

Rapportering fra REIT Adviser for porteføljen GR Europæiske Ejendomsaktier med ISIN-kode DK0061133899 for 4. kvartal 2023 og året 2023

For året som helhed udviser fonden en kursstigning på 21,7 pct. i indre værdi, sammenlignet med en kursstigning på det investerbare sammenlignelige benchmark "Ishares European Property yield UCITS ETF EUR Accumulating" på 18,2 pct. Året har således været stærkt både absolut og relativt til såvel benchmark som til de globale aktieindeks. Langt hovedparten af de absolutte stigninger kan henføres til 4. kvartal, mens den positive relative performance er bygget op igennem året via aktievalget, hvor vi har undgået svagt kapitaliserede ejendomsselskaber, herunder svenske **SBB**, med relativt store kursfald. Vores undervægt af schweiziske selskaber bidrog positivt og vores overvægt af tyske boligselskaber, herunder især **TAG**, som steg over 100 pct., var ligeledes positivt.

Fondens indre værdi udviser i 4. kvartal 2023 en stigning på 20 pct. og slutter året i 93,1 kr. Benchmark gav til sammenligning et afkast på 21,1 pct. Fonden havde således svært ved at følge med de kraftige kursstigninger på hele investeringsuniverset i november og december, hvor mange mindre solide selskaber udviste relativt store kursstigninger på ryggen af de nye mere dueagtige udmeldinger fra centralbankerne. Styrkelsen af den svenske krone var endvidere uhensigtsmæssig pga. porteføljens undervægt i Sverige.

Tyske **Vonovia** (bolig) som er Europas største ejendomsselskab og som udgør knap 10 pct. af fonden gav et afkast på ca. 25 pct. i 2023 inklusivt udbytte. Selskabet udgør ca. 15 pct. af benchmark og kan ikke overvægtes i en UCITS-reguleret fond, da vi højst må have 10 pct. i et enkelt selskab. Yderligere medvirkende til fondens positive performance var undervægten af kontorselskaber og vores fokus på centralt beliggende kontor frem for perifært kontor.

De europæiske ejendomsselskaber har generelt vist sig robuste trods stigende afkastkrav

Transaktionsvolumen på det europæiske ejendomsmarked dykkede i 2023 til meget lave niveauer, hvilket gjorde prissøgningen vanskelig og usikkerheden omkring afkastkrav betydelig. For kvalitetsejendomme, som er typiske for fondens selskaber, steg afkastkravene med 50-125bp. For logistik, det måske mest velfungerende segment, er afkastkravene steget med mindst 100bp, for bolig og centralt beliggende kontor 50bp., mens retail oplevede den mindste stigning i afkastkrav på niveau 25bp.

Regnskabsmæssigt skønner vi, at de indre værdier (NTA/NAV) i porteføljens selskaber vil falde i niveauet 15% samlet set for 2023. De lavere værdier er imidlertid alene et resultat af højere afkastkrav, idet den underliggende drift er styrket efter pæne lejestigninger/inflationsreguleringer, fortsat stabil lav tomgang, og tilførsel af nye ejendomsaktiver (specielt for logistik-selskaberne).

Mod årets slutning oplevede vi en markant og positiv ændring blandt logistikselskaberne, som ser fornyet efterspørgsel fra kunder og en markant reduktion i byggeomkostninger. Sammenholdt med tilpasningen til de højere afkastkrav giver det mulighed for ekspansion til lukrative afkast, og flere selskaber hentede derfor ny kapital for at imødekomme efterspørgslen. Aktierne handlede alle op ovenpå kapitaludvidelserne.

