieg der Kapitalkosten den REITs heute erleben, deuten unsere Modelle darauf hin, dass REITs immer noch mit einem Abschlag im mittleren zweistelligen Bereich gegenüber unserem konservativen inneren Wert (definiert als eine Mischung aus NAV und diskontiertem Cashflow) gepreist sind, was ein Kurspotenzial von ca. 20% gegenüber heute impliziert. Sollten die Märkte eine Entspannung bei den aktuellen Zinssätzen und/oder Kapitalkosten erleben, könnte sich dieses Potenzial unserer Meinung nach noch vergrößern.

Abbildung 7. Hazelview Forward-Looking Projections

	Abschlag zum inneren Wert	Mögliches Upside zum inneren Wert	Aktuelle Dividenden-Rendite	Möglicher Ertragszuwachs
Globales REITs Universum	-16,1%	19,2%	3,6%	22,8%
Nach Region	Abschlag zum inneren Wert	Mögliche Upside zum inneren Wert	Aktuelle Dividenden-Rendite	Möglicher Ertragszuwachs
USA	-13,3%	15,3%	3,2%	18,5%
Kanada	-20,7%	26,1%	4,5%	30,7%
Kontinentaleuropa	-15,5%	18,4%	3,8%	22,2%
Großbritannien	-15,3%	18,0%	4,0%	22,0%
Australien	-13,5%	15,6%	4,3%	19,9%
Hong Kong	-33,8%	51,0%	5,2%	56,2%
Japan	-17,5%	21,2%	3,2%	24,4%
Singapur	-8,4%	9,2%	4,6%	13,8%

Obere Tabelle: Bloomberg U.S. REIT Index für jeden Immobilientyp.

Untere Tabelle: FTSE EPRA/NAREIT Developed Index für die Welt und die jeweiligen Regionen, dargestellt in lokalen Währungen.

Quelle: Bloomberg LP. Stand der Daten: 2. Dezember 2022.

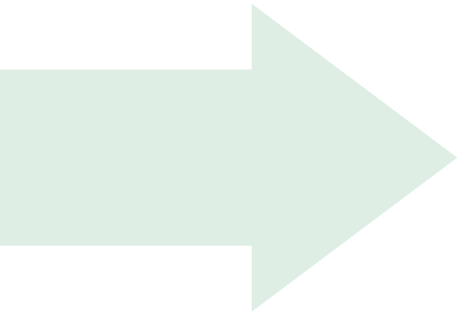
*Nur zur Veranschaulichung. Die obigen hypothetischen Daten beruhen auf der Einschätzung von Hazelview Securities Inc. und sind nicht garantiert. Die potenzielle Rendite kann negativ sein.

Wir glauben, dass günstigere Bewertungen aufgrund der schlechten Performance in diesem Jahr einen großen Teil der REIT-Story zu Beginn des Jahres 2023 ausmachen, wobei der Sektor so gehandelt wird, als befänden wir uns bereits in einer Rezession mit hohen Zinskosten.

Während der gesamte REIT-Markt heute mit außergewöhnlich hohen Abschlägen gehandelt wird, sind wir der Meinung, dass bestimmte Sektoren, Regionen und Unternehmen im Vergleich zu dem, was wir für gerechtfertigt halten, unverhältnismäßig stark abgestraft wurden. Daher glauben wir, dass wir unsere Portfolios durch aktives Management so positionieren können, dass wir von dieser Arbitrage profitieren und streben eine Konzentration unserer Portfolios an. Der Fokus bei der Wahl unserer Investments liegt auf Unternehmen die mit größeren Abschlägen als der Gesamtmarkt gehandelt werden.

Wie wird sich dieses Bewertungsparadigma ändern?

Während der gesamte REIT-Markt heute mit außergewöhnlich hohen Abschlägen gehandelt wird, sind wir der Meinung, dass bestimmte Sektoren, Regionen und Unternehmen im Vergleich zu dem, was wir für gerechtfertigt halten, unverhältnismäßig stark abgestraft wurden. Daher glauben wir, dass wir unsere Portfolios durch aktives Management so positionieren können, dass wir von dieser Arbitrage profitieren und streben eine Konzentration unserer Portfolios an. Der Fokus bei der Wahl unserer Investments liegt auf Unternehmen die mit größeren Abschlägen als der Gesamtmarkt gehandelt werden.



01 GEGENWIND BEI DEN ZINSEN LÄSST NACH

Aus einer Top-Down-Perspektive betrachtet: Wenn 2022 ein stetiges Wirtschaftswachstum, eine hohe Inflation und eine restriktive Geldpolitik vorherrschten, werden wir 2023 wahrscheinlich ein schwächeres Wachstum, eine moderatere Inflation und ein Ende der Zinserhöhungen oder eine teilweise Umkehr erleben.

Auch wenn wir keinen Einfluss auf die Zinsentwicklung haben, glauben wir, dass eine Stabilisierung der Kapitalkosten dem Markt die nötige Klarheit verschaffen wird, um Immobilienwerte besser einschätzen zu können. Dies wird dazu beitragen die Unsicherheit der REIT-Aktienkurse zu verringern.

Darüber hinaus sollte es REITs mit starken Bilanzen, erstklassigen Immobilienportfolios, überragendem Ertragspotenzial und hochwertigen, zykluserprobten Managementteams ermöglichen, sich von der Masse abzuheben, was zu einer besseren Performance im Jahr 2023 führt.

02 Unternehmensgewinne von Immobiliengesellschaften übertreffen die gedämpften Erwartungen

Da die Geldpolitik mit einer zeitlichen Verzögerung wirkt, dürften die strengeren finanziellen Bedingungen in den nächsten 12 Monaten zu einem langsameren Wirtschaftswachstum führen. Nach Angaben der Bank of America wird die Weltwirtschaft im Jahr 2023 voraussichtlich um 2,3 % wachsen, was - abgesehen von der globalen Finanzkrise 2008 und der COVID-19-Pandemie 2020 - die niedrigste globale Wachstumsrate seit 1993 bedeuten würde. Prognosen zufolge werden große bedeutende Märkte wie die europäischen Länder sowie die Vereinigten Staaten und Kanada im Jahr 2023 mit einer Rezession kämpfen.

Obwohl sich das Wirtschaftswachstum im Jahr 2023 verlangsamen wird, sind wir der Meinung, dass sich die REIT-Erträge, trotz der Aussicht auf eine geringere Schaffung von Arbeitsplätzen und möglicherweise Arbeitsplatzverluste, halten werden. Die Erträge der Immobiliengesellschaften werden durch Mietverträge mit indexierten Steigerungen und/oder durch Mietpreiserhöhungen gestützt, die durch die Mietsteigerungen bei deren Auslaufen erzielt werden. Laut UBS werden die weltweiten börsennotierten REIT-Erträge im Jahr 2023 nach Berücksichtigung höherer Betriebskosten durch Grundsteuer und Lohnzahlungen sowie höherer Zinsaufwendungen aufgrund höherer Zinsen voraussichtlich um 6,2 % steigen. Die Fähigkeit der REITs, weiterhin ein mittleres einstelliges Ertragswachstum zu erzielen, hängt vor allem mit dem derzeitigen Mietniveau zusammen, das unter den aktuellen Marktmieten liegt, die Erwartung an das Marktmietenwachstum spielen in der Prognose nur eine untergeordnete Rolle.

Anleger wenden sich Immobiliengesellschaften zu, um Erträge zu erzielen. Die Aussicht auf ein anhaltendes Ertragswachstum im Jahr 2023 schafft die Voraussetzungen für ein anhaltendes Dividendenwachstum. Nach Angaben von UBS liegt die Ausschüttungsquote der globalen REITs bei etwa 65 %, was bedeutet, dass die Erträge unserer Ansicht nach um über 30 % sinken könnten, bevor die Dividenden gefährdet sind.

Abbildung 8. Dividenden-Ausschüttungsquote von börsennotierten globalen Immobilienunternehmen



Quelle: UBS

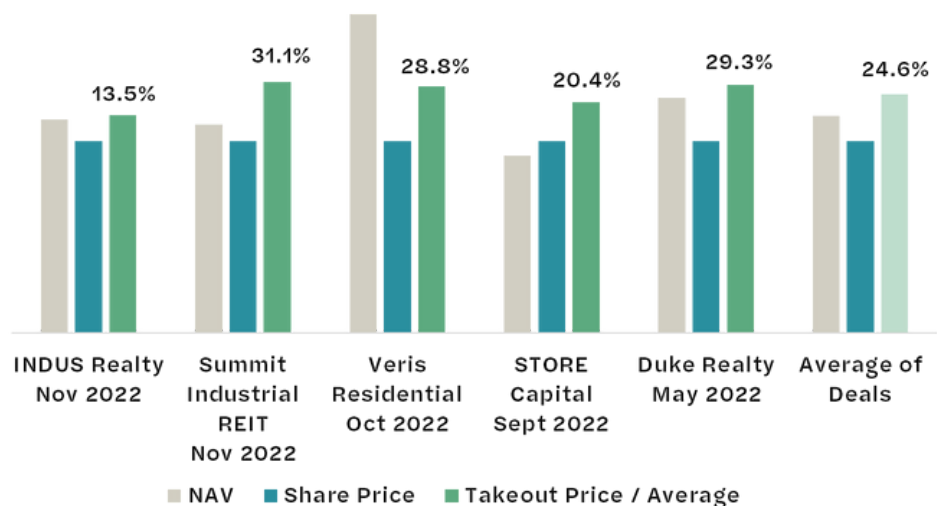
03 Fusionen und Übernahmen bieten eine Grundlage für die Bewertung

REITs werden zu hohen Abschlägen gehandelt, und in der Regel lassen sich die besten langfristigen Renditen erzielen, wenn die Käufe mit Abschlägen auf den inneren Wert erfolgen und die Stimmung unter den Anlegern am niedrigsten ist - beides ist heute der Fall.

Diejenigen, die Zugang zu Kapital haben, werden in Zeiten von Preisverwerfungen eher Unternehmen als direkte Immobilien erwerben, wenn der Markt den Wert der Immobilien, die sich im Besitz eines börsennotierten REIT befinden, unterbewertet. Wie in Abbildung 9 dargestellt, haben wir im Jahr 2022 eine Flut von Fusionen und Übernahmen (M&A) erlebt, zuletzt in Kanada, wo Summit Industrial Income REIT der Übernahme durch GIC und Dream Industrial REIT mit einem Aufschlag von 33% auf den Vortageskurs zustimmte. Im Durchschnitt wurden REITs im Jahr 2022 mit einem Aufschlag von 25% gegenüber ihrer Kurse am Markt erworben.

