



EUROPÄISCHER RELATIVE  
VALUE INDEX

AEW RESEARCH - MARCH 2018

## INHALTSVERZEICHNIS

ZUSAMMENFASSUNG .....	3
METHODIK UND EINFÜHRUNG .....	4
ABSCHNITT I: FRANKREICH .....	6
ABSCHNITT II: DEUTSCHLAND .....	8
ABSCHNITT III: VEREINIGTES KÖNIGREICH .....	10
ABSCHNITT IV: EUROPA .....	12
ÜBER AEW .....	16

## Kann man in europäische Immobilien immer noch gut Geld anlegen?

In absoluten Zahlen, wie aus den Rekordtiefs bei Renditen von Immobilien hervorgeht (jetzt nur noch knapp über 4 %), scheinen Immobilien teuer zu sein. Für die meisten Anleger sind Werte jedoch *relativ*. Daher wenden wir die ›Besondere Theorie zur Relativität‹ an, die von unseren US-amerikanischen Kollegen<sup>1</sup> für die europäischen Hauptmärkte eingeführt wurde.

### RENDITEN SÄMTLICHER SPITZENIMMOBILIENARTEN IN EUROPA



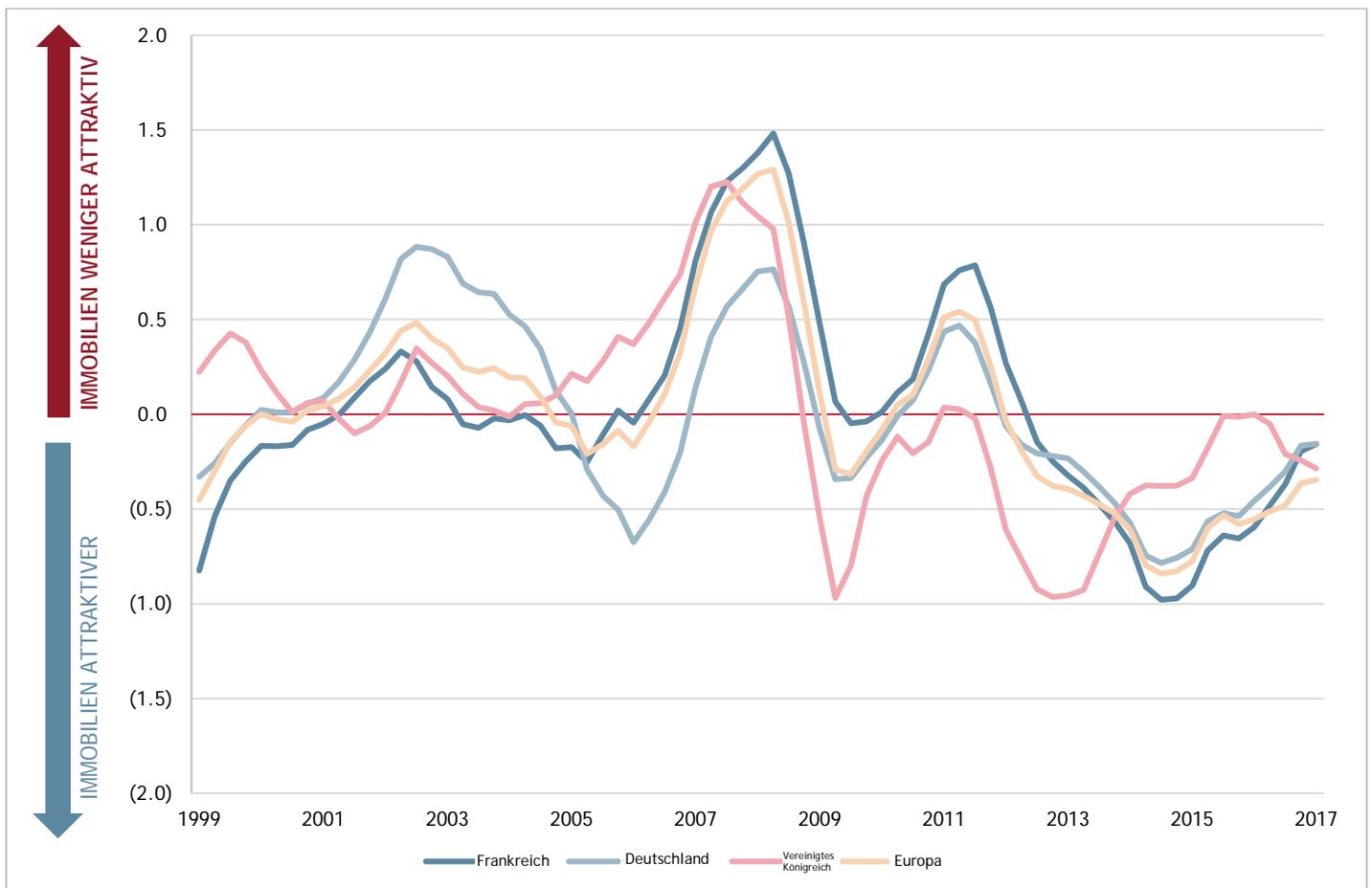
Quellen: CBRE und AEW Research 2018

<sup>1</sup> AEW Research: EINE BESONDERE THEORIE ZUR RELATIVITÄT (2018) [http://www.aew.com/pdf/ASpecialTheoryofRelativity\\_Winter2018.pdf](http://www.aew.com/pdf/ASpecialTheoryofRelativity_Winter2018.pdf)

## ZUSAMMENFASSUNG: RELATIVE VALUE WEITERHIN ANGEMESSEN BEI PRIMÄRMÄRKTEN

- Da Renditen auf europäische Gewerbeimmobilien in den letzten beiden Jahren auf Rekordtiefs zurückgegangen sind, ist die Frage der Anleger vollkommen berechtigt, ob Direktimmobilien ausreichend attraktive Renditen bieten.
- Unser neu eingeführter europäischer Relative Value Index (RVI) beantwortet diese Frage für den europäischen Markt als Ganzes sowie für einzelne Schlüsselmärkte, wie beispielsweise für den französischen und den deutschen Markt sowie für den Markt im Vereinigten Königreich.
- Die RVI-Analysen zeigen, dass weiterhin angemessener Relative Value auf den europäischen Primärmärkten für Gewerbeimmobilien angeboten wird, wobei Sekundärmärkte einen noch besseren Wert aufweisen.
- Ähnlich wie bei unserem US-amerikanischen RVI vergleichen wir Direktimmobilien mit drei anderen Vermögenswerten, dazu gehören Aktien, Anleihen und REITs. Einschränkungen bei den Daten zwingen uns jedoch dazu, uns auf Renditen von Spitzenimmobilien (d. h. nicht von durchschnittlichen Immobilien) und Staatsanleihen anstelle von Unternehmensanleihen zu beschränken.
- Im Rahmen unseres vierstufigen RVI-Ansatzes vergleichen und berechnen wir:
  - Immobilien-Nettobetriebsergebnis-Multiplikatoren gegenüber Gesamtaktienmarkt-KGV (Kurs-Gewinn-Verhältnis),
  - Renditen von Spitzenimmobilien gegenüber Renditen von 10-Jahres-Staatsanleihen,
  - Auf- oder Abschläge der REIT-Aktienkurse auf deren zugrundeliegenden Nettoinventarwerten (*net asset values*, NAVs),
  - jeder Vergleich wird über seine historische Entwicklung unter Einsatz des Z-Scores normalisiert und in der RVI-Berechnung gleich gewichtet.
- Unsere RVI-Methodik ist basiert auf heutige asset pricing und geht davon aus, dass sich jeder Vergleich in einer Reversion zu seinem historischen Mittelwert bewegt, ähnlich wie bei unserem US-amerikanischen RVI-Ansatz. Auch
- Basierend auf diesen RVI-Vergleichen sind Spitzenimmobilien im Vereinigten Königreich zurzeit ein wenig attraktiver als andere europäische Core-Märkte, wie beispielsweise Frankreich und Deutschland. Als Renditen von Staatsanlagen weiter normalisieren im Zukunft und anderen Assetwerten sich anderen, dies wird sich wahrscheinlich anderen in die nächsten Jahren
- Immobilien, die keine Core-Immobilien sind, sind jedoch noch attraktiver als Core-Immobilien – sie bieten Anlegern eine Zusatzrendite von 150 Basispunkten in den wichtigsten europäischen Märkten.

## ZUSAMMENGESETZTER RELATIVE VALUE INDEX



Quellen: CBRE, Oxford Economics, EPRA, Natixis und AEW Research 2018

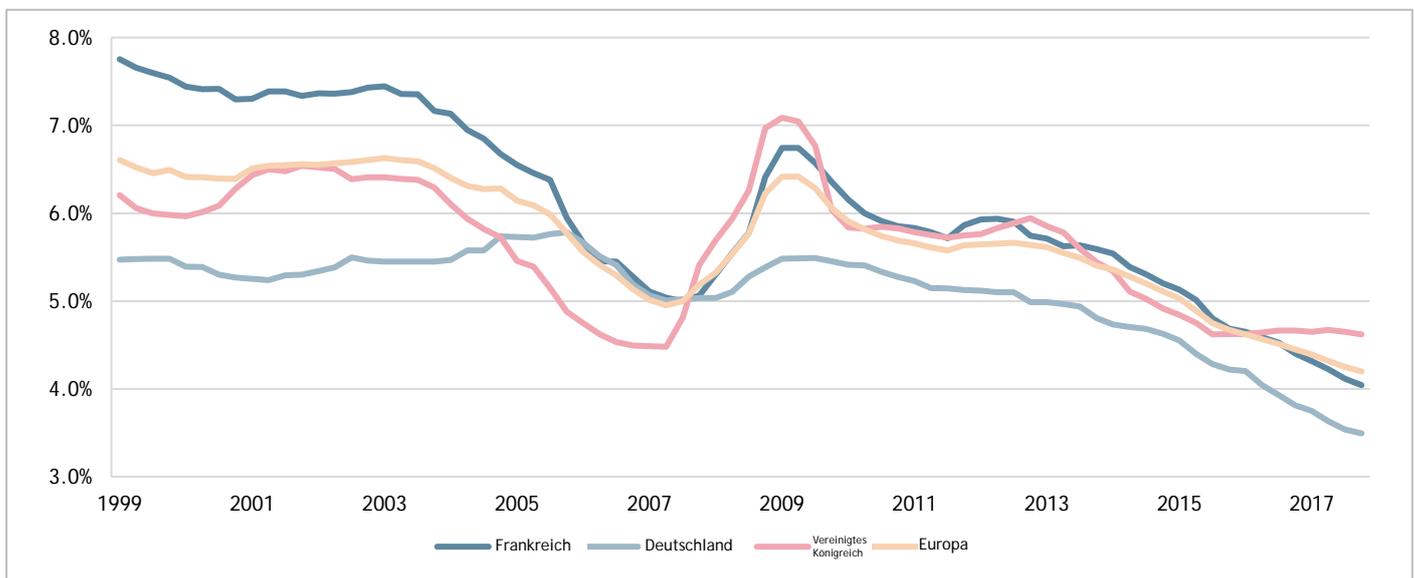
## Methodik

Da die Zentralbanken nach der globalen Finanzkrise eine noch nie da gewesene Politik der quantitativen Lockerung verfolgt haben, sind die Renditen für europäische Spitzenimmobilien in den letzten beiden Jahren auf Rekordtiefs zurückgegangen. Vor diesem Hintergrund ist unserer Ansicht nach die Frage der Anleger vollkommen berechtigt, ob Immobilien ausreichend attraktive Renditen bieten. Unser neu eingeführter europäische Relative Value Index (RVI) beantwortet diese Frage. Unser europäischer RVI ähnelt, soweit es die Daten zulassen, unserem US-amerikanischen RVI-Ansatz. In beiden Fällen vergleichen wir Direktimmobilien mit drei anderen Vermögenswerten, dazu gehören Aktien, Anleihen und REITs. Einschränkungen bei den Daten in Europa zwingen uns dazu, uns auf Renditen von Spitzenimmobilien (d. h. nicht von durchschnittlichen Immobilien) und Staatsanleihen anstelle von Unternehmensanleihen zu beschränken. Im Rahmen unseres vierstufigen RVI-Ansatzes vergleichen und berechnen wir Folgendes:

1. Vergleich von Immobilien-Nettobetriebsergebnis-Multiplikatoren mit Gesamtaktienmarkt-KGV,
2. Gegenüberstellung der Renditen von Spitzenimmobilien und der Renditen von 10-Jahres-Staatsanleihen,
3. Festlegung von Auf- oder Abschlägen der REIT-Aktienkurse auf deren zugrundeliegenden NAVs,
4. Normalisierung jedes Vergleichs über seine historische Entwicklung unter Einsatz des Z-Scores und Gleichgewichtung jedes Vergleichs in der RVI-Berechnung.

