

Rapportering fra REIT Adviser for porteføljen GR Europæiske Ejendomsaktier med ISIN-kode DK0061133899 for 3. kvartal 2023

Fondens indre værdi udviser i 3. kvartal 2023 en stigning på 6,4 pct. og slutter kvartalet i 77,6 kr. Afkastet er på linje med benchmark. År-til-dato er afkastet knap 2 pct., omtrent 4 pct.-point foran benchmark. Fra fondens lancering den 29. april 2019 er indre værdi faldet 22 pct. Til sammenligning er Ishares European Property Akk. (ETF) og sammenlignelige benchmarks i samme periode faldet med 33 pct.

I kvartalet aflagde vores selskaber **halvårsregnskaber**, der generelt udviste pæne driftsresultater, men også nedskrivninger af ejendomsværdierne som følge af stigende afkastkrav. Denne ventede udvikling fik aktierne til at stige til trods for fald i de indre værdier. Årsagen hertil kan henføres til en vis lettelse over, at kalibrering af afkastkrav ser ud til at forløbe uden større problemer, fordi selskaberne over en bred kam er i stand til at hæve huslejerne og fremvise troværdige planer for refinansiering af gæld.

Halvårsregnskaberne udviste samlede negative resultater – men aktierne begyndte at stige!

	2019	2020	2021	2022	2023	2023
Akkumuleret regnskabsafkast	100	115	128	149	153	142
Regnskabs afkast	14,72%	11,73%	16,24%	2,92%	-4,13%	-7,37%
GREE aktien	13,30%	-4,30%	8,70%	-35,00%	5,50%	5,50%

Tabellen viser porteføljens årlige udvikling i regnskabsmæssige afkast opgjort som ændring i indre værdi plus udbytter. I 2023 ser vi nu, at aktiemarkedet (GREE aktien per 21/8-2023) stiger trods negative regnskabs-afkast – fordi disse allerede blev inddiskonteret i selskabernes aktiekurser i 2022.

Interessant er det også at observere, at det akkumulerede regnskabsmæssige afkast på de 25 selskaber i porteføljen siden etableringen i april 2019 er +42 pct. svarende til kurs 142, mens den nuværende kurs på fonden som nævnt er 77,6. Forventningerne i aktiemarkedet til ejendomsselskaberne er med andre ord fortsat meget negative.

De negative regnskabsafkast i 2023 frem til den 21/8-2023 er udelukkende skabt via stigende afkastkrav (nedskrivninger). Driften i selskaberne står i kontrast hertil, idet halvårsregnskaberne generelt fremviste gode takter gennem tiltagende lejestigninger og god balancestyling. Porteføljeselskaberne udmærkede sig samtidig ved, at tomgangen stort set var uændret for porteføljen som helhed, hvilket måske kan være lidt overraskende, da mange kontorselskaber generelt viser stigende tomgang. Sidstnævnte skyldes, at porteføljens hovedeksponering til centralt beliggende kontor generelt set har det godt i Europa i modsætning til USA.

Det **underliggende transaktionsmarked** synes også i bedring og vi registrerer en række transaktioner, som er med til at indikere en bund i ejendomsmarkedet. Disse transaktionspriser ser ud til at ligge over aktiemarkedets forventninger og medvirker derfor til stigende kurser på ejendomsaktier.

Mod kvartalets slutning opstod der imidlertid fornyet renteusikkerhed under overskriften "Higher for Longer", idet flere centralbanker plæderede for en længere højrente-periode for at bekæmpe inflationen. **Makroforhold** slår således fortsat tonen an i sektoren, og selvom der er ved at opstå konsensus om, at renterne næppe skal højere op, og at recessionen bliver mild og håndterbar er "hawkish"-kommentarer negativt for kursudviklingen.

På tværs af ejendomsklasserne er **afkastkravene generelt steget med 50-100 basispoint** siden sommer 2022. Størst stigning på logistik og mindst stigning på bolig. I tråd med konsensus er det vores vurdering, at tilpasningen af afkastkrav er omtrent 2/3 igennem. Der kan således forventes yderligere moderate nedskrivninger ved årsskiftet 23/24, som dog i høj grad er inddiskonteret i det nuværende kursniveau.