In der Immobilienbranche übertreffen direkte Immobilienanlagen die Größe des gelisteten Marktes (anders als bei anderen Sektoren) um ein Vielfaches, so dass dieser für Fusionen und Übernahmen geradezu prädestiniert ist. Die Private Equity Investoren suchen oft nach einer effizienten Möglichkeit, REITs zu erwerben, um Zugang zu größeren Portfolios zu erhalten. Historisch gesehen werden diese Übernahmen zum oder um den Nettoinventarwert herum abgewickelt, weshalb börsennotierte Immobilien in der Regel im historischen Durchschnitt sogar mit leichten Prämien, im Einklang zum direkten Immobilienmarkt, zu ihrem inneren Wert gehandelt werden.

Abbildung 9. 2022 REIT M&A



Quelle: Hazelview Securities Inc.

SCHLUSSFOLGERUNGEN

Wir glauben, dass der Schlüssel zur Outperformance im Jahr 2023 darin liegen wird, herauszufinden, welche REITs ihren internen Bewertungsabschlag durch unternehmensspezifische Initiativen aufholen können, anstatt sich auf den allgemeinen Marktanstieg zu verlassen.

Für 2023 stellen wir einige dieser Unternehmen vor, die unserer Meinung nach in der Lage sind, Werte zu schaffen und sich von der Masse abzuheben. Obwohl wir nur einige wenige Beispiele aufgeführt haben, sind wir der Überzeugung, dass das Jahr 2022 uns die seltene Gelegenheit bietet, ein Portfolio von Unternehmen zusammenzustellen, von denen wir erwarten, dass sie in den nächsten zwei bis drei Jahren überdurchschnittliche Renditen im Vergleich zu Aktien, Anleihen und privaten Immobilien erzielen werden.



Unsere Top-Investitionsmöglichkeiten für 2023 sind wie folgt:

Vereinigte Staaten

Rexford Industrial Realty
Radius Global Infrastructure



Europa

Vonovia
Cellnex

VONOVIA



Asien-Pazifik

Swire Properties
Mirvac



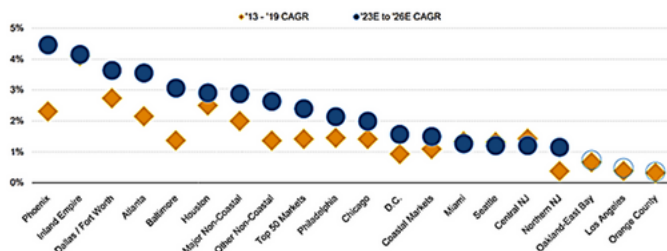
Rexford Industrial Realty⁶

Rexford Industrial Realty ist eine unserer überzeugendsten Ideen für das neue Jahr.

Rexford ist ein führender Eigentümer, Betreiber und Entwickler von Industrieimmobilien in den USA mit einer Betriebsfläche von über 4,17 Millionen Quadratmetern und weiteren 0,3 Millionen Quadratmetern in der Entwicklung oder Neupositionierung. Im Gegensatz zu vielen seiner Konkurrenten konzentriert sich Rexford ausschließlich auf einen Markt, nämlich die Region Südkalifornien, die weithin als einer der größten und wertvollsten Industriemärkte in den Vereinigten Staaten gilt.

Einer der Faktoren, die die Attraktivität des südkalifornischen Marktes ausmachen, ist der relativ geringe Angebotsdruck im Vergleich zum breiteren Industriemarkt der USA. Nach Schätzungen von CBRE beläuft sich die derzeitige Pipeline von Industrieimmobilien in den USA, die sich im Bau befinden, auf insgesamt über 66,1 Millionen Quadratmeter, was etwas mehr als 4 % des bestehenden Bestands entspricht. Diese Zahl ist für den Zielmarkt von Rexford weitaus geringer, da dieser durch einen Mangel an verfügbaren Flächen, starken Widerstand der Gemeinden gegen eine weitere industrielle Entwicklung und eine höhere und bessere Nutzung der Grundstücke gekennzeichnet ist. Mit Blick auf die Zukunft prognostiziert Green Street Advisors, dass die Kernmärkte von Rexford, Los Angeles und Orange County, bis 2026 das geringste Angebotswachstum aller großen US-Märkte aufweisen werden (Abbildung 10), was einen Sicherheitspuffer in einer Anlageklasse bietet, die zunehmend unter Angebotsdruck steht.

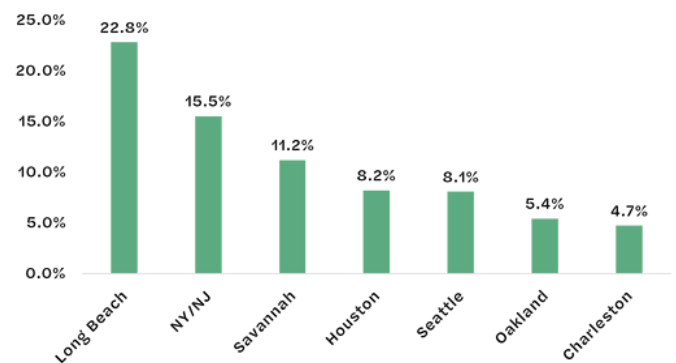
Abbildung 10. Angebotsprognosen für ausgewählte Märkte als Prozentsatz des vorhandenen Bestands



Quelle: Green Street Advisors. Stand: 22. November 2022.

Weitere Faktoren für die Attraktivität der südkalifornischen Industriemärkte von Rexford ist der langfristige Rückenwind für die Nachfrage, der von zwei der volumenstärksten US-Häfen und dem breiteren E-Commerce-Konsum in den Großräumen Los Angeles und San Diego ausgeht. Die Häfen von Los Angeles und Long Beach haben zusammen einen Marktanteil von über 40 % am gesamten Containeraufkommen in den US-Häfen (Abbildung 11), was die Nachfrage nach Lagerflächen in unmittelbarer Nähe für Händler, die importierte Waren vor der Auslieferung lagern müssen, stark antreibt.

Abbildung 11. Marktanteil nach Gesamtcontainervolumen für die 8 wichtigsten US-Seehäfen in 3Q22



Quelle: Bloomberg LP. Stand: 31. Oktober 2022

Aufgrund der positiven Nachfrage- und Angebotsentwicklung prognostizieren wir, dass Rexford seinen FFO pro Aktie bis 2024 mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von fast 14 % steigern wird, was in erster Linie auf das Wachstum der Nettobetriebs-einnahmen (NOI) zurückzuführen ist. Dieses überproportionale NOI-Wachstum dürfte zu einem starken Wachstum des Nettoinventarwerts (NAV) von Rexford führen, der laut historischen Untersuchungen ein starker Indikator für die Wertsteigerung von REIT-Aktien und die relative Outperformance ist.

Die Attraktivität des starken Wachstumsprofils von Rexford wird durch die Tatsache hervorgehoben, dass ein Großteil des Wachstums festgeschrieben ist, was bedeutet, dass das Risiko, dieses Wachstum nicht zu erreichen, minimal ist. Dies ist in erster Linie auf die Bestandsmieten von Rexford zurückzuführen, die im 3. Quartal 2022 60 % unter den Marktpreisen lagen. Da etwa 10 bis 15 % der bestehenden Mietverträge pro Jahr auslaufen, bietet dies Rexford einen mehrjährigen Rückenwind für das Wachstum seiner Cashflows, der unabhängig von der Richtung und dem Ausmaß des künftigen Marktmietenwachstums ist.

Neben dem Rückenwind durch die Anpassung auslaufender Mietverträge an den Markt hat Rexford auch den Umfang der in seinen Mietverträgen enthaltenen vertraglichen Gleitklauseln stetig erhöht und bei den im dritten Quartal 2022 unterzeichneten Mietverträgen einen neuen Höchststand von 4,4 % erreicht, verglichen mit 3,2 % für das gesamte Portfolio. Diese starken und wachsenden vertraglichen Gleitklauseln gelten für die 80 bis 85 % der Mietverträge, die nicht jedes Jahr auslaufen und verstärken den risikoärmeren Charakter der Erträge von Rexford. Kombiniert man die 60-prozentige Mietsteigerung bei den 10 bis 15 % Mietverträgen, die jährlich auslaufen, mit der mehr als 3-prozentigen Mietsteigerung bei den 80 bis 85 % der Mietverträge, die nicht jährlich auslaufen, ergibt sich ein mehrjähriger Wachstumsalgorithmus im hohen einstelligen bis niedrigen zweistelligen Bereich, der sich nur noch verbessert, wenn die Marktmieten weiter steigen.

Neben dem starken, risikoarmen Wachstumsprofil von Rexford beruhigt uns auch die Bilanz des Unternehmens, die die geringste Verschuldung im REIT-Sektor aufweist. In einer Zeit, in der die Anleger die Bilanzen stärker als je zuvor in den letzten zehn Jahren unter die Lupe nehmen (mit besonderem Augenmerk auf variabel verzinsliche Schulden und kurzfristige Fälligkeiten), können wir „nachts ruhig schlafen“, da wir wissen, dass der Gesamtverschuldungsgrad von Rexford zum Ende des dritten Quartals 2022 nur 16 % des gesamten Unternehmenswertes beträgt und bis 2024 keine nennenswerten Fälligkeiten anstehen. Dieser niedrige Verschuldungsgrad bedeutet, dass ein geringerer Teil des Umsatzwachstums durch höhere Zinsaufwendungen aufgebraucht wird.

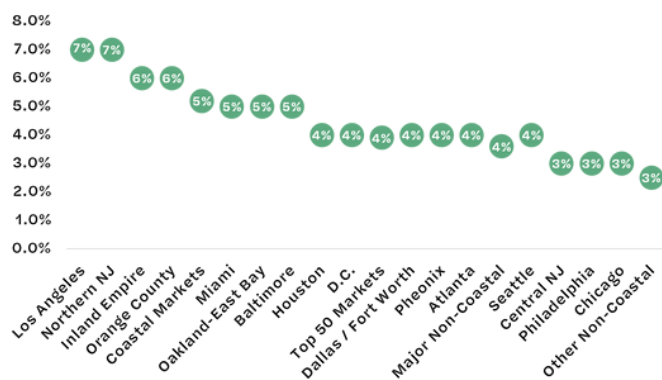
Die Bilanz von Rexford mit geringem Verschuldungsgrad ist auch die Grundlage für die Akquisitionsplattform, die ein weiteres wichtiges Unterscheidungsmerkmal von Rexford im Vergleich zu anderen Unternehmen darstellt. Akquisitionen sind einer der Haupttrieber für das externe Wachstum von Rexford und ergeben sich aus der eigenen Informationspipeline und den Beziehungen zu den Eigentümern von Industrieanlagen in den Zielmärkten. Diese Pipeline wurde im Laufe der langjährigen Tätigkeit von Rexford in Südkalifornien aufgebaut und ermöglicht es dem Unternehmen, Anlagen überwiegend außerhalb des freien Marktes zu erwerben, wodurch kostspielige Bieterkämpfe vermieden werden. Im laufenden Jahr 2022 hat diese Pipeline zu abgeschlossenen Akquisitionen im Wert von über 2 Mrd. USD geführt, nachdem 2021 bereits 1,8 Mrd. USD abgeschlossen wurden, und wir gehen davon aus, dass Rexford auch 2023 sehr akquisitionsfreudig sein wird.