Zur Erstellung unseres europäischen RVI haben wir viel Zeit in die Auswahl der Datenquellen, der erfassten Daten und des Zeitraums investiert. Wir haben Frankreich, Deutschland, das Vereinigte Königreich, Belgien und die Niederlande ausgewählt, um für den Zeitraum von 1999 bis 2017 eine europäische Core-Gesamtheit zu schaffen. Bei der Schaffung dieser europäischen Core-Gesamtheit haben wir die Variablen unter Einsatz des BIP jedes Landes nach Kaufkraftparität (KKP) gewichtet. Z-Scores gehen implizit von einer Reversion zu ihrem historischen Mittelwert aus, ähnlich wie bei unserer US-amerikanischen Methodik.

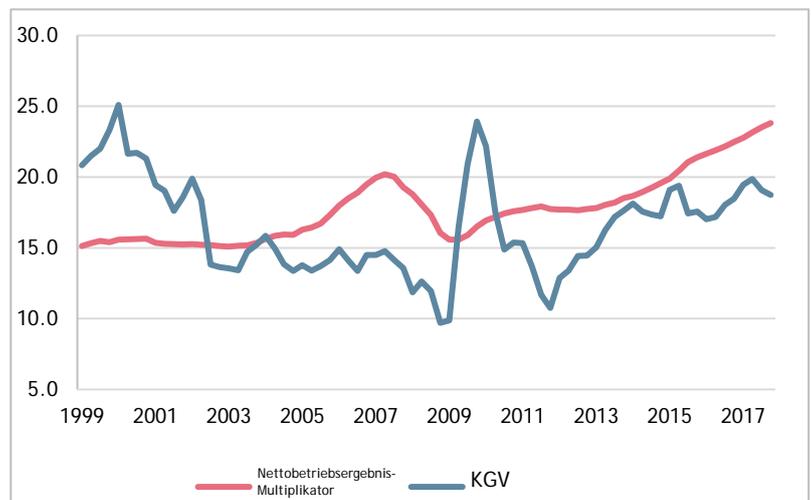
### RENDITEN SÄMTLICHER IMMOBILIENRTE IN EUROPA



Quellen: CBRE und AEW Research 2018

### SCHRITT 1: VERGLEICH DES NETTOBETRIEBSERGEBNIS-MULTIPLIKATORS MIT DEM AKTIEN KGV FÜR IMMOBILIEN

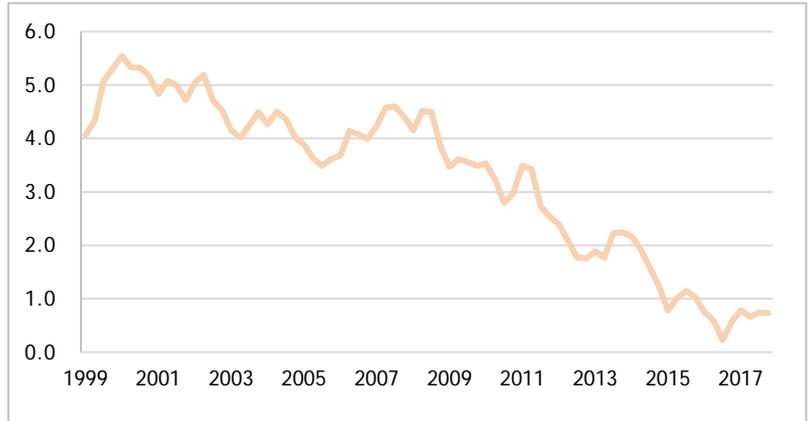
- Für die Immobilienmärkte verwenden wir das Verhältnis des Immobilienwerts zum Nettobetriebsergebnis. Das ist der Kehrwert der Anfangsrendite von Spitzenimmobilien (oder Höchstsatz). Wir verwenden daher die Rendite sämtlicher Immobilienarten, welche die Bereiche Einzelhandel, Büros und Logistik wiedergibt.
- Daten zum KGV von Unternehmen stammen aus FTSE 250, CAC40, DAX30, AEX und BEL20. Der Gewinnmultiplikator ist der Aktienkurs geteilt durch den Durchschnittsgewinn pro Anteil in den letzten zwölf Monaten.
- Später berechnen wir das Verhältnis des Nettobetriebsergebnisses zum KGV. Ein Verhältnis von unter eins deutet darauf hin, dass Immobilien relativ günstig sind, während ein Verhältnis von über eins darauf hindeutet, dass die Aktien relativ günstig sind.



Quelle: Natixis, CBRE und AEW Research 2018

SCHRITT 2: GEGENÜBERSTELLUNG DER RENDITEN VON SPITZENIMMOBILIEN UND DER RENDITEN VON 10-JAHRES-STAATSANLEIHEN

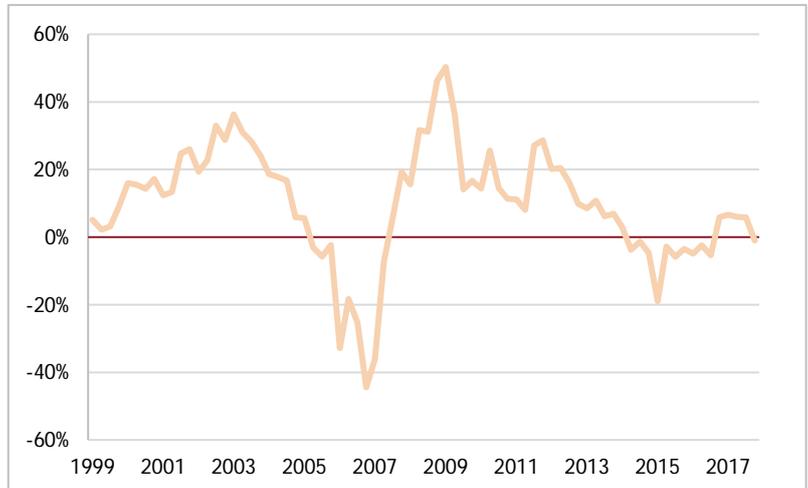
- Da keine einheitlichen Daten für Renditen von Unternehmensanleihen für jedes der Schlüsselländer in Europa verfügbar sind, haben wir Daten für Renditen von 10-Jahres-Staatsanleihen aus Oxford Economics (Notierungen zum Quartalsende) verwendet und sie den Renditen sämtlicher Immobilienarten gegenübergestellt.
- Wenn die Spanne, berechnet als Anleiherendite abzüglich der Rendite sämtlicher Spitzenimmobilienarten, unter ihrem langjährigen Durchschnitt liegt, sind Immobilien relativ günstig und umgekehrt.
- Da die Spanne für Core-Europa heute bei 350 Basispunkten im Vergleich zur durchschnittlichen Spanne von 300 Basispunkten liegt, sind Immobilien relativ attraktiv.



Quellen: Oxford Economics und AEW Research 2018

SCHRITT 3: FESTSTELLUNG VON AB-/AUF SCHLÄGEN DER REIT-ANTEILE AUF ZUGRUNDELIEGENDEN NAVS

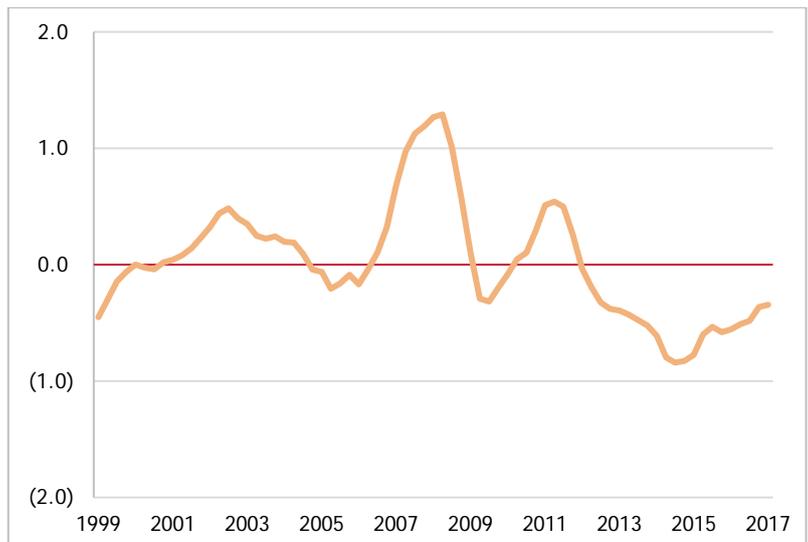
- Viele REIT-Anleger verwenden zur Identifizierung von Geschäftsmöglichkeiten Auf- und Abschläge auf NAV. Wenn die REIT-Aktien mit einem Abschlag auf den NAV gehandelt werden, kann man in REIT-Anteile gut Geld anlegen. Vor diesem Hintergrund verwenden wir Ab-/Aufschläge auf Direktimmobilien als Kehrwert des Auf-/Abschlags des REITs auf den NAV der EPRA.
- Dieser Kehrwert ermöglicht uns, anzugeben, ob Immobilien im Privateigentum im Vergleich zu REIT-Aktien attraktivere oder weniger attraktive Preise aufweisen. In der Praxis bedeutet dies, dass ein Wert über Null darauf hindeutet, dass Direktimmobilien mit einem Aufschlag gehandelt werden (und daher im Vergleich zu REIT-Anteilen nicht attraktiv sind), während ein Wert unter Null darauf hindeutet, dass Direktimmobilien mit einem Abschlag gehandelt werden.



Quellen: EPRA, Oxford Economics und AEW Research 2018

SCHRITT 4: BERECHNUNG UNSERES EUROPÄISCHEN RELATIVE VALUE INDEX (RVI)

- Der RVI wird durch Gleichgewichtung von jedem der drei in den ersten drei Schritten vorstehend beschriebenen Vergleiche berechnet.
- Zur Normalisierung und Verhinderung einer Verzerrung in der Berechnung wenden wir einen Prozess an, der Z-Score-Standardisierung genannt wird und uns ermöglicht, jede der drei Zeitreihen-Vergleiche bezogen auf Standardabweichungen um den langjährigen Durchschnitt umzuwandeln. Dadurch ergibt sich, dass der Z-Score einen Mittelwert von Null und eine Standardabweichung von eins aufweist.
- Bitte beachten Sie, dass ein niedrigerer Score des RVI impliziert, dass Immobilien im Vergleich zu dem bewerteten historischen Zeitraum vergleichsweise attraktivere Preise aufweisen.
- Da wir denselben historischen Zeitraum sowohl für Core-Europa als Ganzes als auch für jeden der drei Schlüsselmärkte verwenden, können wir dann auch jeden Markt relativ zum europäischen Durchschnitt vergleichen.