På det for porteføljen vigtige tyske boligmarked, hvor pristilpasningen endnu ikke helt kan konkluderes indeholdt 2023 fornyet regulatorisk usikkerhed. Specielt var der meget postyr omkring det såkaldte "Heizungsgesetz", hvor det i foråret så ud til, at ejendomsejere skulle tvinges til markante

energieffektivitets investeringer. Senere på året blev lovforslaget betydeligt udvandet og endte med, at man i Tyskland fornuftigvis vil prioritere fjernvarme (som i Danmark) som instrument til CO2 reduktion. En væsentlig investeringsusikkerhed blev således elimineret. Samtidig blev boligmangel et tiltagende tema, ikke mindst efter, at boligbyggeriet næsten gik i stå på baggrund af usikkerhed og stigende renter. Alle vore boligaktier kunne i 3. kvartal melde nærmest "udsolgt" og en acceleration i lejeindtægter.

Ejendomszyklen for retail har ikke fulgt markedet generelt, og vi kunne i 2023 se vores selskaber begynde en mindre ekspansion og en stigning i omsætning af shopping centre ejendomme, hvilket er baggrunden for den relativt mindre tilpasning af afkastkrav. Retail havde ganske enkelt allerede gennemløbet markant stigende afkastkrav fra 2017-2022 som følge af stigningen i online handel og Covid19.

Det er vores indtryk, at det primært er volatiliteten i renterne som siden medio 2022 har været skurken i omsætteligheden på ejendomsmarkedet. Et renteniveau på 3% for en 10-årig swap er ikke absolut højt og kan med inflation på niveau 2% danne et attraktivt grundlag for ejendomsinvestering.

Makroforhold og investoradfærd

Aktivklassen har som sagt igennem de sidste par år været præget af renteutviklingen og forventninger hertil. Rentestigninger har ført til kursfald og rentefald har ført til kursstigninger. Selvom renten har betydning for såvel prissætningen af aktiverne som selskabernes evne til at finansiere de underliggende ejendomme minder vi om, at aktivklassens langsigtede korrelation til obligationer er ca. 0! Vores vurdering er, at renten fremadrettet langsomt vil få mindre betydning for kursdannelsen. Den underliggende drift, cashflows og vækst vil komme tilbage i fokus og aktivklassens attraktive langsigtede reale afkastegenskaber vil i højere grad blive værdsat.

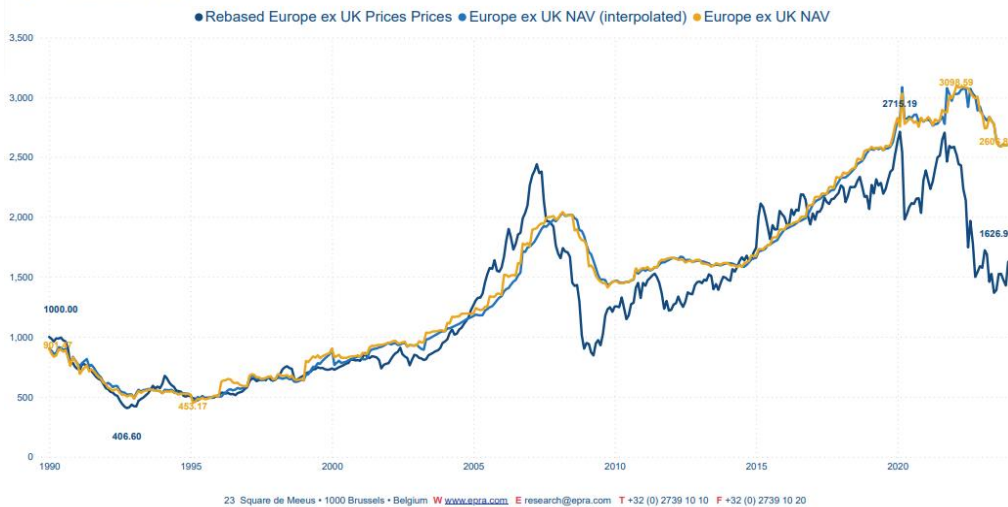
Vores makroview er i øvrigt kort fortalt tæt på konsensus og tæt på de forwardrenter, som ligger i markedet. Vi tror således ikke på, at vi vender tilbage til 0-rentemiljøet og ej heller en lang periode med høj inflation. Inflationen er i øvrigt pt. for hurtigt nedadgående, hvilket udover at være godt for renten også vil skabe grobund for fornyet byggeaktivitet i løbet af 2024. Dette er specielt vigtigt for bolig-byggeaktiviteten i de store europæiske byer, som nærmest skriger efter flere boliger.