Abgerundet wird unsere Anlagethese für Rexford im Jahr 2023 durch die Bewertung, die unserer Meinung nach heute sehr überzeugend ist. Rexford wird derzeit mit einem Abschlag von 22 % auf unseren geschätzten Nettoinventarwert und einer impliziten Kapitalisierungsrate von etwa 4,1 % gehandelt. Auch wenn die implizite Kapitalisierungsrate auf den ersten Blick niedrig erscheinen mag, weisen wir erneut darauf hin, dass die Bestandsmieten von Rexford im gesamten Portfolio 60 % unter den aktuellen Marktmieten liegen. Würde dieser Einkommensstrom heute zu Marktpreisen bewertet, läge die implizite Kapitalisierungsrate näher bei 6,6 %. Obwohl es eine gewisse Unklarheit darüber gibt, wo die Kapitalisierungssätze für Industrieanlagen heute liegen, sind wir sehr zuversichtlich, dass die richtige Zahl mehrere hundert Basispunkte unter 6,6 % liegt, insbesondere in Rexfords südkalifornischem Markt, der wohl der attraktivste in den Vereinigten Staaten ist.

Die Bewertung von Rexford wird durch die jüngste Privatisierung von Summit REIT in Kanada gestärkt, die im Rahmen einer Transaktion durchgeführt werden soll, bei der das Unternehmen mit einer Kapitalisierungsrate von 3,3 % auf den bestehende NOI bewertet wird. Dies entspricht einem Rückgang um 80 Basispunkte gegenüber den 4,1 %, mit denen Rexford derzeit gehandelt wird und dies bei einem Summit-Portfolio, das einen niedrigeren Mark-to-Market-Wert und wohl auch eine geringere Qualität aufweist. Der Aktienkurs von Rexford müsste gegenüber dem heutigen Stand um 25 % zulegen, um mit einer ähnlichen impliziten Cap-Rate von 3,3 % gehandelt zu werden.



Abbildung 12. Mietwachstumsprognosen für ausgewählte Märkte, 2023-2026 CAGR



Quelle: Green Street Advisors. Stand: 22. November 2022.

Kurz gesagt, wir glauben, dass Rexford im Jahr 2023 aufgrund einer günstigen Angebots-/Nachfragedynamik in ihren Märkten, die in den nächsten 12 Monaten zu einem anhaltenden überdurchschnittlichen Wachstum der Marktmieten führen dürfte, eine überdurchschnittliche Performance erzielen wird. Nach den jüngsten Untersuchungen von Green Street Advisors wird dieser in Abbildung 12 dargestellte Rückenwind für die Nachfrage in Verbindung mit den gedämpften Prognosen für das Angebotswachstum voraussichtlich zu einem in der Branche führenden Mietwachstum für die Kernmärkte von Rexford in Los Angeles und Orange County bis 2026 führen. Dieses Mietwachstum wird die Entwicklung des risikoarmen, wachstumsstarken Ertragsalgorithmus von Rexford weiter verbessern, der durch eine Bilanz mit geringem Fremdkapitalanteil untermauert wird, die sicherstellt, dass ein größerer Teil des starken Umsatzwachstums von Rexford in die Gewinnzone fließt. Und schließlich sind all diese positiven Eigenschaften zu einem Preis pro Aktie erhältlich, der unserer Meinung nach das Portfolio von Rexford erheblich unterbewertet.

Radius Global Infrastructure⁷

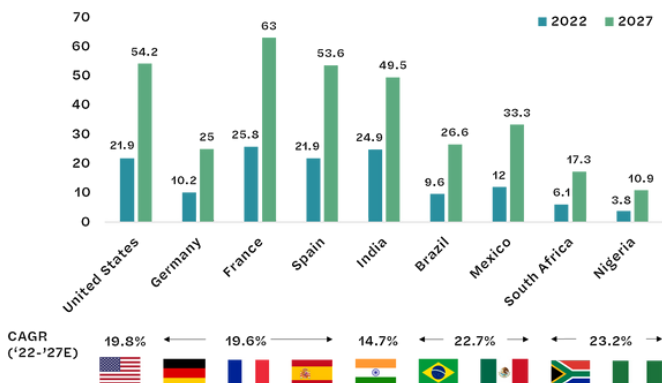
Wir sind der Meinung, dass Radius Global Infrastructure eine der überzeugendsten Investitionsmöglichkeiten für das Jahr 2023 darstellt.

In einer Welt zunehmender makroökonomischer Unsicherheit glauben wir, dass sich die Kombination aus den Fundamentaldaten der Mobilfunkmasten, dem gut erkennbaren gewichteten durchschnittlichen neunjährigen Mietablaufprofil von Radius und dem inflationsgeschützten Cashflow 2023 als eine Stärke erweisen wird.

Radius ist eines der weltweit führenden Investmentunternehmen für die Vermietung von Mobilfunkmasten und konzentriert sich auf den Erwerb von Pachtverträgen für einzelne Grundstücke und Dächer auf denen sich Mobilfunkmasten befinden. Die Strategie des Unternehmens besteht darin, Standorte mit attraktiven Renditen im Verhältnis zu den Kapitalkosten zu konsolidieren. Heute beläuft sich der gesamte adressierbare Markt auf über eine Million Mobilfunkstandorte, und das Portfolio von Radius besteht aus 8.900 Mietverträgen an über 6.800 Standorten in 21 Ländern in Nordamerika, Europa, Großbritannien, Lateinamerika und Australien.

Die Fundamentaldaten von Mobilfunkmasten sind stark, stabil und korrelieren traditionell weniger mit dem allgemeinen Konjunkturzyklus. Die Nachfrage nach Mobilfunkmasten wird durch die Investitionsausgaben der Mobilfunkbetreiber angetrieben, die Prognosen zufolge im Jahr 2023 mehr als 50 Milliarden US-Dollar betragen werden, sowie durch die mobile Datennutzung, die in den nächsten fünf Jahren mit einer durchschnittlichen jährlichen Wachstumsrate von mehr als 20 % zunehmen dürfte (Abbildung 13). Die weltweite Einführung von 5G bedeutet, dass die Mobilfunkbetreiber mehr Masten benötigen werden, um ihr 5G-Netz zu vervollständigen. Daher wird sich die Vermietungsaktivität in den nächsten 12 Monaten wahrscheinlich beschleunigen.

Abbildung 13. Durchschnittliche monatliche Datennutzung von Smartphones (GB/Monat)



Quelle: Ericsson Mobility Report Juni 2022, American Tower.

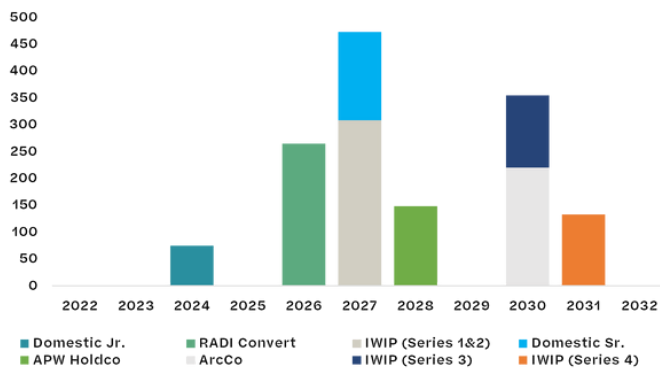
Aus Ertragssicht ist Radius in der Lage, bis 2024 ein Ertragswachstum von fast 20 % zu erzielen. Unserer Erfahrung nach führt das Ertragswachstum zu einem Dividendenwachstum sowie einem höheren Nettoinventarwert und diese Faktoren haben eine hohe Korrelation mit der Outperformance des Aktienkurses.

Während die erhöhte Inflation bei einigen Unternehmen zu Gegenwind bei den Betriebskosten und Margendruck im Jahr 2023 aufgrund höherer Grundsteuer-, Versorgungs- und Versicherungskosten führen wird, ist Radius von diesem Gegenwind befreit, da das Unternehmen eine Triple-Net-Mietstruktur hat, was bedeutet, dass die Betriebskosten vom Mieter und nicht vom Grundstückseigentümer getragen werden. Die Triple-Netto-Mietstruktur von Radius bedeutet, dass die Brutto-Cashflow-Margen die in den ersten drei Quartalen des Jahres 2022 bei 95 % lag und die Instandhaltungsinvestitionen mit weniger als 1 % vernachlässigbar sind.

Darüber hinaus sind die Vermögenswerte von Radius eine hervorragende Absicherung gegen die Inflation, da mehr als 75 % ihrer Mietverträge entweder direkt oder indirekt an den Verbraucherpreisindex oder den lokalen Inflationsindex gebunden sind. In den letzten 12 Monaten stiegen die vertraglichen Mietpreissteigerungen auf 4,8 %, aber wir gehen davon aus, dass sie in den nächsten vier Quartalen noch deutlich zunehmen werden, so dass ab 2023 die vertraglichen Mietpreissteigerungen 5, 6 oder 7 % pro Jahr betragen können, was enorm ist.

Außerdem sind wir optimistisch, was die solide Bilanz von Radius angeht. Wir sind fest davon überzeugt, dass Investitionen in REITs mit einer guten Bilanz eine erfolgreiche Strategie sind, denn in Zeiten der Unsicherheit an den Kapitalmärkten wie heute wollen wir in Unternehmen investieren, die aus einer Notlage Nutzen ziehen können. Wie aus Abbildung 14 hervorgeht, hat das Unternehmen bis 2024 keine Fremdkapital Fälligkeiten, und die einzige Fälligkeit vor 2026 ist ein kleines Darlehen in Höhe von 75 Mio. USD, das weniger als 6 % der Gesamtverschuldung ausmacht. Ebenso wichtig ist, dass 100 % der Schulden von Radius fest und/oder gedeckelt sind, so dass das Unternehmen keinem Kostenrisiko bei den Zinsausgaben ausgesetzt ist.