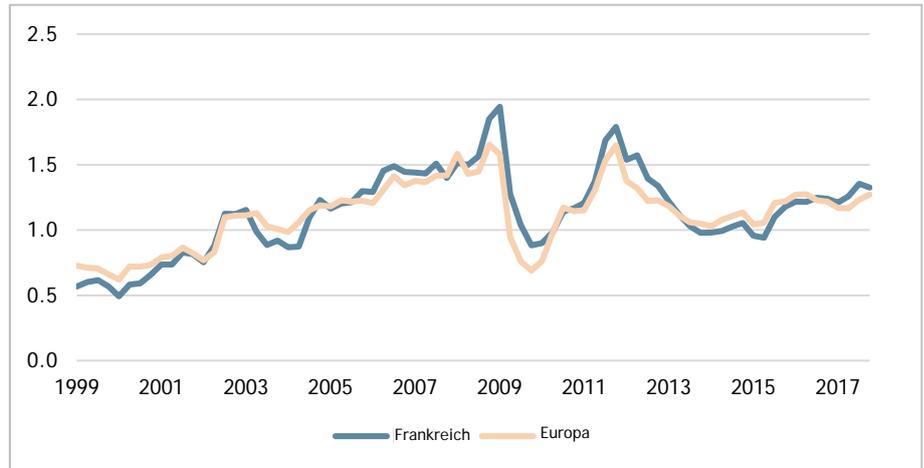


Quellen: CBRE, Oxford Economics, EPRA, Natixis und AEW Research 2018

## ABSCHNITT I: FRANKREICH

### VERHÄLTNIS DES NETTOBETRIEBSERGEBNIS-MULTIPLIKATORS ZUM CAC40 KGV FÜR FRANZÖSISCHE IMMOBILIEN

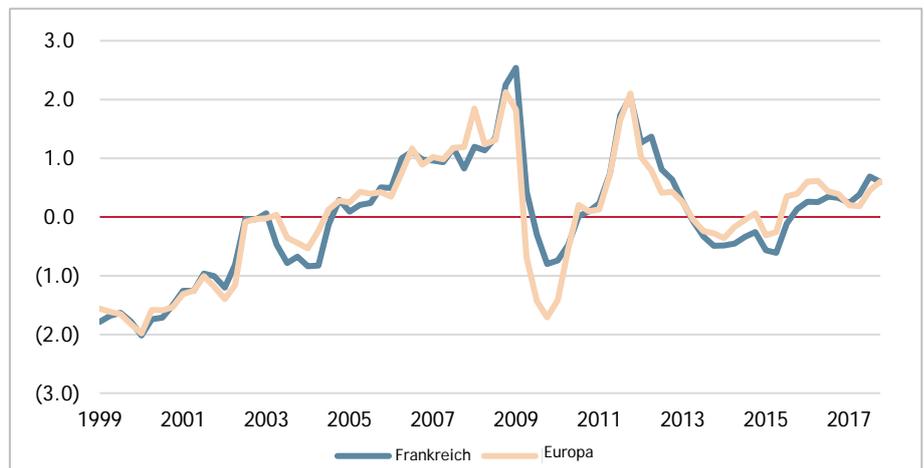
- Das CAC40 KGV von Unternehmen liegt zurzeit bei 18,7x, was darauf hindeutet, dass Anleger bereit sind, das 18,7-fache des Gewinns zu zahlen. Bei Immobilien liegt dieser Multiplikator zurzeit bei etwa 24,7x, weit über seinem historischen Durchschnitt von 16,96x.
- Das Verhältnis des Nettobetriebsergebnisses zu Unternehmensgewinnen, das zurzeit bei 1,33 liegt, deutet darauf hin, dass Anleger zurzeit bereit sind, einen höheren Preis für Immobilien zu zahlen.
- Im Vergleich liegt Frankreich leicht über dem europäischen Durchschnitt, der Verlauf ist in diesem Zeitraum jedoch nahezu mit dem Durchschnitt identisch.



Quellen: Natixis, CBRE, Oxford Economics und AEW Research 2018

### Z-SCORE DES VERHÄLTNISSSES DES NETTOBETRIEBSERGEBNIS-MULTIPLIKATORS ZUM CAC40 KGV - FRANZÖSISCHE IMMOBILIEN WEISEN RELATIV HOHE PREISE AUF

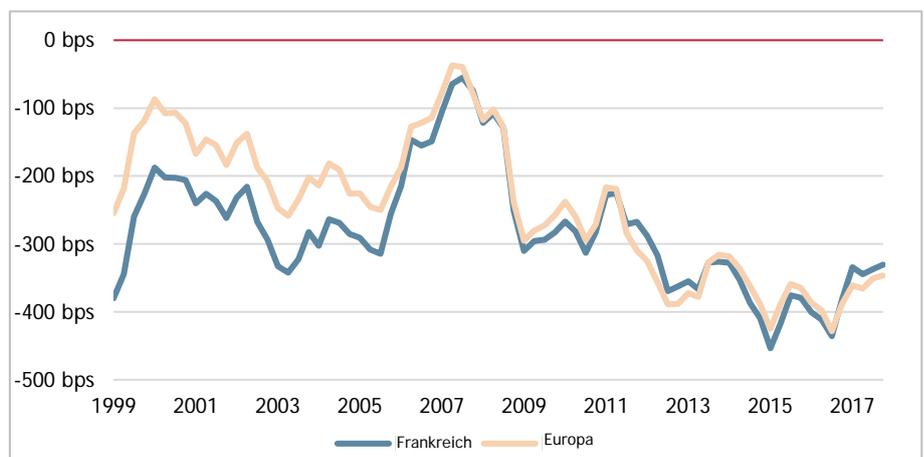
- Die Z-Score-Methodik, die wir angewendet haben, um den relativen Preis in Bezug auf das Verhältnis zwischen dem Nettobetriebsergebnis und Unternehmensgewinnen festzulegen, deutet darauf hin, dass Immobilien inzwischen weniger günstige Preise aufweisen (ein Score über Null bedeutet, dass Immobilien einen relativ hohen Preis aufweisen).
- Historisch betrachtet sind Immobilien über lange Zeiträume teurer gewesen. Es scheint, dass Geschäftsmöglichkeiten zum relativ günstigen Erwerb von Immobilien auf den Zeitraum vor 2003, 2009/2010 und 2014 beschränkt waren.



Quellen: Natixis, CBRE, Oxford Economics und AEW Research 2018

### GEGENÜBERSTELLUNG VON RENDITEN VON STAATSANLEIHEN UND RENDITEN VON IMMOBILIEN ZEIGT JÜNGST EINEN LEICHTEN ANSTIEG BEI ANLEIHERENDITEN

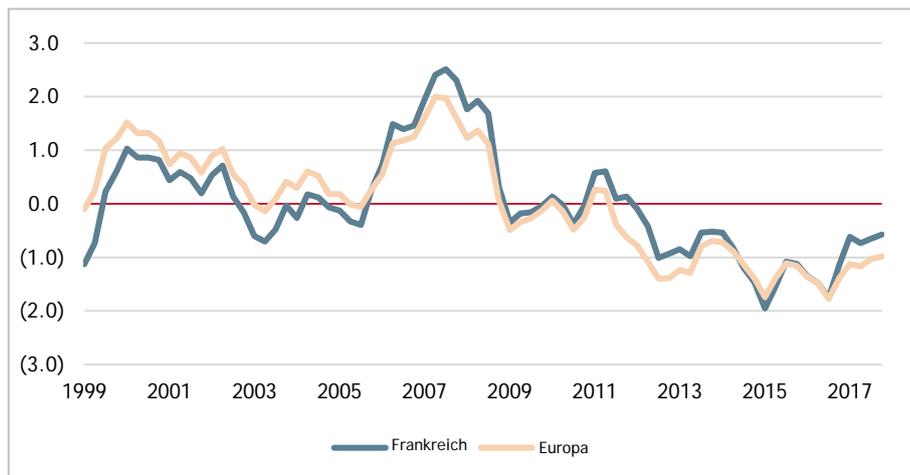
- Die Spanne zwischen Renditen von Staatsanleihen und Immobilien ist seit der globalen Finanzkrise erheblich von 100 Basispunkten im Jahr 2008 auf über 300 Basispunkte bis zum Jahr 2017 gestiegen. Dies geht hauptsächlich auf die durch die EZB eingeführte quantitative Lockerung zurück, die zu einem starken Rückgang der Anleiherenditen geführt hat.
- Derzeit beläuft sich die Spanne zwischen Anleihen und Immobilien auf 350 Basispunkte, was unter dem historischen Durchschnitt von 300 Basispunkten liegt.
- In Europa fällt diese Spanne zurzeit etwa 10 Basispunkte höher aus.



Quellen: Oxford Economics, CBRE und AEW Research 2018

Z-SCORE-RENDITESPANNE DEUTET DARAUF HIN, DASS FRANZÖSISCHE IMMOBILIEN ATTRAKTIVE PREISE AUFWEISEN

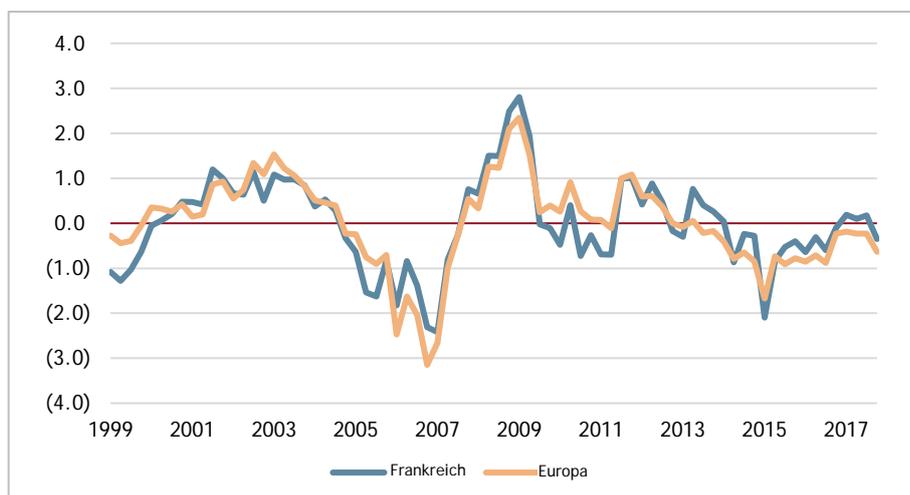
- Französische Immobilien weisen inzwischen aufgrund einer überdurchschnittlichen Anleihe/Immobilien-Renditespanne attraktive Preise auf. Dieses Signal der Attraktivität ist aufgrund der Normalisierung der Anleiherendite etwas konvergiert.
- Nach historischen Standards ist diese Spanne jedoch in den letzten fünf Jahren hoch gewesen. Deshalb sind Immobilien im Vergleich zu Anleihen über einen längeren Zeitraum relativ günstig gewesen.
- Im Vergleich dazu ist die Entwicklung in Europa ähnlich verlaufen, auch wenn Immobilien in Europa im Vergleich zu Frankreich nach dieser Skala attraktivere Preise aufweisen.