I takt med rentefaldet i 4. kvartal blev der lukket et stort antal shortpositioner i aktivklassen. Dette medvirkede til de kraftige kursstigninger. Selskabernes conference calls for 3. kvartal bar således også præg af fornyet optimisme i ledelsen af virksomhederne, mens short-investorerne var tydeligt frustrerede. Flere store ejendomsselskaber har fortsat shortpositioner i niveauet 5 pct. af markedsværdien, som forventes gradvist reduceret i 2024.

Forventninger

Vi er optimistiske for afkastpotentialet i aktivklassen for 2024. Med en stabilisering af renteniveauet omkring eller lige under 3 pct. vil der ved den nuværende prissætning og vækst i EBIT være gode afkastmuligheder. Porteføljeselskabernes EBIT steg ca. 5 pct. i 2023 og estimeres til at stige yderligere ca. 4 pct. i 2024. Den samlede rentebyrde vil fortsætte med at stige, men væksten i EBIT vil stort set opveje den stigning og således opretholde stabilitet i cash flowet fra porteføljen.

Årsregnskaberne for 2023 vil de næste måneder trække overskrifter med tab på nedskrivninger af værdier på bolig- og kontorejendomme, mens logistik, retail og health care ejendomme vil fastholde værdierne. Vi forventer, at årsskiftet vil markere afslutningen på nedskrivningerne og gør igen opmærksom på, at markedet priser alt for store nedskrivninger ind i de nuværende børskurser jf. nedenstående grafik.



Den nuværende rabat på det børsnoterede ejendomsmarked i forhold til de aktuelle underliggende værdier er ca. 38 pct., og rabatten på vores portefølje er ca. 25 pct. Forskellen skyldes primært, at porteføljen har en overvægt af logistikselskaber, som handler med en præmie til indre værdi på knap 20 pct.

Antallet af ”ufrivillige sælgere” i ejendomsmarkedet er antagelig hastigt på vej ned, og i løbet af 2024 forventer vi, at M&A aktivitet vil genopstå. Det er efterhånden et par år siden, at vi så den sidste nævneværdige virksomhedsovertagelse i investeringsuniverset, men i takt med, at transaktionsmarkedet åbner op igen og der opstår stadig større sikkerhed for prissætningen, vil institutionelle købere og større ejendomsfonde vende tilbage og forsøge sig med bud på mellemstore europæiske ejendomsselskaber, som handler langt under indre værdi.

Segmentvis ser vi logistikselskaberne for godt tilpassede og i et fornyet vækstmodus i Europa som følge af nearshoring, forsyningsikkerhed og et tiltagende fokus på ESG-spørgsmål. Retail-selskaberne er også godt tilpassede og begynder så småt mindre væksttiltag. Bolig og kontor vil også i 2024 optræde defensivt – men er også prissat derefter. Tilpasningscyklen for kontor vil nok række udover 2024 i kraft af den nuværende konjunktursvaghed og kalibrering til ”work from home”. Nedenfor segmenteksponering ultimo dec.

	<u>Portefølje</u>	<u>Pris/NAV</u>	<u>Startafkast</u>
Boligselskaber	35%	0,65	3,50%
Kontorselskaber	20%	0,70	3,75%
Logistikselskaber	25%	1,20	5,00%
Shopping centre og hotel	15%	0,70	5,75%
Health-care aktiver	5%	0,80	5,15%
	100%	0,75	

Vi ønsker alle vores medinvestorer et godt og forhåbentlig indbringende Nytår og takker for tilliden. Foreningens cirkulerende mængde er i 2023 vokset med knap 40%. Vi byder de mange ny-investorer velkommen og vil gøre vores bedste for at positionere porteføljen fornuftigt også i 2024.