Abbildung 14. Fälligkeitsprofil der Radius-Schulden



Quelle: Radius Globale Infrastruktur. Darstellung in Millionen USD zum 30. September 2022.

Das Liquiditätsprofil von Radius ist ebenfalls attraktiv, mit ~ 500 Mio. USD an Barmitteln, die 2023 auf einer positiven Spread-Basis investiert werden, sowie einer verfügbaren, nicht gebundenen Kreditlinie in Höhe von 1,2 Mrd. USD.¹ In den ersten neun Monaten des Jahres 2022 erwarb Radius Vermögenswerte im Wert von 324 Mio. USD zu einer Anfangsrendite von 6,3 %. Wir gehen davon aus, dass das Akquisitionsvolumen im Jahr 2023 bei 400 Mio. USD oder darüber liegen wird, mit Renditen, die den Akquisitionen des Unternehmens im Jahr 2022 entsprechen oder attraktiver sind.



Schließlich ist auch die Bewertung äußerst überzeugend. Auf der Grundlage des aktuellen Aktienkurses des Unternehmens prognostizieren wir ein Kurspotenzial von 65 %. Im Vergleich zu anderen börsennotierten Mobilfunk-REITs wird Radius mit einer über 300 Punkten höheren impliziten Kapitalisierungsrate und einem 6-fachen Abschlag auf den Cashflow gehandelt. Wir sind der Ansicht, dass die künftige Performance des Unternehmens durch die Tatsache unterstützt wird, dass Mobilfunk-REITs, die die größten Mieter von Radius sind, unverlierbare Käufer der Vermögenswerte des Unternehmens sind. Wir sind der Meinung, dass Radius in der Lage ist, im Jahr 2023 eine überdurchschnittliche Performance zu erzielen, und zwar auf der Grundlage eines robusten Wachstums, eines äußerst widerstandsfähigen Cashflows, einer Bilanz ohne kurzfristige Fälligkeiten von Schulden und einer Bewertung, die im Vergleich zu öffentlichen und privaten Unternehmen erheblich diskontiert ist.

Der deutsche Wohnimmobiliensektor und insbesondere Vonovia zeigten im Jahr 2022 eine deutlich unterdurchschnittliche Performance, was auf makroökonomische Faktoren (nicht auf Fundamentaldaten) zurückzuführen ist, wie z. B. die Sorge vor steigenden Zinsen und den Einfluss, den diese auf die Wohnimmobilienpreise haben könnten, höhere Energiekosten, die Fähigkeit der Mieter die Miete zu zahlen sowie allgemeine Rezessionsängste in Deutschland.

Auch wenn wir einige der makroökonomischen Herausforderungen für die Zukunft sehen, glauben wir, dass es in einem überverkauften Sektor, basierend auf kurzfristigen Stimmungsschwankungen, Chancen gibt. Wir glauben, dass die Underperformance von Vonovia im Jahr 2022 den Grundstein für eine deutliche Outperformance im Jahr 2023 legt, da die im aktuellen Aktienkurs des Unternehmens implizierte Bewertung so niedrig ist, dass Investoren heute im Wesentlichen nur etwas mehr als den Grundstückswert für das Portfolio bezahlen.

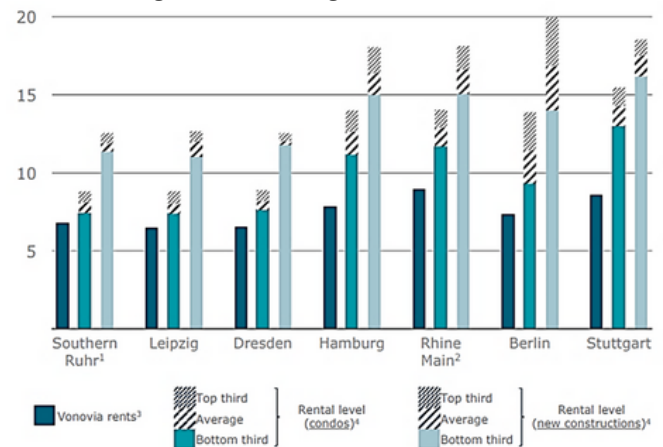
Der deutsche Markt für Mehrfamilienhäuser ist politisch und gesellschaftlich von großer Bedeutung, da Wohnen eines der grundlegendsten Bedürfnisse darstellt. Deutschland hat den größten Wohnungsmarkt in Europa mit ~42 Millionen Wohneinheiten, von denen ~23 Millionen Mietwohnungen sind. Die Eigentumsstruktur ist stark fragmentiert, und die Mehrheit der Eigentümer sind nicht-professionelle Vermieter, wobei der börsennotierte Sektor nur ~4 % des gesamten Mietbestands ausmacht. Wir sind der Meinung, dass der Wohnungssektor "zu groß ist, um zu scheitern", und daher eine der widerstandsfähigsten Anklagen gegenüber externen Schocks ist.

Was versteht der Markt falsch?

Zunächst einmal glauben wir, dass der Markt überproportional negativere Szenarien einpreist, als wir langfristig erwarten. Die implizite Nettomietrendite von Vonovia liegt heute bei über 4 % im Vergleich zu den Nettomietrenditen der unabhängigen Wohnimmobilienbewertungen, die bei 2,6 % liegen. Wir gehen davon aus, dass sich das Nettomietwachstum aufgrund der Inflation und einer geringeren Regulierung der Mieten in Zukunft beschleunigen wird. Derzeit liegt die Leerstandsquote von Vonovia bei 2,2 %, was darauf schließen lässt, dass die Nachfrage nach Mehrfamilienhäusern groß ist und unserer Meinung nach auch weiterhin groß bleiben wird.

Wie aus Abbildung 15 hervorgeht, ist die Bestandsmiete bei Vonovia mit 7,5 € pro Quadratmeter (m²) und Monat deutlich niedriger als bei vergleichbaren Wohnformen, wie z. B. Neubauten oder Eigentumswohnungen. Es ist auch erwähnenswert, dass alle Nebenkosten auf den Mieter umgelegt werden, so dass die Befürchtung des Marktes, dass höhere Energiekosten zu höheren Kostenblöcken für den Vermieter führen, unbegründet ist.

Abbildung 15. Vonovias Bestandsmiete im Vergleich zu Eigentumswohnungen und Neubauten

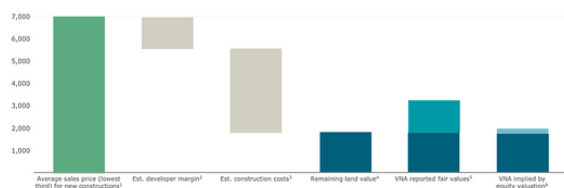


Quelle: Vonovia 9M 2022 Earnings Call, 4. November 2022.

1. Die Marktdaten sind der einfache Durchschnitt von Dortmund und Essen. 2. Die Marktdaten sind der einfache Durchschnitt von Frankfurt und Wiesbaden. 3. Die Werte und Mieten für Vonovia beziehen sich auf den Durchschnitt dieses Regionalmarktes. 4. Quelle: Value Data Insights (ehemals empirica-systeme), Q3 2022.

Zweitens machen die höheren Wiederherstellungskosten bei den heutigen Mietpreisen den Neubau extrem schwierig. Die aktuellen Baukosten für neu errichtete Wohnungen liegen bei über 5.000 Euro pro Quadratmeter und werden aufgrund höherer Materialkosten, fehlender Arbeitskräfte, langer Genehmigungsfristen und steigender Zinssätze für neu aufgenommene Kredite weiter steigen. Die durchschnittliche Bewertung in der Bilanz von Vonovia liegt derzeit bei etwa 3.000 EUR pro Quadratmeter, verglichen mit einer impliziten Bewertung (basierend auf dem Aktienkurs) von 2.000 EUR pro Quadratmeter. Lässt man die Grundstückskosten unberücksichtigt, liegt der implizite Gebäudewert auf der Grundlage des aktuellen Aktienkurses von Vonovia bei etwa 200 Euro pro Quadratmeter oder 5 % der reinen Baukosten. Es ist bereits ein Rückgang der Neubautätigkeit zu beobachten, und Vonovia selbst hat alle Neubauvorhaben gestoppt. Dennoch schätzt die Regierung den Bedarf auf 400.000 neue Einheiten oder etwa 1,7 % des Bestands pro Jahr, dem gegenüber stehen ca. 250.000 Wohneinheiten die im vergangenen Jahr fertiggestellt wurden.

Abbildung 16. Marktvergleiche und implizite Gebäudewerte

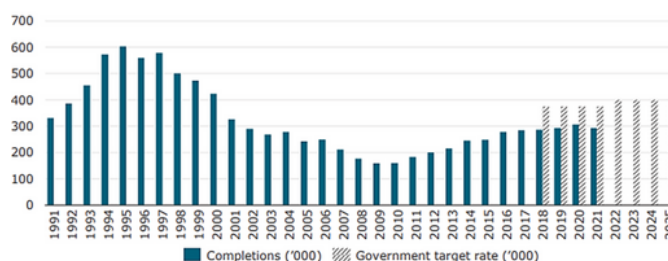


Quelle: Vonovia 9M 2022 Earnings Call, 4. November 2022.

1. Value Data Insights (ehemals empirica-systeme), Q3 2022; 2. Annahme: 20% des Verkaufspreises. 3. Mitte der geschätzten Spanne von 3,5 T€ bis 4,0 T€. 4. Restwert des Verkaufspreises minus geschätzte Bauträgermarge minus geschätzte Baukosten. 5. Gewichteter Durchschnitt über die Regionen Berlin, Rhein-Main, südliches Ruhrgebiet, Rheinland, Dresden, Hamburg, Stuttgart, Leipzig. 6. Implizierter fairer Wert basierend auf einem Aktienkurs von 22 € und einem LTV von 43,4%.

Drittens wird die Nachfrage wahrscheinlich weiter steigen. Im Zuge der Urbanisierung und der Zuwanderung, um den Bedarf an Arbeitnehmern zu decken, ist bereits in den vergangenen Jahren ein deutliches Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage zu verzeichnen, das sich in der aktuellen Situation weiter verstärkt. Das strukturelle Defizit an Wohneinheiten wird vom Deutschen Mieterbund auf ca. 1,5 bis 2,0 Millionen geschätzt. Mieten ist die bei weitem erschwinglichste Wohnform in Deutschland. Wenn die Regierung also Probleme sieht, wie z. B. höhere Energiekosten, die die Verbraucher belasten könnten, wird sie wahrscheinlich finanzielle Hilfsprogramme einführen, so wie es im vierten Quartal 2022 angekündigt wurde.