Quellen: Oxford Economics, CBRE und AEW Research 2018

Z-SCORE DES ABSCHLAGS DER REITS AUF DEN NAV ZEIGT ATTRAKTIVE PREISE FÜR FRANZÖSISCHE DIREKTIMMOBILIEN

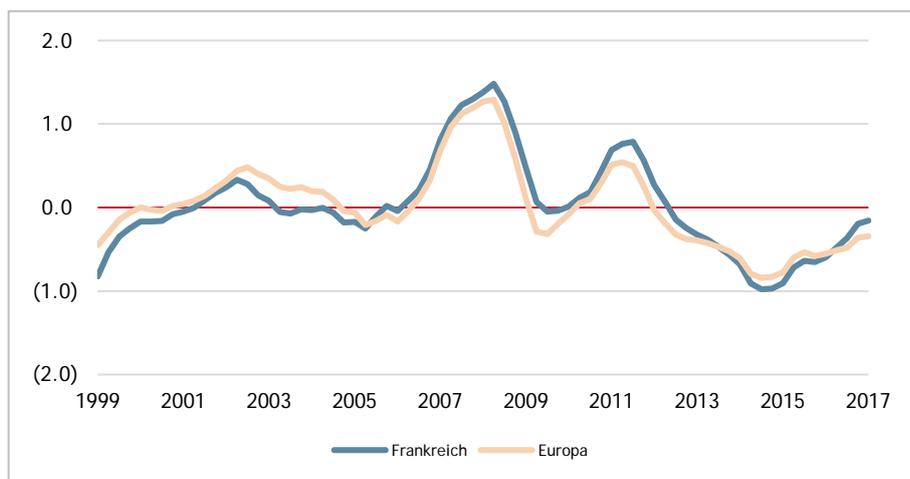
- Der öffentliche Markt für Real-Estate-Investment-Trusts deutet darauf hin, dass Direktimmobilien mit einem geringen Abschlag gehandelt werden und daher attraktive Preise aufweisen. Es kann beobachtet werden, dass Immobilien in den letzten vier Jahren mit oder fast mit einem Abschlag gehandelt wurden.
- Die europäische Gesamtheit zeigt einen noch höheren Abschlag als Frankreich. Dies wird durch die Linie unterhalb der 0-Achse bestätigt, die darauf hindeutet, dass REITs mit einem Aufschlag (Direktimmobilien mit einem Abschlag) gehandelt werden, während eine Linie über der Achse darauf hindeutet, dass REITs mit einem Abschlag (Direktimmobilien mit einem Aufschlag) gehandelt werden.



Quellen: EPRA, Oxford Economics und AEW Research 2018

FRANZÖSISCHER RELATIVE VALUE INDEX (RVI) DEUTET AUF ATTRAKTIVE PREISE HIN

- Wenn wir alle drei Maßnahmen in unserem RVI-Index zusammenfügen, sehen wir, dass französische Immobilien attraktive Preise aufweisen. Der Grad der Attraktivität geht zurück, ist aber immer noch positiv. Interessanterweise darf angemerkt werden, dass Immobilien vor der Finanzkrise hohe Preise aufwiesen und die Preise seitdem gefallen sind.
- Seit 2012 weisen Immobilien in Frankreich attraktive Preise auf, wobei im Zeitraum 2014/2015 der beste Relative Value erzielt wurde (bitte beachten Sie, dass wir einen gleitenden Durchschnitt über zwölf Monate verwenden, um quartalsbezogene Schwankungen auszugleichen).

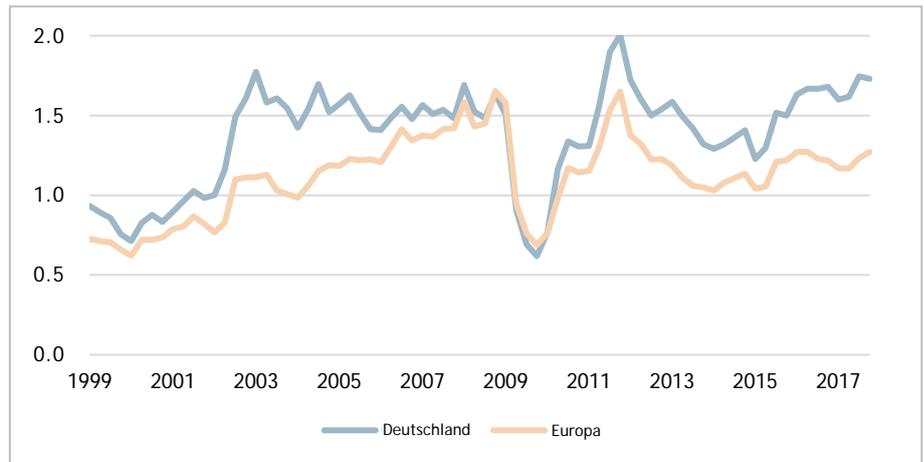


Quellen: CBRE, Oxford Economics, EPRA, Natixis und AEW Research 2018

## ABSCHNITT II: DEUTSCHLAND

### VERHÄLTNIS DES NETTOBETRIEBSERGEBNIS-MULTIPLIKATORS ZUM DAX30 KGV FÜR DEUTSCHE IMMOBILIEN

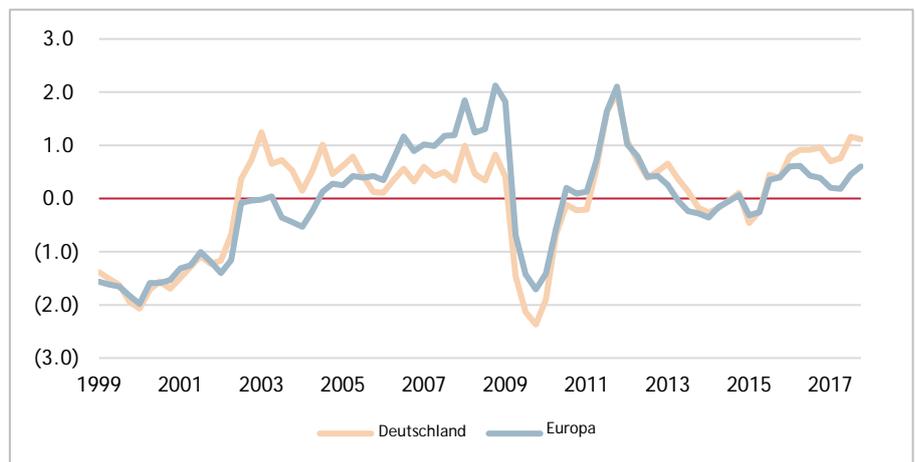
- Das DAX30 KGV von Unternehmen liegt zurzeit bei 16,5x, was darauf hindeutet, dass Anleger bereit sind, das 16,5-fache des Gewinns zu zahlen. Das ist das niedrigste KGV in Europa. Bei Immobilien liegt dieser Multiplikator zurzeit bei etwa 28,6x, der höchste Wert unter den fünf erfassten europäischen Ländern.
- Deutschland hat ein besseres Verhältnis des Nettobetriebsergebnisses zum KGV erlebt als Core-Europa seit 2010. Inzwischen liegt diese Spanne nahe höchsten Wert seit 2010, was ein Zeichen dafür ist, dass Immobilien- und Aktienbewertungen in Deutschland von Core-Europa abweichen.



Quellen: Natixis, CBRE, Oxford Economics und AEW Research 2018

### Z-SCORE DES VERHÄLTNISSSES DES NETTOBETRIEBSERGEBNIS-MULTIPLIKATORS ZUM DAX30 KGV IMPLIZIERT, DASS DEUTSCHE IMMOBILIEN RELATIV HOHE PREISE AUFWEISEN

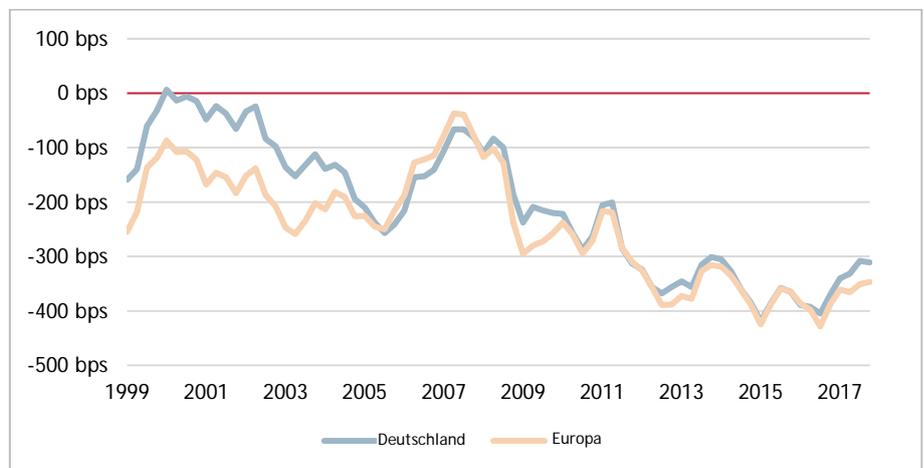
- Die Z-Score-Methodik, die wir angewendet haben, um den relativen Preis in Bezug auf das Verhältnis zwischen dem Nettobetriebsergebnis und Unternehmensgewinnen festzulegen, deutet darauf hin, dass Immobilien in Deutschland nicht mehr so attraktive Preise aufweisen.
- Aus historischer Sicht sind Immobilien über die letzten zwölf Monate in Deutschland teurer geworden.
- Hinzu kommt, dass es den Anschein hat, dass Immobilien nur während der globalen Finanzkrise und über kurze Zeiträume in den Jahren 2014 und 2015 relativ günstig waren.



Quellen: Natixis, CBRE, Oxford Economics und AEW Research 2018

### GEGENÜBERSTELLUNG VON RENDITEN VON STAATSANLEIHEN UND RENDITEN VON IMMOBILIEN ZEIGT JÜNGST EINEN LEICHTEN ANSTIEG BEI ANLEIHERENDITEN

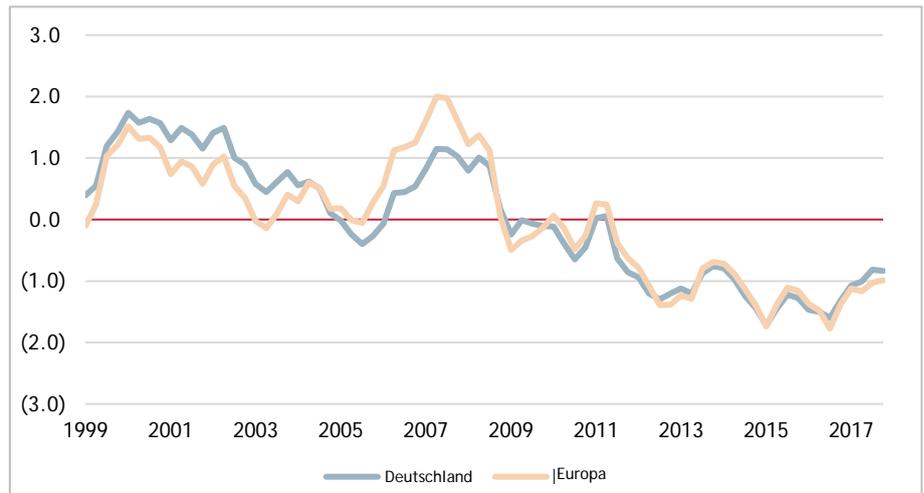
- Renditen von Staatsanleihen sind über das letzte Jahr im Zuge einer Renditenormalisierung gestiegen, während Renditen von Immobilien auf historische Tiefs gefallen sind.
- Infolgedessen ist die Spanne zwischen Renditen von Staatsanleihen und Immobilien von einem Hoch im Jahr 2016 von über 400 Basispunkten auf knapp über 300 Basispunkte zurückgegangen.
- In Europa fällt diese Spanne zurzeit etwa 40 Basispunkte höher aus (350 Basispunkte). Historisch betrachtet ist die Spanne in Deutschland im Vergleich zu Europa geringer ausgefallen.