	<u>Portefølje</u>	<u>Pris/NAV</u>	<u>Startafkast</u>
Boligselskaber	35%	0,45	3,50%
Kontorselskaber	20%	0,60	3,75%
Logistikselskaber	25%	1,05	5,00%
Shopping centre og hotel	15%	0,70	5,75%
Health-care aktiver	5%	0,75	5,15%
	100%	0,68	

Skemaet viser porteføljesammensætning, sektorprissætning (aktuel aktiekurs i forhold til Net Asset Value ved halvåret 2023) samt den nuværende NIY (Net Initial Yield), som er en opgørelse af nettohusleje efter alle direkte henførbare ejendomsomkostninger sat i forhold til den sidst opgjorte ejendomsmarkedsværdi. Afkastkravene rapporteres løbende af selskaberne til den europæiske brancheorganisation EPRA ifølge faste retningslinjer, som har til hensigt at standardisere tilgangen til opgørelse af afkastkrav. EPRA's NIY er ca. 0,25 pct. point lavere end vurderingsfirmaernes afkastkrav, idet EPRA fratrækker flere omkostninger fra huslejen end vurderingsfirmaerne.

Omlægninger i 3. kvartal 2023

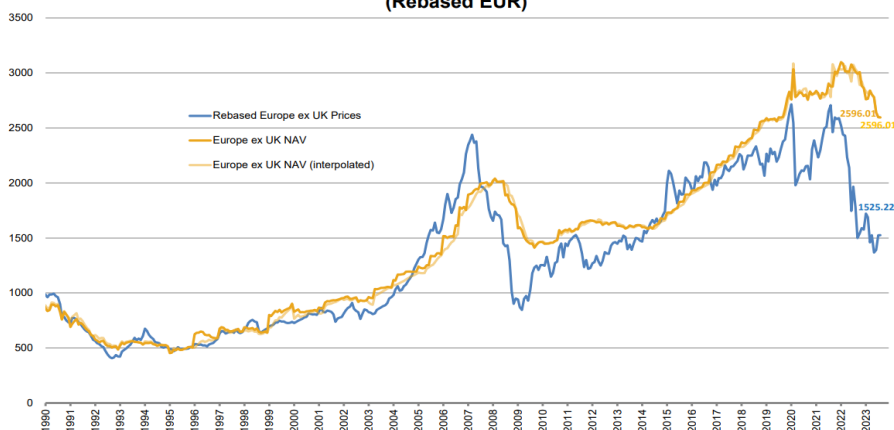
Med en tiltagende opfattelse af at "rentetoppen" er nået har specielt de mere rentefølsomme tyske boligaktier bidraget til foreningens seneste positive udvikling. Vi har mod kvartalets afslutning udnyttet dette til at rebalancere porteføljen ved at sælge 3%-point af **TAG** og udbygge positionerne i **Merlin og Shurgard** – to selskaber, som vi mener, vil drage fordel af den accelererende digitalisering. Merlin er spændende ved at være det bedste bud på en kommende datacenter-spiller i Europa, og Shurgard ved at være markedsleder på opmagasinering, hvor marketing, salg og administration via app's er i hastig vækst.

Tilpasning af NAV (bogførte indre værdier) og aktiepriser er begyndt



Monthly Published NAV Bulletin - August 2023

FTSE EPRA Nareit Europe ex UK Stock prices vs. NAVs
(Rebased EUR)



Figuren illustrerer den langsigtede sammenhæng mellem kursudviklingen på benchmarkselskaberne (indekseværdien af benchmark) og benchmarkselskabernes udvikling i NAV (indre værdi). Udviklingen i NAV (den gule graf) indeholder ikke udbyttebetalinger, som løbende fragår såvel benchmark som selskabernes egenkapital. Udbytter har over hele den viste periode udgjort ca. 4% per år – og ligger pt. på forventet 5%!

Den langsigtede stigende trend i NAV viser flot, hvorfor ejendomme er et sikkert og attraktivt realaktiv for den langsigtede investor, om end visse perioder kan have sine udfordringer.

Selv med de ovenfor beskrevne yderligere forventede prisfald på ejendomsaktiverne ved vores porteføljeselskaber anser vi de aktuelle aktiekurser i forhold til NAV for at være attraktive, og vi forventer fortsat, at aktiemarkedet på sigt vil vende tilbage til mere normale tilstande, hvor ejendomsaktier handles med en beskedne rabat i forhold til NAV svarende til -5 pct., som har været det historiske gennemsnit over de seneste 30 år.

Tak til vores tålmodige investorer. Foreningens cirkulerende mængde er i 2023 vokset med 33% - hvilket er med til at sikre endnu lavere omkostninger.