Abbildung 17. Strukturelles Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage



Quelle: Vonovia 9M 2022 Earnings Call, 4. November 2022.

Statistisches Bundesamt für tatsächliche Fertigstellungen; CDU/SPD-Regierung für 2018-2021 und aktuelle Regierungskoalition (SPD, Grüne, FDP (Liberale)) für Zielquote 2022-2025.

Viertens haben Wertschwankungen bei Wohnimmobilien eine geringe kurzfristige Korrelation zu Anleihen. Faktoren, die die Bewertungen beeinflussen, sind Transaktions-Multiplikatoren, Änderungen der aktuellen Miete, Änderungen der Marktmiete, Inflation sowie der CO2 Beitrag des Portfolios. Obwohl die regulatorische Struktur in Deutschland keine schnellen jährlichen Mietpreiserhöhungen zulässt, steigen die Marktmieten auf jährlicher Basis stetig an, was die Grundlage für das zukünftige Wachstum der Mieten bildet. Angesichts des Mangels an Transaktionen und des Fehlens von Zwangsverkäufern im Jahr 2022 glauben wir, dass Gutachter wahrscheinlich vorsichtig sein werden, signifikante Wertänderungen vorzunehmen. Die Verkäufe einzelner Einheiten waren sehr stabil, da bestehende Wohnungen zu einem Durchschnittspreis von 4.500 € pro Quadratmeter verkauft werden, was etwa 30 % unter dem Preis von Neubauten liegt. Auf der Grundlage der aktuellen Bewertungen in der Bilanz von Vonovia liegen die Gewinnspannen aus den Verkäufen bei über 40 %. Das bedeutet, die Bewertungen des Portfolios würden auf der Grundlage der Privatisierungsbewertungen signifikant höher ausfallen.

Fünftens ist Fremdkapital weiterhin verfügbar, und der Cashflow kann höhere Zinskosten abfangen. Heute liegen die Margen für besicherte Kredite für deutsche Wohnungsunternehmen bei etwa 100-120 Basispunkten im Vergleich zu Unternehmensanleihen im Bereich von 350 Basispunkten. Unter der Annahme, dass die durchschnittlichen Fremdkapitalkosten von Vonovia in den nächsten zwei Jahren bei der Refinanzierung bestehender Fälligkeiten 4 % betragen, würde ein operatives Gewinnwachstum von 5 % pro Jahr ausreichen, um die höheren Zinskosten auszugleichen. Wir halten dies für sehr realistisch.



Schließlich ist die Bewertung extrem niedrig, da der Kurs der Vonovia Aktie mit einem Abschlag von mehr als 30 % auf den Bruttowert der Aktiva und einem Abschlag von 60 % auf den NAV gehandelt wird. Seit dem Zweiten Weltkrieg hat der deutsche Wohnungssektor keine Bewertungskorrektur von mehr als 10 % vom Höchststand bis zum Tiefststand erlebt, weshalb wir glauben, dass der Aktienmarkt die potenziellen Bewertungsrückgänge auf dem direkten Markt stark überschätzt. Der deutsche Mehrfamilienhaussektor produziert einen der stabilsten Miet-Cashflows weltweit, der durch ein begrenztes neues Angebot, aufgrund der hohen Wiederherstellungskosten, aus unserer Sicht stetig steigende Mietstrukturen aufweisen wird. Wir sehen in Vonovia eine einmalige Chance, im Jahr 2023 überdurchschnittliche Renditen zu erzielen, wenn sich einige der oben genannten makroökonomischen Gegenwinde auflösen und die Bewertungen am Aktienmarkt sich denen des direkten Marktes wieder stärker annähern.

Wir glauben, dass Cellnex, der führende Eigentümer von Mobilfunkmasten in Europa, ein enormes Aufholpotential für 2023 aufweist. Wir sind der Ansicht, dass die negative Kursentwicklung des Unternehmens auf exogene Faktoren wie den Rückgang des Technologiesektors, die Abflüsse von Fonds aus Anlagen mit langer Duration und die erwarteten Auswirkungen höherer Realzinsen zurückzuführen ist und nicht auf den zugrundeliegenden individuellen Fundamentaldaten.

Cellnex verwaltet ein Portfolio von 137.000 Funktürmen, darunter bereits identifizierte Neubauten bis 2030, in Märkten wie Spanien, Italien, den Niederlanden, Frankreich, der Schweiz, dem Vereinigten Königreich, Irland, Portugal, Österreich, Dänemark, Schweden und Polen. Cellnex schließt häufig Rahmenmiet- und Rahmenserviceverträge mit Mietern ab, die ihnen den Aufbau ihrer drahtlosen Netzwerke erleichtern. Cellnex hat sehr attraktive Mietvertragsbedingungen, da das Unternehmen eine "Alles-oder-Nichts"-Klausel erfunden hat, die dem Mieter die Möglichkeit gibt, alle seine Funkturmverträge mit Cellnex zu erneuern oder keinen davon, wodurch Mobilfunkbetreiber daran gehindert werden, sich die Standorte herauszupicken. Diese Klausel ist kein europäischer Standard und wird von den US-amerikanischen Tower-REITs nicht verwendet.

In den letzten fünf Jahren erwarb Cellnex als einer der größten Konsolidierer von Funktürmen in Europa zahlreiche Portfolios von Mobilfunkbetreibern, die Kapital für den Aufbau ihrer 5G-Netze benötigten. Seit 2015 hat das Unternehmen 25 verschiedene Portfolios und Plattformen integriert, die derzeit einen Wert von rund 40 Milliarden Euro haben (Abbildung 18). Der Verkauf des GD Towers-Portfolios der Deutschen Telekom an Brookfield und DigitalBridge im Juli 2022 für 17 Mrd. EUR (~27x EBITDA) zeigt, wie günstig Cellnex im Vergleich zu den Preisen auf dem privaten Markt gehandelt wird (19,2x EBITDA 2023).

Abbildung 18. Cellnex Akquisitionen

Datum	Land	Kauf	Volumen in MEUR	Turm	EV/Standort
01/31/2017	Frankreich	Bouygues	500,00	1,800	278
07/25/2017	Frankreich	Bouygues	170,00	600	283
06/30/2017	Holland	K2W	12,60	32	394
12/26/2017	Spanien	MASMOVIL	36,00	551	65
05/24/2017	Schweiz	Swiss Towers Ag	430,00	2,339	184
01/31/2018	Spanien	N/A	45,00	375	120
12/18/2018	Spanien	MASMOVIL	3,40	85	40
12/19/2018	Schweiz	Sunrise	34,00	133	256
05/06/2019	Frankreich	Iliad	2.000,00	5,700	351
05/06/2019	Italien	Iliad	600,60	2,200	273
05/06/2019	Schweiz	Salt	778,40	2,800	278
09/10/2019	Irland	Signal	210,21	546	385
10/08/2019	GB	Arquiva	2.301,40	7,400	311
01/02/2020	Portugal	Altice	801,00	3,000	267
04/14/2020	Portugal	NOS	375,00	2,000	188
10/23/2020	Polen	Play	1.330,00	7,000	190
11/12/2020	Europa	Hutchinson	10.012,20	24,600	407
02/26/2021	Polen	Cyfrowy Polsat	1.603,00	7,000	229

Quelle: Hazelview Securities Inc.

Jetzt, da viele der groß angelegten Sale-Leasebacks abgeschlossen sind, verlagert Cellnex seinen strategischen Schwerpunkt von externem Wachstum (2015 bis 2022) auf internes Wachstum (2023 und darüber hinaus), was als positiver Katalysator für den Aktienkurs des Unternehmens dienen sollte. Wenn Cellnex in der Vergangenheit neues Eigenkapital zur Finanzierung von Akquisitionen ausgab, führte dies zwar zu einer Unternehmenswertsteigerung, aber auch zu kurzfristigem Gegenwind für die Kursperformance, bis die Größe und der Umfang der jeweiligen Kapitalerhöhung bekannt gegeben und vom Markt akzeptiert wurde.

Wir sind der Meinung, dass das interne Wachstum von Cellnex sich beschleunigen wird und die Erträge in den nächsten zwei Jahren um 20 % pro Jahr steigen werden. Dies wird durch die Ausweitung der Mietverträge für die bestehenden Türme, die Erzielung höherer Indexierungen und inflationsähnlicher Steigerungen bei den laufenden Mietverträgen, den Bau neuer Türme und die Stilllegung überflüssiger Standorte erreicht, was alles zu einer Verbesserung der Gewinnspanne führen dürfte.

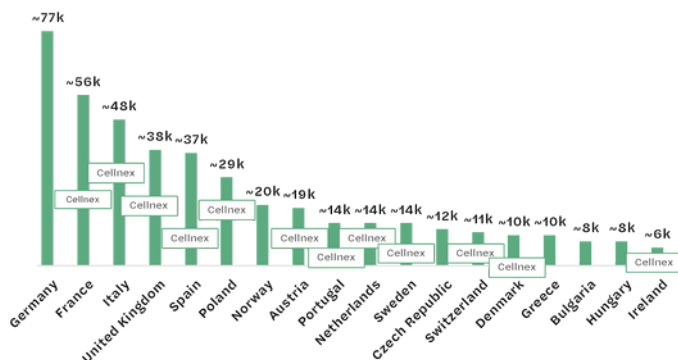
Ein deutliches Beispiel für das Wachstumspotenzial, das wir im Portfolio von Cellnex sehen, ist die Verbesserung der Vermietungsquoten. Das Mieterverhältnis von Cellnex liegt derzeit bei 1,35x (Mieter pro Funkturm) im Vergleich zu US-Tower-REITs, die durchschnittlich ein Mieterverhältnis von 2,0x bis 2,5x aufweisen. Der Grund für das niedrigere Mieterverhältnis im Portfolio von Cellnex liegt darin, dass die Eigentümer ihrer Türme in der Vergangenheit die Mobilfunkbetreiber selbst waren und ihre Türme als Alleinstellungsmerkmale betrachteten, die sie nicht mit ihren Konkurrenten teilen wollten. Da sich Cellnex nun darauf konzentriert, mehrere Mieter auf demselben Turm unterzubringen, erwarten wir bessere Renditemargen (d. h. mehr Funkantennen pro Turm).