Quellen: Oxford Economics, CBRE und AEW Research 2018

Z-SCORE-RENDITESPANNE DEUTET DARAUF HIN, DASS DEUTSCHE IMMOBILIEN ATTRAKTIVE PREISE AUFWEISEN

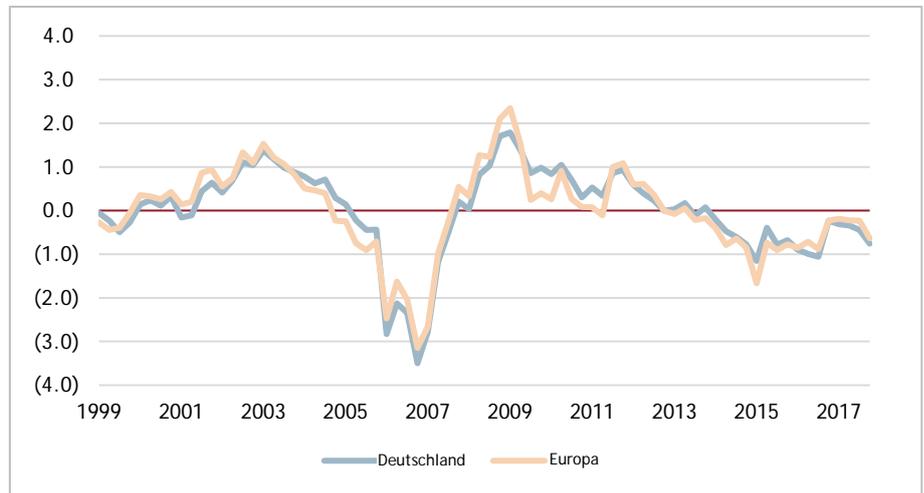
- Immobilien weisen inzwischen in Deutschland aufgrund einer überdurchschnittlichen Anleihe/Immobilien-Renditespanne attraktive Preise auf. Dieses Signal der Attraktivität ist aufgrund des vorstehenden Prozesses der Renditenormalisierung etwas konvergiert.
- Nach historischen Standards ist diese Spanne jedoch in den letzten fünf Jahren hoch ausgefallen. Deshalb sind Immobilien über einen längeren Zeitraum relativ günstig gewesen.
- Im Vergleich dazu ist die Entwicklung in Europa ähnlich verlaufen, auch wenn Immobilien in Europa attraktivere Preise aufzuweisen scheinen.



Quellen: Oxford Economics, CBRE und AEW Research 2018

Z-SCORE DES ABSCHLAGS DER REITS AUF DEN NAV ZEIGT ATTRAKTIVE PREISE FÜR DEUTSCHE DIREKTIMMOBILIEN

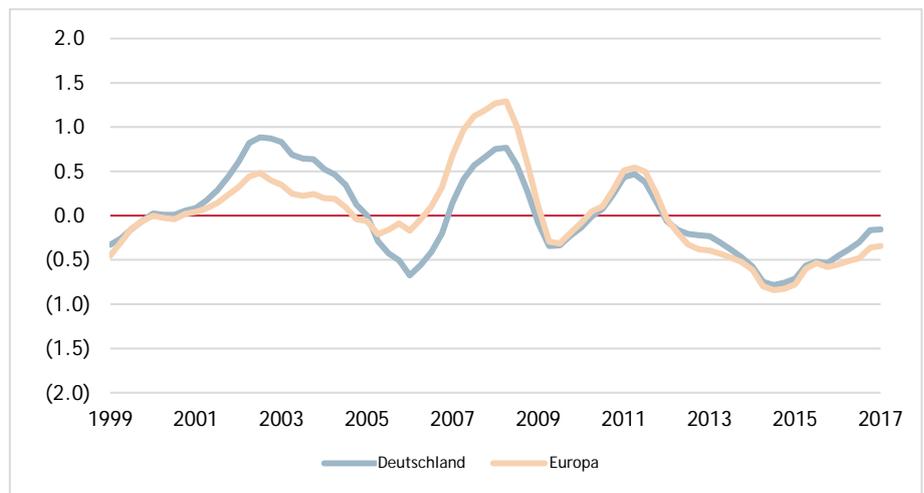
- Der REITs-Markt in Deutschland wird mit einem geringen Abschlag gehandelt, da Immobilien relativ attraktive Preise aufweisen (ein Score unterhalb der 0-Achse deutet darauf hin, dass Immobilien attraktiv sind). Dieser Immobilienabschlag befindet sich im Vergleich zu seiner historischen Entwicklung auf einem Abwärtstrend.
- Die europäische Gesamtheit weist über diesen Zeitraum einen ähnlichen Trend auf, nämlich, dass Immobilien nach der globalen Finanzkrise teuer waren und um das Jahr 2013 attraktiv geworden sind.



Quellen: EPRA, Oxford Economics und AEW Research 2018

DEUTSCHER RELATIVE VALUE INDEX (RVI) DEUTET AUF ATTRAKTIVE PREISE HIN

- Auch hier gilt, wenn wir alle drei Maßnahmen in unserem RVI-Index zusammenfügen, sehen wir, dass Immobilien in Deutschland attraktive Preise aufweisen. Der Grad der Attraktivität geht leicht zurück, ist aber immer noch positiv. Interessanterweise darf angemerkt werden, dass Immobilien über die letzten fünf Jahre attraktive Preise aufgewiesen haben.
- Europa weist jedoch etwas attraktivere Preise auf als Deutschland. Die Entwicklung von beiden ist ähnlich, mit einer leichten Abweichung in den letzten 24 Monaten (bitte beachten Sie, dass wir einen gleitenden Durchschnitt über zwölf Monate verwenden, um quartalsbezogene Schwankungen auszugleichen).

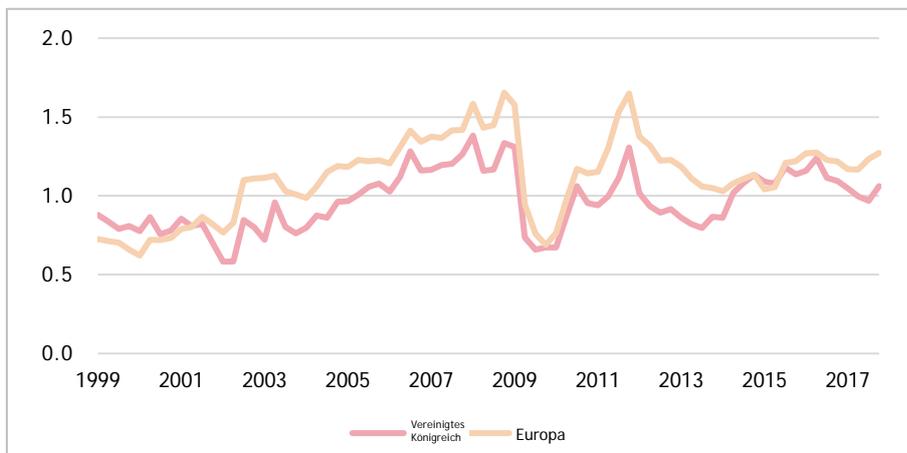


Quellen: CBRE, Oxford Economics, EPRA, Natixis und AEW Research 2018

## ABSCHNITT III: VEREINIGTES KÖNIGREICH

### VERHÄLTNISS DES NETTOBETRIEBSERGEBNIS-MULTIPLIKATORS ZUM FTSE250 KGV FÜR IMMOBILIEN IM VEREINIGTEN KÖNIGREICH

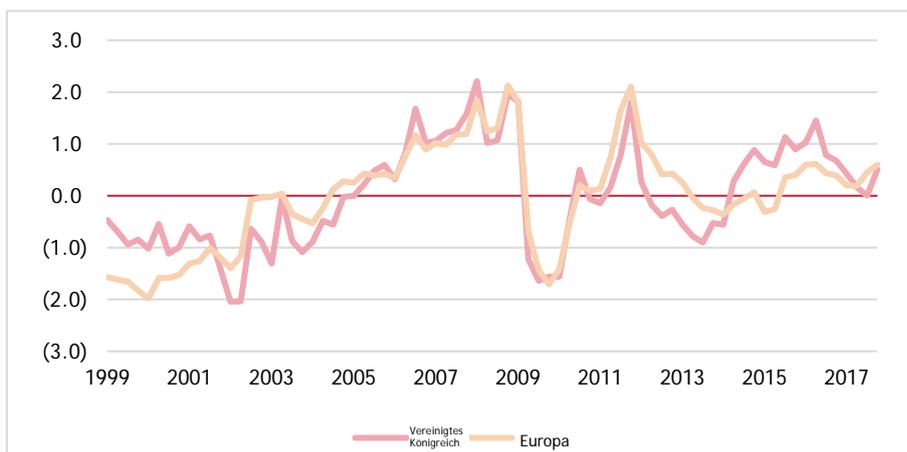
- Das FTSE250 KGV von Unternehmen liegt zurzeit bei 20,4x, was darauf hindeutet, dass Anleger bereit sind, das 20,4-fache des Gewinns für Aktien zu zahlen. Das ist das niedrigste KGV in Europa. Bei Immobilien liegt dieser Multiplikator zurzeit bei etwa 21,6x, der niedrigste Wert unter den fünf erfassten europäischen Ländern.
- Das Vereinigte Königreich hat ein schlechteres Verhältnis des Nettobetriebsergebnisses zum KGV erlebt als Core-Europa seit 2010. Dies geht hauptsächlich auf die beobachtete Stabilisierung der Rendite von Immobilien nach dem Brexit-Referendum zurück.



Quellen: Natixis, CBRE, Oxford Economics und AEW Research 2018

### Z-SCORE DES VERHÄLTNISS DES NETTOBETRIEBSERGEBNIS-MULTIPLIKATORS ZUM FTSE250 KGV ZEIGT, DASS IMMOBILIEN IM VEREINIGTEN KÖNIGREICH RELATIV HOHE PREISE AUFWEISEN

- Das Vereinigte Königreich weist in Bezug auf Aktien auf historischer Basis relativ hohe Preise auf (gemessen durch das Verhältnis des Nettobetriebsergebnisses zum KGV).
- Im Vergleich zu Europa hat das Vereinigte Königreich jedoch vor dem Brexit-Referendum einen Zeitraum mit relativ hohen Preisen erlebt, während Immobilien vergleichsweise attraktivere Preise in Europa aufgewiesen haben.
- Daher sind Immobilien im Vergleich zu Aktien seit Juni 2016 günstiger geworden (der FTSE250 ist nach dem Brexit-Referendum gestiegen, während sich Renditen von Immobilien stabilisiert haben).



Quellen: Natixis, CBRE, Oxford Economics und AEW Research 2018

### GEGENÜBERSTELLUNG VON RENDITEN VON STAATSANLEIHEN UND RENDITEN VON IMMOBILIEN ZEIGT JÜNGST EINEN LEICHTEN ANSTIEG BEI ANLEIHERENDITEN

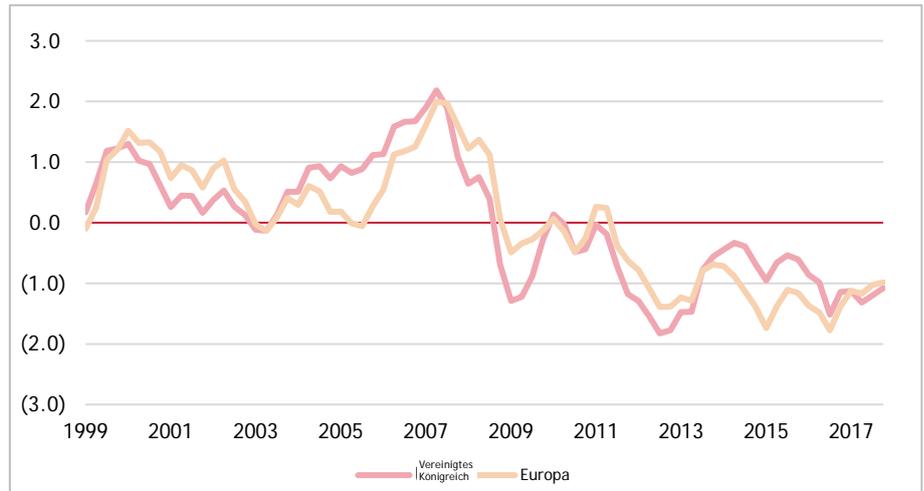
- Das Vereinigte Königreich hat letztes Jahr seine erste Zinssatzanhebung seit über einem Jahrzehnt erlebt. Dies hat zu einem leichten Anstieg der Renditen von Staatsanleihen geführt, was wiederum zu einer Verringerung der Spanne zwischen Anleiherenditen und Renditen von Immobilien geführt hat.
- Infolgedessen beläuft sich die Spanne zwischen Renditen von Staatsanleihen und Immobilien nach einem Hoch im Jahr 2016 von knapp unter 400 Basispunkten derzeit auf etwa 330 Basispunkte.
- In Europa fällt diese Spanne zurzeit etwa 20 Basispunkte höher aus (350 Basispunkte). Historisch betrachtet ist die Spanne im Vereinigten Königreich im Vergleich zu Europa geringer ausgefallen.



Quellen: Oxford Economics, CBRE und AEW Research 2018

Z-SCORE-RENDITESPANNEN DEUTET DARAUF HIN, DASS IMMOBILIEN IM VEREINIGTEN KÖNIGREICH ATTRAKTIVE PREISE AUFWEISEN

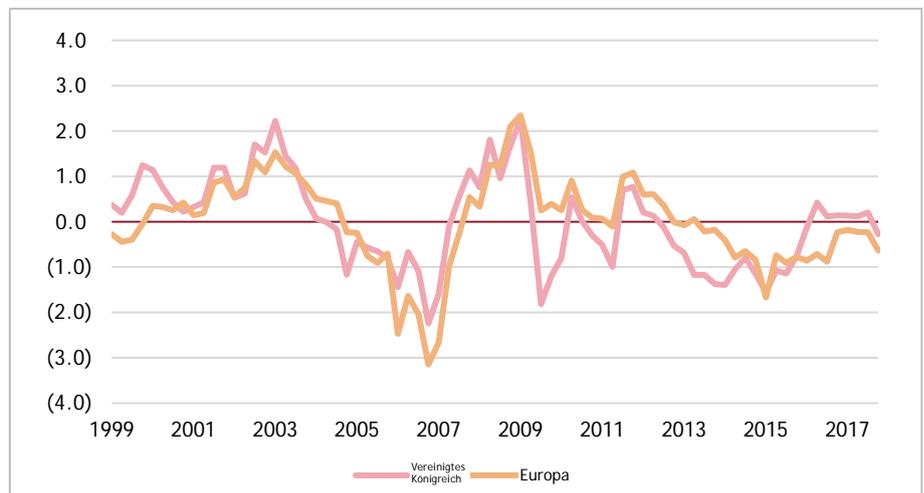
- Im Vereinigten Königreich weisen Immobilien aufgrund einer über ihrem historischen Durchschnitt liegenden Anleihe/Immobilien-Spanne attraktive Preise auf. Dieses Signal der Attraktivität ist aufgrund der Steigerung der Anleiherenditen zusammen mit einer Stabilisierung der Renditen von Immobilien etwas konvergiert.
- Nach historischen Standards ist diese Spanne jedoch in den letzten fünf Jahren hoch gewesen. Deshalb sind Immobilien über einen längeren Zeitraum relativ günstig gewesen.
- Im Vergleich dazu ist die Entwicklung in Europa ähnlich verlaufen, auch wenn Immobilien in Europa derzeit etwas weniger attraktive Preise aufzuweisen scheinen.



Quellen: Oxford Economics, CBRE und AEW Research 2018

Z-SCORE DES ABSCHLAGS DER REITS AUF DEN NAV ZEIGT ATTRAKTIVE PREISE FÜR DIREKTIMMOBILIEN IM VEREINIGTEN KÖNIGREICH

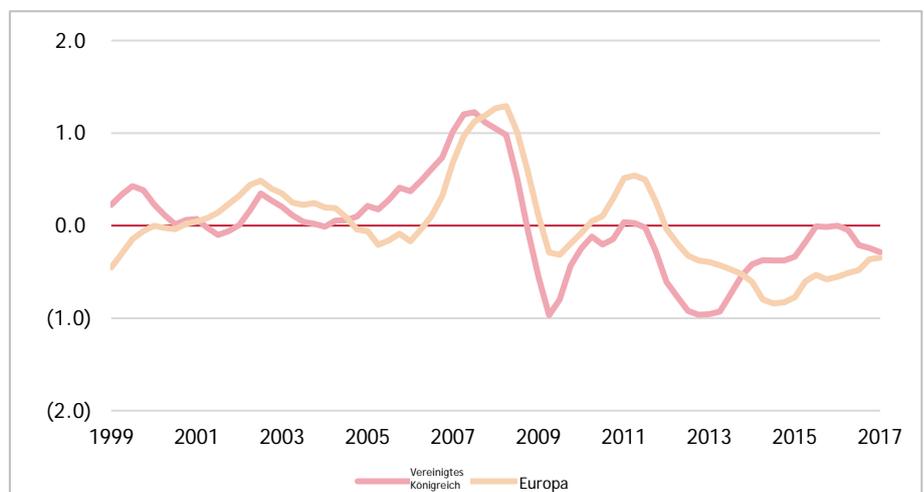
- Der REITs-Markt im Vereinigten Königreich ist der einzige europäische Core-Markt, auf dem REITs mit einem Abschlag von 12 % auf den NAV gehandelt werden. Auf dieser Basis sind Direktimmobilien zurzeit weniger attraktiv als REITs.
- Wenn wir jedoch den aktuellen Ab-/Aufschlag mit seinem langfristigen Durchschnitt vergleichen (Z-Score-Methodik), sehen wir, dass Direktimmobilien im Vereinigten Königreich Preise mit einem geringen Abschlag aufweisen.
- Die europäische Gesamtheit zeigt über die letzten drei Jahre einen etwas anderen Trend, nämlich, dass Direktimmobilien ein bisschen attraktivere Preise aufweisen.



Quellen: EPRA, Oxford Economics und AEW Research 2018

RELATIVE VALUE INDEX (RVI) IM VEREINIGTEN KÖNIGREICH DEUTET AUF ATTRAKTIVE PREISE HIN

- Wenn wir alle drei Maßnahmen in unserem RVI-Index zusammenfügen, sehen wir, dass Immobilien im Vereinigten Königreich attraktive Preise aufweisen. Im Gegensatz zu Europa geht der Trend in eine andere Richtung. Während der Trend in Europa rückläufig ist, werden die Preise im Vereinigten Königreich im Vergleich zu 2016 attraktiver.
- Immobilien im Vereinigten Königreich wiesen in den Jahren 2015 und 2016 teilweise angemessene Preise auf. Danach sind Immobilien im Zuge einer Normalisierung der Renditen von Immobilien attraktiver geworden.
- Historisch betrachtet sind Direktimmobilien im Vereinigten Königreich seit der globalen Finanzkrise attraktiv gewesen.

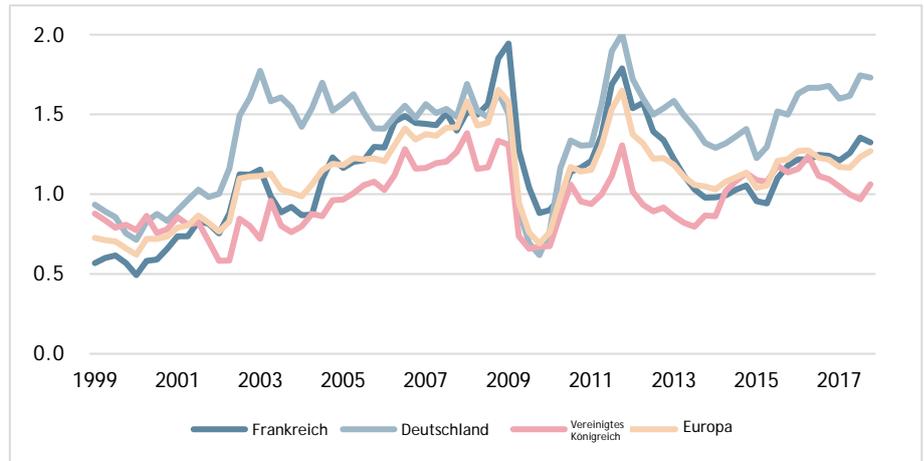


Quellen: CBRE, Oxford Economics, EPRA, Natixis und AEW Research 2018

## ABSCHNITT IV: EUROPA

### VERHÄLTNIS DES NETTOBETRIEBSERGEBNIS-MULTIPLIKATORS ZUM AKTIEN KGV FÜR EUROPÄISCHE IMMOBILIEN

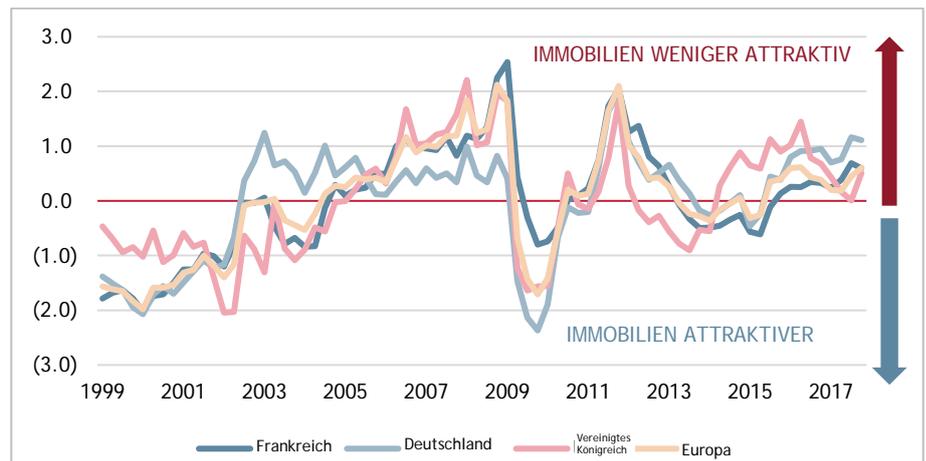
- Das europäische KGV von Unternehmen liegt zurzeit bei 18,7x, was darauf hindeutet, dass Anleger bereit sind, das 18,7-fache des Gewinns zu zahlen. Bei Immobilien liegt dieser Multiplikator zurzeit höher bei 23,8x.
- Das Verhältnis des Nettobetriebsergebnisses zum KGV in Europa liegt zurzeit bei 1,27, leicht über seinem langjährigen Durchschnitt von 1,12. Letzteres deutet darauf hin, dass der Nettobetriebsergebnis-Multiplikator im Zeitraum von 1999 bis 2017 höher lag als das KGV.
- Das europäische Verhältnis bewegt sich in der Mitte zwischen Deutschland am oberen Ende und dem Vereinigten Königreich am unteren Ende.



Quellen: CBRE, Natixis und AEW Research 2018

### EUROPÄISCHER Z-SCORE DES VERHÄLTNISSSES DES NETTOBETRIEBSERGEBNIS-MULTIPLIKATORS ZUM KGV FÜR IMMOBILIEN

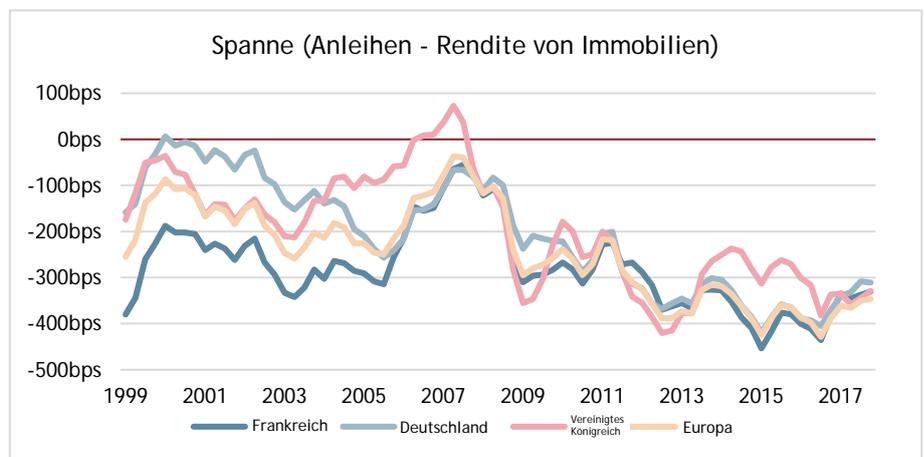
- Verglichen mit ihren jeweiligen Aktienmärkten fällt das Preisniveau auf sämtlichen Immobilienmärkten relativ teuer aus. Deutsche Immobilien sind in dieser Matrix am teuersten.
- Bitte beachten Sie, dass nur Verhältnis-Scores unterhalb der Linie darauf hindeuten, dass Immobilien im Vergleich zu historischen Durchschnittswerten relativ zu Aktienmarkt-Multiplikatoren attraktive Preise aufweisen.
- Der Z-Score befindet sich im Aufwärtstrend, was darauf hindeutet, dass Immobilien in den letzten zwölf Monaten im Vergleich zu Aktien weniger attraktiv waren.