Darüber hinaus sehen wir in einer Zeit großer makroökonomischer Unsicherheit den niedrigen Anteil von Arbeitskosten und die Tatsache, dass Cellnex nicht von der Volatilität der Energiekosten abhängig ist, als einen großen Vorteil.

Cellnex verfügt über eine ausgezeichnete Bilanz, die bis 2024 keinen Refinanzierungsbedarf aufweist. Die Vermögenswerte des Unternehmens generieren genügend freien Cashflow, um alle ab 2027 fälligen Schulden zu tilgen. Das Liquiditätsprofil von Cellnex ist stark und beläuft sich auf insgesamt 4,3 Mrd. €, bestehend aus 900 Mio. € an Barmitteln und 3,4 Mrd. € an nicht in Anspruch genommenen Kreditlinien. Mehr als 85% der Schulden sind mit einer durchschnittlichen Laufzeit von 6 Jahren festgeschrieben und unterliegen keinen finanziellen Auflagen, Verpfändungen oder Garantien. Das Unternehmen hat derzeit ein Investment-Grade-Rating von Fitch (BBB-) und wir halten es für sehr wahrscheinlich, dass S&P das Unternehmen auf Investment-Grade mit positivem Ausblick heraufstufen wird. Ausschlaggebend hierfür ist, dass Cellnex seinen strategischen Schwerpunkt mehr auf die Maximierung des internen Wachstums und weniger auf das externe Wachstum verlagert.



Abbildung 19. Cellnex Präsenz auf dem europäischen Celltower Markt



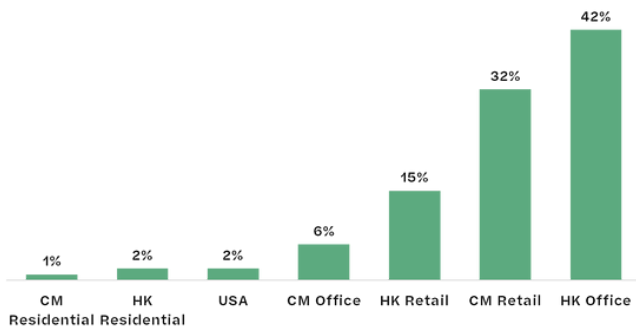
Quelle: Green Street Advisors

Schließlich sind wir der Meinung, dass die Bewertung attraktiv ist, da die Aktien des Unternehmens mit einem Kurspotenzial von 28 % bewertet sind und mit einem Abschlag von 22 % zu unserem voraussichtlichen NAV gehandelt werden. Wir sind der Meinung, dass Cellnex den Anlegern die einzigartige Möglichkeit bietet, eine der qualitativ hochwertigsten, am stärksten diversifizierten und skalierbaren Mobilfunkplattformen in Europa zu besitzen (Abbildung 19) und das zu einem Preis, der im Vergleich zu den Werten des privaten Marktes deutlich reduziert ist.

Wir glauben, dass Swire Properties im Jahr 2023 eine überdurchschnittliche Performance erzielen wird, da Hongkong zu einer uneingeschränkten Wiedereröffnung übergeht, was zu einer Erholung des Kundenverkehrs, der Einzelhandelsumsätze und der Büovermietungsaktivitäten führen wird.

Swire Properties ist ein erstklassiger gewerblicher Vermieter und Entwickler mit Investitionen hauptsächlich in Hongkong und China (Abbildung 20). Das Unternehmen konzentriert sich auf den Besitz hochwertiger Einzelhandels-, Büro- und Hotelimmobilien mit Anbindung an den öffentlichen Nahverkehr in dicht besiedelten Ballungsräumen. Der Besitz von stabilisierten Anlageobjekten macht über 90 % des gesamten Bruttogewinns des Unternehmens aus.

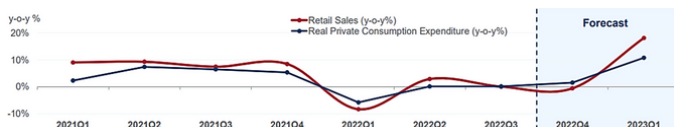
Abbildung 20. Bruttomieteinnahmen nach Region



Quelle: Swire Properties

Wir sind der Ansicht, dass Hongkongs Schwenk hin zu einer vollständigen Wiedereröffnung der Grenze den Einzelhandels- und Büroimmobilien von Swire Auftrieb verleihen dürfte (Abbildung 21). Die aktuellen Umsätze der Mieter im Einzelhandel in Hongkong liegen 20 bis 30 % unter dem Niveau vor der Covid-19-Pandemie, da die chinesischen Touristen vom Festland ausbleiben. Vor der Pandemie machten chinesische Touristen vom Festland über 70 % aller Hongkong-Touristen aus. Da auch das chinesische Festland wieder zu öffnen beginnt, erwarten wir, dass die Mieten für das Einzelhandelsportfolio von Swire, das derzeit nahezu voll ausgelastet ist, wieder steigen werden.

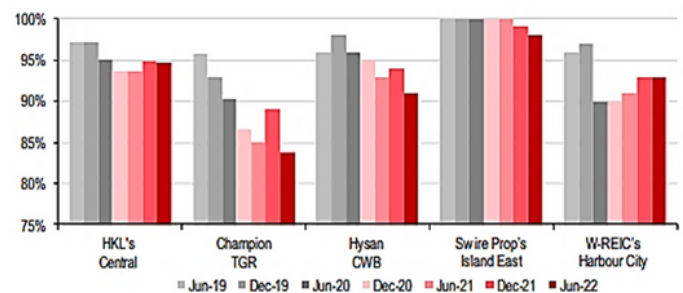
Abbildung 21. Hongkong Einzelhandelsumsatz vs. Verbrauchsausgaben



Quelle: Cushman & Wakefield Research

An der Bürofront ist Swires dezentralisierte Büropräsenz in Island East ein attraktives Ziel für multinationale Unternehmen, die ihren Standort verlagern wollen um Kosten zu senken, da der Teilmarkt Island East Mieten im Bereich von 50-60 \$/SF gegenüber 110+/SF in Central bietet. Im Jahr 2023 erwarten wir ein zusätzliches Ertragswachstum durch das 1 Mio. SF Two Taikoo Place-Projekt des Unternehmens, das in 1H22 eine Vorvermietungsrate von 50% erreicht hat. Zusätzlich zu Island East wurde Swire's Bürofläche in Admiralty, die sich um Pacific Place gruppiert, vor kurzem durch die Eröffnung der Sha Tin MTR-Verbindung nach Central gestärkt. Pacific Place, ein gemischt genutzter Büro-, Einzelhandels- und Hotelkomplex, liegt nun über vier sich kreuzenden U-Bahn-Linien und bietet eine bessere Anbindung und einen besseren Verkehrsfluss. Die durchschnittliche Bürobelegung liegt nach wie vor in den mittleren bis hohen 90 %, während die Leerstandsquote in Hongkong insgesamt bei über 11 % liegt. Wir gehen davon aus, dass sich die Büromieten im nächsten Jahr zu erholen beginnen, da die Büro- und Einzelhandelsmieten in diesem Jahr von den Höchstständen vor den sozialen Unruhen und vor der Pandemie stark gesunken sind.

Abbildung 22. Vermietete Büro in HongKong: Auslastung



Quelle: HSBC

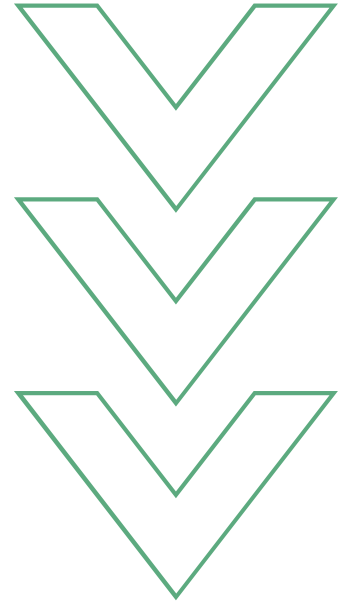
Neben der Erholung, die wir für das Hongkong-Portfolio von Swire im Jahr 2023 sehen, sehen wir auch das Portfolio von Swire auf dem chinesischen Festland gut positioniert, um nach den Schließungen im Jahr 2022 ein starkes Comeback zu erleben. Swire besitzt eines der hochwertigsten gemischt genutzten Immobilienportfolios auf dem chinesischen Festland mit Standorten in erstklassigen Städten wie Peking, Shanghai, Guangzhou und Chengdu. Swire hat in der Vergangenheit eine überdurchschnittliche Auslastung und ein überdurchschnittliches Mietwachstum erzielt, da es dem Unternehmen gelungen ist, erstklassige Mieter für seine Einkaufszentren und Bürogebäude zu gewinnen. Trotz der derzeit zweistelligen Leerstandsquoten im Bürobereich und des harten Wettbewerbs im Einzelhandel haben die Einzelhandels- und Büroimmobilien von Swire eine Auslastung von 95 % bis 100 % erreicht. Aus Sicht des Einzelhandels haben die COVID-Schließungen zu Mietnachteilen und Umsatzeinbußen bei den Mietern geführt, die bis 2023 wieder aufgeholt werden dürften. Vor den Schließungen führte die Verlagerung der Ausgaben für den Luxuseinzelhandel auf das chinesische Festland zu einem robusten Wachstum der Einzelhandelsumsätze von über 10 % bzw. 30 % in den Jahren 2020 und 2021. Wir gehen davon aus, dass sich dieser Trend in den kommenden Jahren fortsetzen wird, da die obere Mittelschicht Chinas zwischen 2020 und 2030 voraussichtlich um 68 % wachsen wird.

Schließlich umfassen Swires kommerzielle Bauvorhaben in China in der Regel Büro-, Einzelhandels-, Wohn- und Hotelprojekte, die einen dynamischen sozialen Ort schaffen, an dem Menschen zusammenkommen. Sie befinden sich in der Regel in erstklassigen städtischen Gebieten mit guter Anbindung an den öffentlichen Nahverkehr und dicht besiedelten Standorten, die unserer Meinung nach in den nächsten Jahren einen Mehrwert für das Unternehmen schaffen werden.

Swire Properties ist eines der weltweit führenden Unternehmen im Bereich Umwelt, Soziales und Unternehmensführung (ESG): Es steht auf Platz 1 des Hang Seng Sustainability Index, ist seit 2017 Mitglied des Dow Jones Sustainability World Index und hat ein 5-Sterne-GRESB-Rating als Global Sector Leader für gemischt genutzte Gebäude. Die Position von Swire als Marktführer beim Bau grüner gemischt genutzter Gebäude hilft dem Unternehmen, höhere Belegungsraten aufrechtzuerhalten sowie einen höheren Verkehrsfluss und ein höheres Mietwachstumspotenzial bei seinen bestehenden und neuen gemischt genutzten Projekten zu generieren. Wir beobachten eine zunehmende Ausrichtung der Unternehmen auf Qualität, die nach hochwertigen Bürogebäuden mit energieeffizienteren Flächen suchen. Swire ist bestens gerüstet, um von seinen branchenführenden ESG-Fähigkeiten zu profitieren.