Quellen: CBRE, Oxford Economics und AEW Research 2018

### GEGENÜBERSTELLUNG VON RENDITEN VON EUROPÄISCHEN STAATSANLEIHEN UND RENDITEN VON IMMOBILIEN ZEIGT ANNÄHERUNG

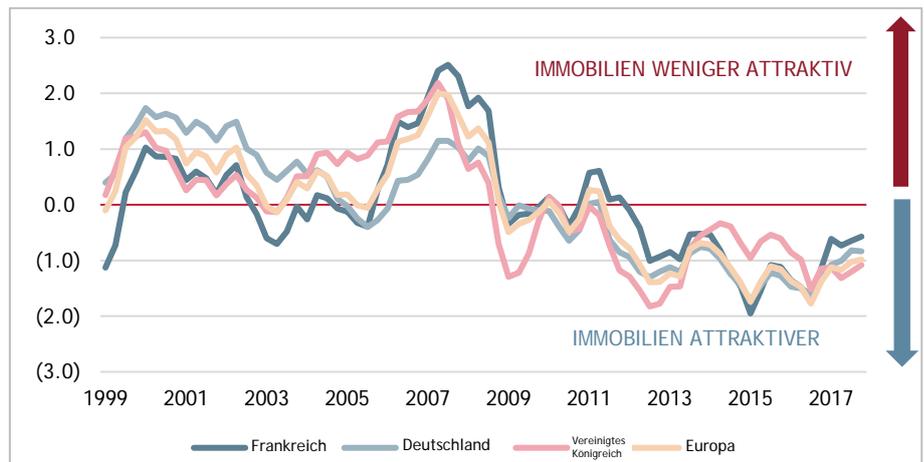
- Europäische Anleiherenditen sind nach der globalen Finanzkrise gefallen (deutsche Anleiherenditen wurden für kurze Zeit sogar im negativen Bereich gehandelt).
- Inzwischen sind Anleiherenditen wieder gestiegen, da die Zinssätze steigen und die EZB ihr Kaufprogramm im Rahmen der quantitativen Lockerung zurückfährt. Dies ist aus dem kürzlich erfolgten Rückgang der Renditespanne ersichtlich, die Ende 2016 bei etwa 400 Basispunkten gehandelt wurde und heute bei 300/325 Basispunkten liegt.
- Obwohl deutsche Anleihen deutlich unter denen anderer Länder gehandelt werden, ist die aktuelle Spanne in den anderen Ländern größer als in Deutschland.



Quellen: EPRA, Oxford Economics und AEW Research 2018

EUROPÄISCHE Z-SCORE-RENDITESPANNE DES VERHÄLTNISES DER RENDITEN VON 10-JAHRES-STAATSANLEIHEN ZU RENDITEN VON SPITZENIMMOBILIEN

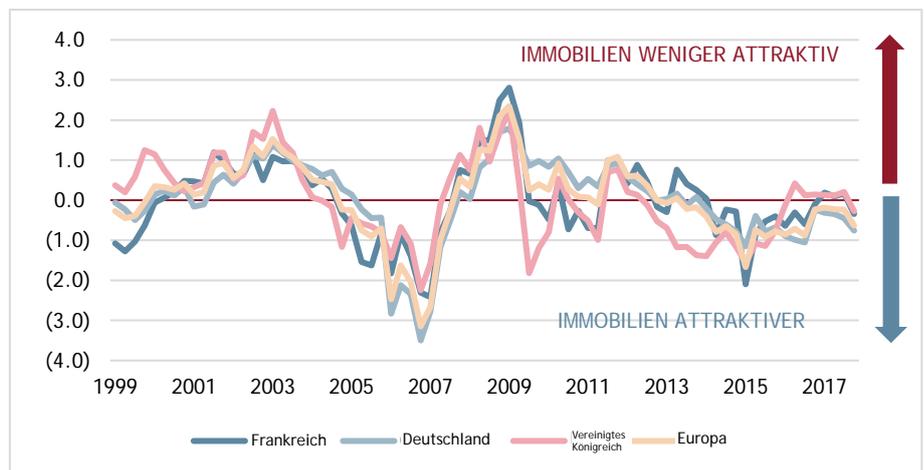
- In Bezug auf ihre jeweiligen Renditen von Staatsanleihen sind sämtliche Immobilienmärkte relativ attraktiv. Immobilien im Vereinigten Königreich sind in dieser Hinsicht am attraktivsten.
- Wir weisen auch hier darauf hin, dass nur ein Verhältnis-Score unterhalb der Linie darauf hindeutet, dass Immobilien im Vergleich zu historischen Durchschnittswerten relativ zu Renditen von Staatsanleihen attraktive Preise aufweisen.
- Immobilien sind seit 2012 mit einem durch eine Annäherung der Anleihe-spanne bedingten Aufwärtstrend in sämtlichen Märkten attraktiv gewesen.



Quellen: Oxford Economics, CBRE und AEW Research 2018

EUROPÄISCHER Z-SCORE DES AUF-/ABSCHLAGS DER REITS AUF ZUGRUNDELIEGENDEN IMMOBILIEN-NAV

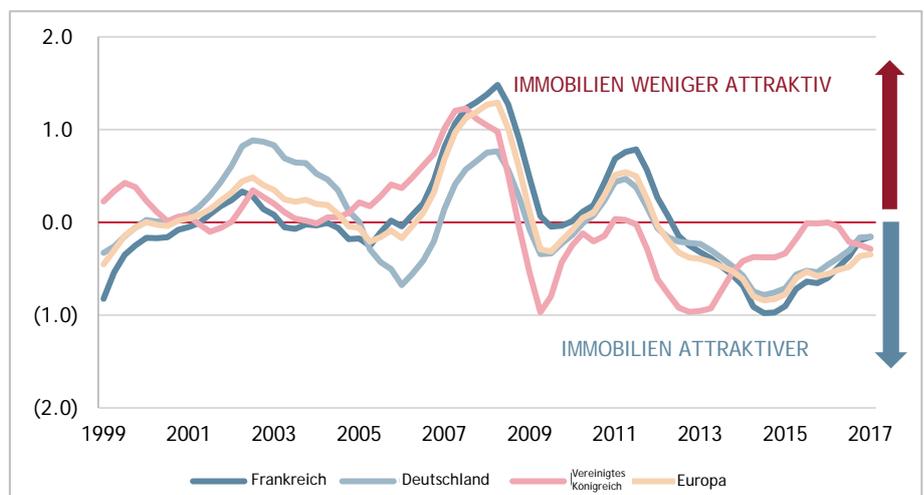
- Wenn Abschläge auf den NAV bei REITs betrachtet werden, gelten alle drei Direktimmobilienmärkte als attraktiv.
- Der deutsche Direktimmobilienmarkt ist jedoch auf dieser Vergleichsbasis am attraktivsten.
- Auch hier heben wir hervor, dass nur Verhältnis-Scores unterhalb der Linie darauf hindeuten, dass Direktimmobilien im Vergleich zu historischen Durchschnittswerten relativ zu REITs attraktive Preise aufweisen.



Quellen: EPRA, Oxford Economics und AEW Research 2018

EUROPÄISCHER RELATIVE VALUE INDEX (RVI) DEUTET AUF ANGEMESSENE PREISE HIN

- Wenn wir abschließend alle drei Maßnahmen in unserem RVI-Index zusammenfügen, sehen wir, dass Immobilien in Europa attraktiv bewertet sind.
- Der Trend im Vereinigten Königreich geht in eine andere Richtung als in Frankreich und Deutschland. Während der Trend in Europa rückläufig ist, werden die Preise im Vereinigten Königreich im Vergleich zu 2016 attraktiver.
- Historisch betrachtet sind Immobilien in Europa seit 2012 attraktiv gewesen.

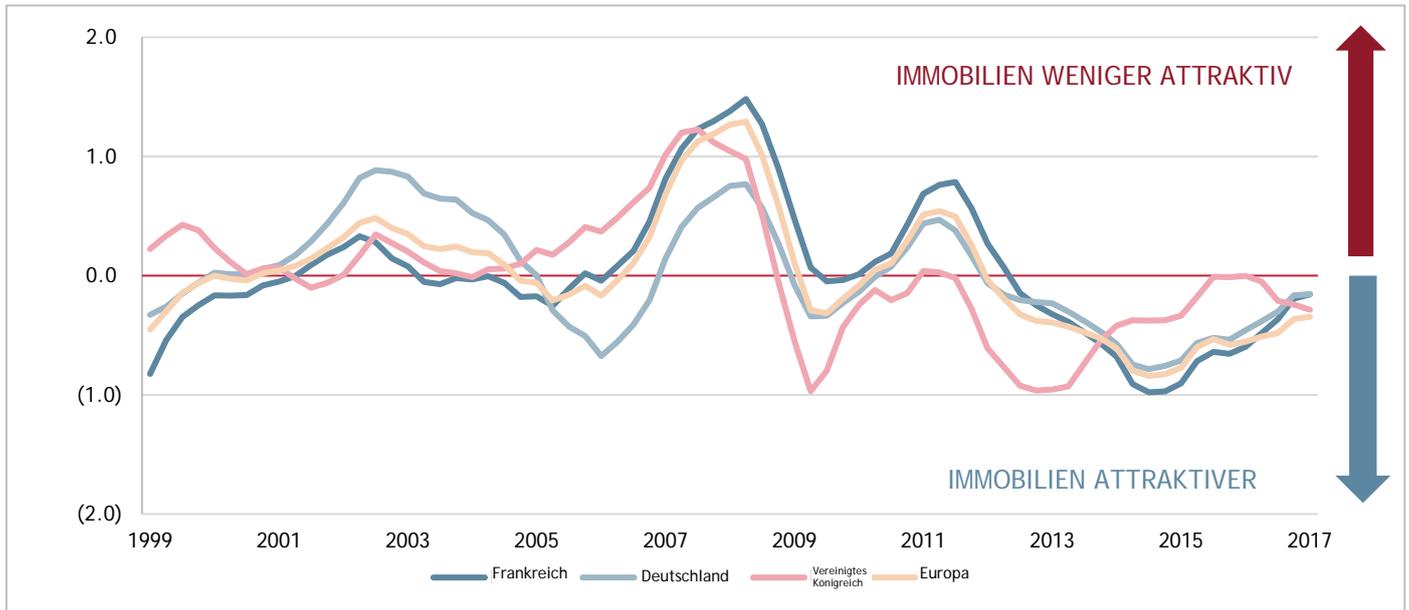


Quellen: CBRE, Oxford Economics, EPRA, Natixis und AEW Research 2018

## ABSCHNITT V: FAZIT

Mit unserem europäischen Relative Value Index (RVI) haben wir versucht, die folgende Frage zu beantworten: *Kann man in europäische Immobilien immer noch gut Geld anlegen?* Basierend auf unserem RVI können wir sagen, dass sämtliche Märkte angemessenen Relative Value bieten, wenn man sie jeweils mit den Marktpreisen ihrer jeweiligen nationalen Aktien, Staatsanleihen und REITs vergleicht.