Swire hat mit einem Verschuldungsgrad von 5,3 % eine der besten Bilanzen in der REIT-Branche. Das Unternehmen ist in der Lage, seine Immobilienbasis durch Entwicklungen zu erweitern und Gelegenheiten bei Notleidenden Objekten zu nutzen, wenn sie sich ergeben. In den nächsten zehn Jahren wird sich der Investitionsplan von Swire auf die Entwicklung von Mischnutzungen in China, die Verdichtung bestehender Gebäude in Island East und Admiralty, den Aufbau einer Präsenz in Südostasien und die Entwicklung von Wohnimmobilien konzentrieren, was ein jährliches Wachstum der Dividende pro Aktie (DPS) von über 5 % ermöglichen wird.

Wir prognostizieren eine erwartete Rendite von 30 % auf Jahresbasis, einschließlich einer Dividendenrendite von 5,5 %. Seit dem Börsengang des Unternehmens im Jahr 2017 hat das robuste Gewerbeimmobiliengeschäft von Swire zu einem stetigen DPS-Wachstum im mittleren einstelligen Bereich geführt. Wir prognostizieren ein DPS-Wachstum von 6 % im Jahr 2023, unterstützt durch eine Erholung der Mieterumsätze, Mietnachlässe und vollen Ergebnisbeiträgen aus abgeschlossenen Entwicklungen. Aufgrund unserer Präsenz vor Ort in Hongkong sind wir der Ansicht, dass der oben erwähnte makroökonomische Gegenwind für ein Top-ESG-Unternehmen mit einem der klassenbesten Gewerbeimmobilienportfolios auf dem Markt, das durch eine der besten Bilanzen der Welt besichert ist und von einem Managementteam mit einer starken Erfolgsbilanz bei historisch steigenden Ausschüttungsquoten pro Einheit geführt wird übertrieben ist.

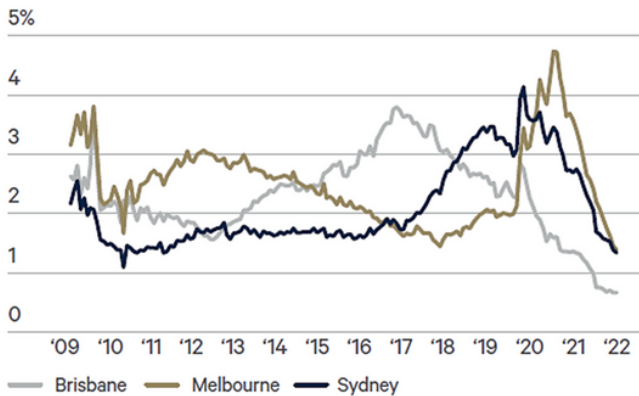


Wir prognostizieren eine erwartete Rendite von 30 % auf Jahresbasis, einschließlich einer Dividendenrendite von 5,5 %. Seit dem Börsengang des Unternehmens im Jahr 2017 hat das robuste Gewerbeimmobiliengeschäft von Swire zu einem stetigen DPS-Wachstum im mittleren einstelligen Bereich geführt. Wir prognostizieren ein DPS-Wachstum von 6 % im Jahr 2023, unterstützt durch eine Erholung der Mieterumsätze, Mietnachlässe und volle Ergebnisbeiträge aus abgeschlossenen Entwicklungen. Aufgrund unserer Präsenz vor Ort in Hongkong sind wir der Ansicht, dass der oben erwähnte makroökonomische Gegenwind für ein Top-ESG-Unternehmen übertrieben ist, das eines der klassenbesten Gewerbeimmobilienportfolios auf dem Markt besitzt, das durch eine der besten Bilanzen der Welt besichert ist und von einem Managementteam mit einer starken Erfolgsbilanz bei historisch steigenden Ausschüttungen pro Einheit geführt wird.

Wir sehen Mirvac als eine der besten Investitionsmöglichkeiten im asiatisch-pazifischen Raum, angetrieben durch die integrierte australische Plattform des Unternehmens, die Gewerbeimmobilien, Wohnimmobilien und Vermögensverwaltung umfasst. Etwa 64% der Erträge von Mirvac stammen aus der Vermietung von Immobilien (65% Büro, 26% Einzelhandel und 9% Logistik), der Rest aus dem Wohnungsgewerbe (32%) und der Fondsverwaltung (4%).

Aus einer Bottom-up-Perspektive sind wir der Ansicht, dass der australische Wohnungsmarkt in den kommenden Jahren nur ein begrenztes Nettoangebot an neuen Wohnungen aufweisen wird, was auf die höheren Grundstückspreise, die hohen Kosten und die Baufinanzierung zurückzuführen ist. In Kombination mit einer Erholung der Binnenmigration in die Großstädte und einer Wiederaufnahme der internationalen Migration aus China, sobald die Grenzen wieder geöffnet sind, werden die Leerstandsquoten (Abbildung 23) wahrscheinlich weiter sinken, was die Mietpreise im Jahr 2023 in die Höhe treiben und einen bereits angespannten Markt noch enger machen wird. Wir glauben, dass der Neubaubereich von Mirvac zum Vermieten am besten positioniert ist, um von diesem fundamentalen Rückenwind zu profitieren. Darüber hinaus glauben wir, dass die Immobilienpreise in Australien die Talsohle durchschreiten werden, sobald die australische Zentralbank ihre Zinserhöhungen einstellt und das Bevölkerungswachstum eine Erholung weiter vorantreibt.

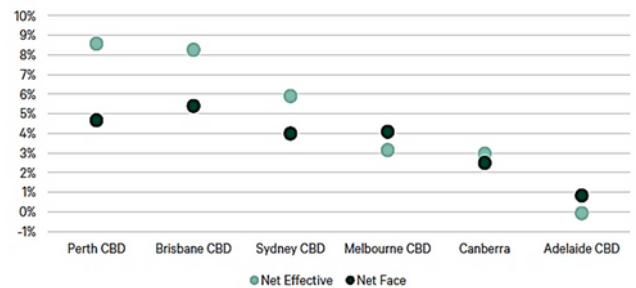
Abbildung 23. Leerstandsquoten von Wohnungen in der Hauptstadt



Quelle: SQM Research, Macrobond. Stand: September 2022.

Wir sind der Meinung das, im Gegensatz zu den nordamerikanischen Büromärkten, die großen australischen Büromärkte im Jahr 2023 attraktive Wachstumsaussichten bieten, wobei die hochwertigsten, zentral gelegenen und neuesten Gebäude in den großen Städten die besten Fundamentaldaten liefern. Wir erwarten, dass die Marktmieten in mehreren australischen Büromärkten in den nächsten Quartalen in einen Aufwärtszyklus eintreten werden, nachdem sie sich bis 2022 leicht erholt haben (Abbildung 24). Zu den fundamentalen Faktoren, die die Marktmieten in die Höhe treiben werden, gehören eine Tendenz zu qualitativ hochwertigen Gebäuden (die genau der Art von Immobilien entspricht, die Mirvac besitzt), eine stärkere Betonung von Vermögenswerten mit einem hohen ESG-Anteil und Unternehmen, die erfolgreich ihre Post-Covid-Büroeinrichtung definieren. Neue Vermietungen beinhalten zum Beispiel erweiterte flexible Arbeitsbereiche, dezentrale Installation, Kabinen für virtuelle Meetings und ein offenes Raumformat, das einen kooperativen Arbeitsstil ermöglicht.

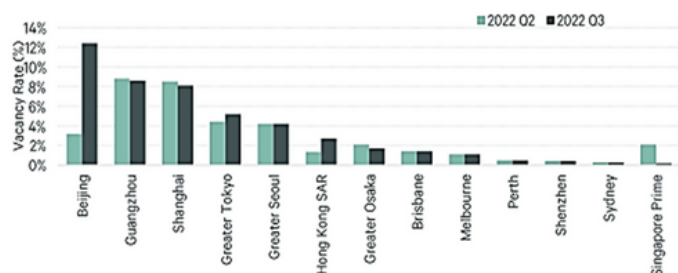
Abbildung 24. Q3 2022 Mietwachstum nach Markt



Quelle: CBRE Research, Q3 2022.

Wir glauben, dass das Industrieportfolio von Mirvac von einem vermietetfreundlichen Markt profitieren wird, der sich durch ein knappes Angebot und eine starke Nachfrage auszeichnet. Die Leerstandsquoten in diesem Markt sollten niedrig bleiben (Abbildung 25), während die innerstädtischen Einzelhandelszentren des Unternehmens von einer Erholung des Tourismus und der Rückkehr von Arbeitnehmern in die Innenstädte profitieren werden. Darüber hinaus wird das Fondsmanagementgeschäft des Unternehmens und die Einführung externer Kapitalgeber die Rendite des investierten Kapitals und die Erträge steigern. Und schließlich wird die Entwicklungspipeline von Mirvac in Höhe von 30 Mrd. AUD in den nächsten 12 Monaten für Rückenwind beim Wachstum sorgen.

Abbildung 25. Prognose der Leerstandsquote in der Logistik



Quelle: CBRE Research

Darüber hinaus bietet das Fondsmanagement von Mirvac mit einem verwalteten Vermögen von 18 Mrd. USD dem Unternehmen die Möglichkeit, auf einen breiteren Pool von Kapitalgebern zuzugreifen, die sich um die Wiederverwendung von Vermögenswerten aus ihrer Entwicklungspipeline und ihrem bestehenden Portfolio bemühen.

Wir sind der Ansicht, dass die Bilanz des Unternehmens für den Erfolg im Jahr 2023 gerüstet ist, wobei der Verschuldungsgrad mit 21,3 % am unteren Ende des Zielbereichs liegt. Die durchschnittliche Laufzeit der Schulden liegt heute bei 5,6 Jahren, was kürzlich von Moody's und Fitch mit einem Kreditrating von A3/A- und stabilem Ausblick bekräftigt wurde.