### RELATIVE VALUE INDEX - GEGENÜBERSTELLUNG VON EUROPA UND SCHLÜSSELLÄNDERN



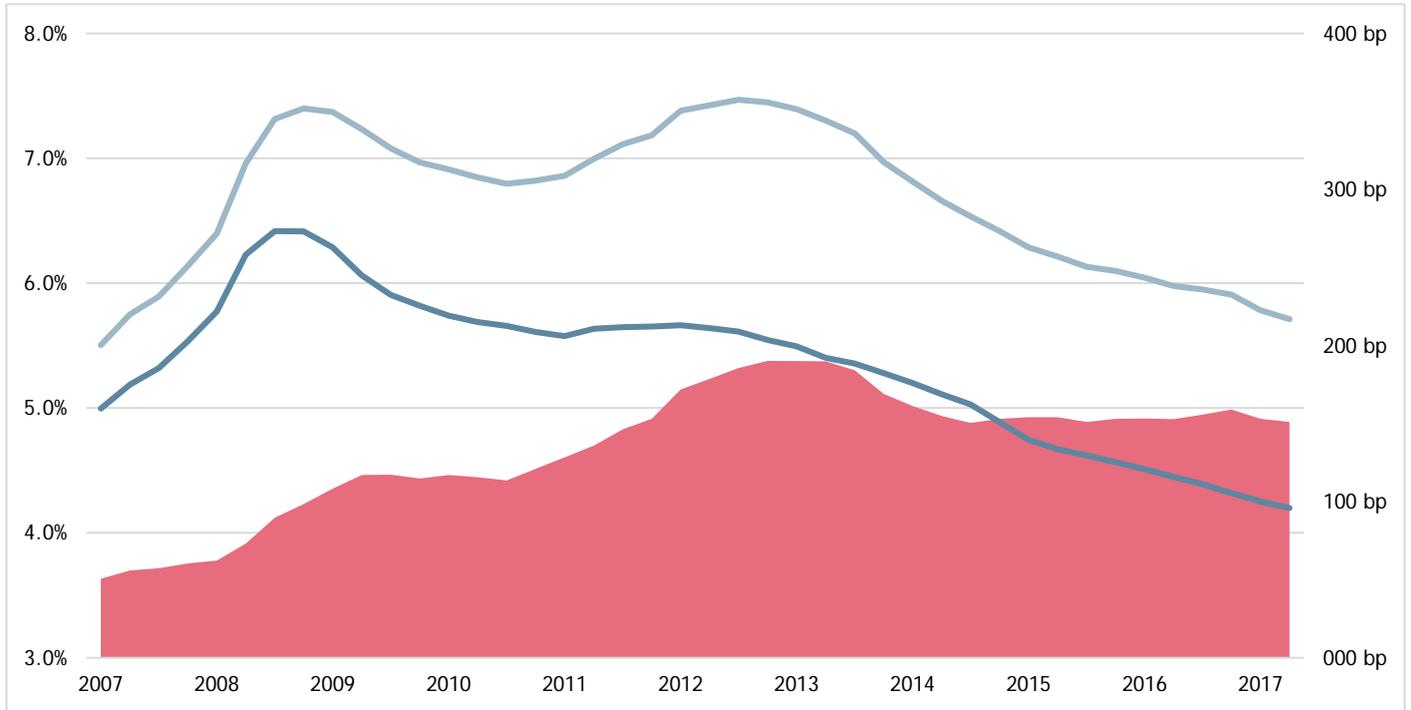
Quellen: CBRE, Oxford Economics, EPRA, Natixis und AEW Research 2018

- Zunächst einmal bieten sämtliche Märkte, wie in der vorstehenden Grafik illustriert, angemessenen Relative Value, jedoch mit leichten Unterschieden, da das Vereinigte Königreich nach seiner kürzlich erfolgten Anpassung ein wenig attraktiver ist als Frankreich und Deutschland. Der europäische Durchschnitt bietet jedoch einen leicht besseren Wert, da Belgien und die Niederlande (d. h. die beiden anderen in unserer Datenerfassung berücksichtigten Länder) attraktiven Relative Value bieten.
- Mit Blick auf die Zukunft sind wir der Ansicht, dass die wirtschaftlichen Grundlagen des Immobilienmarkts positiv bleiben. Wir sehen ein geringeres Risiko bei neuen Angeboten im Vergleich zum vorherigen Zyklus, da das Angebot gering ausfällt und weit unter seinem noch nie da gewesenem Niveau von 2007 liegt.
- Außerdem beobachten wir, dass die Höhe der Beleihungswertgrenze bei Immobilienanlagen mit einer durchschnittlichen Beleihungswertgrenze von knapp unter 50 % unter ihrem früheren Höchstwert liegt. Im Vergleich dazu lag die Beleihungswertgrenze im Jahr 2007 bei knapp über 70 %.
- Wir haben eine Zusammenfassung unseres RVI-Index nach Markt erstellt und angegeben, ob ein Markt angemessenen Relative Value aufweist und ob sich der jüngste Trend aufwärts (d. h. attraktiver wird) oder abwärts (d. h. weniger attraktiv wird) bewegt.

	Aktien		Anleihen		REITs		RVI	
	Wert	Trend	Wert	Trend	Wert	Trend	Wert	Trend
Frankreich	teuer	→	angemessenen	↘	angemessenen	↗	angemessenen	↘
Deutschland	teuer	→	angemessenen	↘	angemessenen	↗	angemessenen	↘
Vereinigtes Königreich	teuer	↘	angemessenen	↘	angemessenen	↗	angemessenen	↗
Core-Europa	teuer	↘	angemessenen	↘	angemessenen	↗	angemessenen	↘

Da Core-Immobilien einen angemessenen Relative Value aufweisen, bleiben Immobilien, die keine Core-Immobilien sind, mit einer aktuellen Renditespanne von 150 Basispunkten (wie in nachstehender Grafik illustriert) attraktiver. Daher sollten Anleger in Erwägung ziehen, ihren Fokus mittelfristig anzupassen und auf ein breiteres Spektrum von europäischen Märkten zu richten (wie aus unseren Aussichten für den europäischen Immobilienmarkt hervorgeht<sup>2</sup>) und dabei ihr Augenmerk auf Renditen zu legen, da der Kapitalwertaufschwung laut Prognose von begrenzter Dauer ist.

GEGÜBERSTELLUNG VON RENDITEN VON SPITZENIMMOBILIEN UND SEKUNDÄRIMMOBILIEN



Quellen: CBRE und AEW Research 2018

<sup>2</sup> Aussichten für den europäischen Immobilienmarkt von AEW - 2018: <http://hub.im.natixis.com/en/articles/AEW-12-17.shtml>

## ÜBER AEW

AEW ist einer der weltweit größten Asset Manager für Immobilien mit ca. 58,6 Mrd. € an verwalteten Vermögenswerten zum 31. Dezember 2017. AEW hat über 660 Angestellte, ihre Hauptniederlassungen befinden sich in Boston, London, Paris und Hongkong und sie bietet eine große Vielfalt an Immobilien-Anlageprodukten, dazu gehören gemischte Fonds, Sonderkonten und Wertpapiermandate für das gesamte Spektrum von Anlagestrategien. AEW repräsentiert die Asset-Management-Plattform für Immobilien von Natixis Investment Managers, einem der größten Asset Manager weltweit.

Zum 31. Dezember 2017 verwaltete AEW 28,4 Mrd. € an Immobilienvermögenswerten in Europa im Auftrag von einer Reihe von Fonds und Sonderkonten. AEW hat fast 400 Angestellte in zehn über ganz Europa verteilten Büros und kann eine langjährige Erfolgsbilanz von erfolgreich umgesetzten Core-, Mehrwert schaffenden und opportunistischen Anlagestrategien im Auftrag ihrer Kunden vorweisen. In den letzten sechs Jahren belief sich das Anlage- und Veräußerungsvolumen von AEW insgesamt auf über 19,4 Mrd. € an Immobilien auf europäischen Märkten.

## ANSPRECHPARTNER RESEARCH UND STRATEGIE



**Hans Vrensen MRE, CFA**  
LEITER RESEARCH UND STRATEGIE  
Tel +44 (0)20 70 16 47 53  
[hans.vrensen@eu.aew.com](mailto:hans.vrensen@eu.aew.com)



**Ken Baccam MSc**  
DIREKTOR  
Tel +33 (0)1 78 40 92 66  
[ken.baccam@eu.aew.com](mailto:ken.baccam@eu.aew.com)



**Dennis Schoenmaker PhD**  
ASSOCIATE  
Tel +44 (0)20 70 16 48 60  
[Dennis.schoenmaker@eu.aew.com](mailto:Dennis.schoenmaker@eu.aew.com)



**Guillaume Oliveira MSc**  
ANALYST  
Tel +33 (0)1 78 40 92 60  
[guillaume.oliveira-ext@eu.aew.com](mailto:guillaume.oliveira-ext@eu.aew.com)

## ANSPRECHPARTNERIN ANLEGERBEZIEHUNGEN



**Alex Griffiths**  
LEITERIN ANLEGERBEZIEHUNGEN  
Tel +44 (0)20 7016 4840  
[alex.griffiths@eu.aew.com](mailto:alex.griffiths@eu.aew.com)

### LONDON

AEW | 33 Jermyn Street | London, SW1Y 6DN | VEREINIGTES KÖNIGREICH

### PARIS

AEW | 22 rue du Docteur Lancereaux | 75008 Paris | FRANKREICH

### DÜSSELDORF

AEW | Steinstraße 1-3 | 40212 Düsseldorf | DEUTSCHLAND

Diese Veröffentlichung dient als Informationsquelle, die Anleger bei ihren eigenen Anlageentscheidungen unterstützen soll, und stellt keine Anlageberatung für einen bestimmten Anleger dar. Hierin erwähnte Anlagen und Empfehlungen sind eventuell nicht für sämtliche Anleger geeignet: Die Leser müssen sich ihr eigenes, unabhängiges Urteil im Hinblick auf die Eignung dieser Anlagen und Empfehlungen vor dem Hintergrund ihrer eigenen Anlageziele, ihrer Erfahrung, ihres Steuerstatus und ihrer Finanzlage bilden. Diese Veröffentlichung basiert auf ausgewählten Quellen, die aus unserer Sicht verlässlich sind; es wird jedoch weder im Hinblick auf die Richtigkeit und Vollständigkeit der hierin vorgestellten Informationen noch anderweitig diesbezüglich eine Gewährleistung oder Garantie abgegeben. Hierin geäußerte Meinungen stellen die aktuelle Einschätzung des Autors dar: Sie stellen nicht zwangsläufig die Meinung von AEW, Tochtergesellschaften von AEW oder anderen mit AEW verbundenen Unternehmen der AEW-Gruppe dar und sie können sich ohne Vorankündigung ändern. Obwohl AEW sich in angemessenen Rahmen bemüht, richtige und aktuelle Information in diese Veröffentlichung aufzunehmen, können manchmal Fehler oder Auslassungen auftreten. AEW lehnt ausdrücklich jede Haftung ab, gleich, ob es sich um vertragliche, deliktische, Gefährdungs- oder anderweitige Haftung handelt, und zwar für aus oder auf beliebige Weise im Zusammenhang mit der Verwendung dieser Veröffentlichung entstehende unmittelbare und mittelbare Schäden oder aus oder auf beliebige Weise im Zusammenhang mit der Verwendung dieser Veröffentlichung entstehenden Ersatz für beiläufig entstandenen Schaden oder Folgeschaden, verschärften Schadenersatz oder Schadenersatz für einen konkreten Schaden. Dieser Bericht darf ohne die ausdrückliche schriftliche Erlaubnis von AEW nicht vervielfältigt oder an eine andere Partei übermittelt oder weitergegeben werden. Zu AEW gehören die AEW Capital Management, L.P. in Nordamerika und ihre 100%igen Tochtergesellschaften, die AEW Global Advisors (Europe) Ltd. und die AEW Asia Pte. Ltd sowie das verbundene Unternehmen AEW Europe SA und deren Tochtergesellschaften.