Wir sind der Meinung, dass die Bewertung überzeugend ist, da die Aktie mit einem Abschlag von 39 % auf unseren voraussichtlichen Nettoinventarwert gehandelt wird, der bereits eine konservativ angewandte Cap-Rate enthält, die als Puffer dient, falls die Renditen steigen. Wir sehen ein Kurspotenzial von 29 % und gehen davon aus, dass sich die Aktie unserer Schätzung des fairen Marktwerts annähern wird, wenn der oben erwähnte fundamentale Rückenwind im Laufe des Jahres 2023 einsetzt. Wir sehen ein starkes Erholungspotenzial für den Aktienkurs dank der hohen Gewinnwachstumstransparenz über eine diversifizierte Plattform, erstklassige ESG- und Unternehmensführungs-Standards, solide Bilanzkennzahlen und ein vertrauenswürdiges Management mit einer langfristigen Erfolgsbilanz.

Aus der Top-Down-Perspektive schließlich sind die Aussichten für das Wachstum im asiatisch-pazifischen Raum im Jahr 2023 dank der im Vergleich zu Europa und Nordamerika langsameren Inflation in Australien relativ gesehen positiver, denn es wird ein BIP-Wachstum von mindestens 2 % erwartet, das sich 2024 weiter beschleunigen dürfte.

Unser globales Team für Immobilienwertpapiere

Hazelview Investments ist ein aktiver Investor, Eigentümer und Verwalter globaler Immobilien-Investments mit dem Ziel, Werte für Menschen und Orte zu schaffen. Wir verfügen über eine aktive, praxisnahe Investment-Management-Plattform, die uns dabei hilft, Gelegenheiten zu finden, in einen nachhaltigen, langfristigen Cashflow zu investieren und wir engagieren uns für die langfristige Entwicklung unserer Mitarbeiter, Bewohner und der Investitionen, die wir für unsere Kunden tätigen.

Ein erfahrenes Team von Immobilienexperten, das strategisch in den wichtigsten Märkten (Toronto, New York, Hamburg und Hongkong) angesiedelt ist, bietet den Vorteil einer globalen Perspektive und die Möglichkeit, am Puls neuer Entwicklungen zu bleiben. Durch unsere Präsenz vor Ort sind wir in der Lage, die lokalen Märkte direkt zu beurteilen und so globale Immobilieninvestitionen präzise und effizient zu beschaffen, zu zeichnen und zu überwachen.

Zu unseren wichtigsten Anlagestrategien gehören Core und Focused, die wir sowohl institutionellen als auch privaten Anlegern über eine Reihe von öffentlichen und privaten Vehikeln anbieten.

Lernen Sie unser erfahrenes, institutionelles Team von Anlageexperten kennen, das die wichtigsten globalen Märkte abdeckt und sich wie folgt zusammensetzt

Portfoliomanager:

- durchschnittlich 20 Jahre Erfahrung; 16 Jahre zusammen
- Spezielles 14-köpfiges REIT-Team in 4 globalen Niederlassungen
- Verwaltung von C\$3,0²Mrd. in globalen Immobilien
- 10-jährige Erfolgsbilanz



Corrado Russo
CFA, MBA
Managing Partner
Leiter Globale Wertpapiere
Toronto
11 Jahre bei Hazelview



Sam Sahn
MBA
Managing Partner
Portfolio manager
New York
10 Jahre bei Hazelview



Claudia Reich Floyd
MBA
Managing Partner
Portfolio manager
Hamburg
10 Jahre bei Hazelview



Daniel Feldmann
MBA, Ph.D.
Partner
Hong Kong
10 Jahre bei Hazelview



Jin Shi
Managing Partner
IT & Wertpapierabwicklung
Toronto
10 Jahre bei Hazelview



Philip Du
Partner
Portfolioanalyse
Toronto
9 Jahre bei Hazelview



Sunny Rai
Associate,
Handel
Toronto
1 Jahr bei Hazelview



Kyle Yancan
Associate
Toronto
4 Jahre bei Hazelview



Richard Colburn
CFA
Associate
Toronto
2 Jahre bei Hazelview



Luca Kersken
Associate
Toronto
3 Jahre bei Hazelview



Alex Heusch
Associate
Hamburg
4 Jahre bei Hazelview



Felix Pun
Associate
Hong Kong
5 Jahre bei Hazelview



Jennifer Kong
CA, CPA
Associate
Toronto
3 Jahre bei Hazelview



Elly Lin
FRM, CAIA, MFin
Associate,
Portfolioanalyse
Toronto
2 Jahre bei Hazelview

Kontaktieren Sie uns

Institutionelle

Cameron Goodnough

MBA, LL.B
Managing Partner & Head of Capital &
Partnerships
cgoodnough@hazelview.com

Joseph Shaw

CFA, MSc RE, MBA
Managing Partner, Leiter institutioneller Vertrieb
jshaw@hazelview.com

Lindsay Gobin

Partner, National Accounts
lgobin@hazelview.com

Michael Wallis (USA)

US Distribution Manager Vertrieb USA,
Finanzintermediäre Registriert unter Patrick Capital Markets
Mitglied FINRA / SIPC
mwallis@patrickcapital.com

David Brandt (USA)

Manager Vertrieb USA, Institutionelle Kunden
Registriert unter Patrick Capital Markets
Mitglied FINRA / SIPC
mwallis@patrickcapital.com

Peter Brackett (Europa)

Inhaber, Managing Director
Institutional Adviser Limited
peter.brackett@institutionaladviser.co.uk

Robert Hau (Europa)

Marketing/Vertrieb (D)
bavi consulting GmbH
hau@bavicon.de

Einzelhandel

George Ganas

MBA, CFA
Managing Partner, Head of Institutional Sales
gganas@hazelview.com

Jennifer Williams

Partner, Advisory Channel (ON)
jwilliams@hazelview.com

Paolo Santini

Partner, Advisory Channel (QC)
psantini@hazelview.com

John Leong

Partner, Advisory Channel (BC & MB)
jleong@hazelview.com

Adriano Deabreu

Partner, Advisory Channel (ON)
adeabreu@hazelview.com

Jimmy Underdahl

Partner, Advisory Channel (AB & SK)
junderdahl@hazelview.com

Haftungsausschluss & Quellen

1. BofA Global Research. Stand: 22. November 2022. 2. Bloomberg LP. Repräsentiert den FTSE EPRA NAREIT Developed Total Return Index in USD. Daten vom 31. Dezember 2021 bis 30. September 2022. 3. Verbraucherpreisindex im Vereinigten Königreich und in Deutschland in den letzten 12 Monaten bis Oktober 2022. 4. Citi Research. Stand: 2. Dezember 2022. 5. Bloomberg LP Repräsentiert den FTSE EPRA NAREIT Developed total Return Index in USD. 6. Hazelview Investments Inc. Stand: 6. Dezember 2022. 7. Radius Global Infrastructure Q3 2022 Earning Supplement. Stand: 8. November 2022. 8. Vonovia 9M 2022 Earnings Call. Stand: 4. November 2022. 9. Hazelview Investments Inc. Forschung 10. Swire Properties Q3 2022 Jahresbericht. Und Hazelview Investments Inc. Forschung. 11. Mirvac Operativ. Update vom 26. Oktober 2022. 12. Stand: 30. September 2022.

Haftungsausschluss: Bestimmte Aussagen in dieser Präsentation über Hazelview Securities Inc. (Hazelview") und seine Geschäftstätigkeit und Strategie sowie seine Finanzleistung und -lage können zukunftsgerichtete Informationen, zukunftsgerichtete Finanzinformationen oder Finanzprognosen darstellen (zusammenfassend zukunftsgerichtete Informationen"). Die zukunftsgerichteten Informationen werden zum Datum dieser Präsentation angegeben und beruhen auf Schätzungen und Annahmen, die Hazelview im Rahmen seiner Erfahrung und Wahrnehmung historischer Trends, aktueller Bedingungen und erwarteter zukünftiger Entwicklungen sowie anderer Faktoren, die Hazelview unter den gegebenen Umständen für angemessen und vernünftig hält, getroffen hat. Es kann nicht garantiert werden, dass sich solche zukunftsgerichteten Informationen als richtig erweisen, da die tatsächlichen Ergebnisse, Erträge, Aktivitäten, Leistungen oder Errungenschaften oder zukünftige Ereignisse oder Entwicklungen erheblich von den in den zukunftsgerichteten Informationen ausgedrückten oder implizierten abweichen können.

Dieses Dokument dient nur zu Informationszwecken und stellt kein Angebot oder eine Aufforderung zum Handel mit Wertpapieren dar. Jede in diesem Dokument enthaltene Meinung oder Schätzung erfolgt auf allgemeiner Basis und darf nicht als Grundlage für Anlageentscheidungen herangezogen werden. Die hierin enthaltenen Aussagen können Prognosen, Projektionen oder andere zukunftsgerichtete Informationen über die Wahrscheinlichkeit zukünftiger Ereignisse oder Ergebnisse in Bezug auf Finanzmärkte oder Wertpapiere enthalten. Bei diesen Aussagen handelt es sich lediglich um Vorhersagen. Tatsächliche Ereignisse oder Ergebnisse können erheblich abweichen, da vergangene oder prognostizierte Leistungen kein Indikator für zukünftige Ergebnisse sind. Die Leser müssen die Relevanz, Genauigkeit und Angemessenheit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen selbst beurteilen und die unabhängigen Untersuchungen durchführen, die sie für den Zweck einer solchen Beurteilung für notwendig oder angemessen halten. Dieses Dokument stellt keine Finanzanalyse dar. Folglich wurde dieses Dokument nicht in Übereinstimmung mit den Anforderungen einer Rechtsordnung in Bezug auf die Unabhängigkeit von Finanzanalysen oder einem Verbot des Handels vor der Verbreitung von Finanzanalysen erstellt. Jegliche Forschung oder Analyse, die bei der Erstellung dieses Dokuments verwendet wurde, wurde von Hazelview für den eigenen Gebrauch beschafft. Für die Richtigkeit der Informationen wird keine Garantie übernommen.

Die bereitgestellten Informationen sind allgemeiner Natur und dürfen nicht als Steuer-, Rechts-, Buchhaltungs- oder professionelle Beratung angesehen werden. Die Leser sollten ihre eigenen Steuerberater, Rechtsanwälte und/oder andere Fachleute zu Rate ziehen, bevor sie irgendwelche Maßnahmen ergreifen. Die hierin enthaltenen Informationen stammen aus Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können.

Hazelview Securities Inc. ist derzeit bei der Ontario Securities Commission als Portfoliomanager, Investmentfondsmanager und Exempt Market Dealer registriert. Hazelview Securities Inc. ist eine hundertprozentige Tochtergesellschaft von Hazelview Investments Inc.