

Rapportering fra REIT Adviser for porteføljen GR Europæiske Ejendomsaktier med ISIN-kode DK0061133899 for 1. kvartal 2020

Først og fremmest tak til vores investorer som, til trods for den COVID-19 skabte markedsturbulens, har valgt at forblive i fonden, og de mange som tilmed har valgt at øge deres investering i forbindelse med kursfaldene. Fondens cirkulerende mængde er i kvartalet vokset med 20%!

Fondens indre værdi udviser et fald på 21% og sluttede kvartalet på 89,2 kr. Fra lancerings-tidspunktet den 29. april 2019 er indre værdi således faldet ca. 10%. Til sammenligning er det europæiske aktiemarked faldet 23% i 2020 og 18% siden fondens lancering på børsen.

Vi havde ved årsskiftet ikke forestillet os så negativ en udvikling i fondens indre værdi. Frem til marts 2020 var fonden faktisk relativt stabil og med tydelige defensive kvaliteter i forhold til det brede aktiemarked. Men de politiske beslutninger, affødt af COVID-19 ramte også vores segment. Med markedsmekanismen reelt politisk sat ud af kraft blev særligt detailhandel og hoteller ramt i første runde. I hvad der kan betegnes som en anden runde, blev der spekulativ usikkerhed om ejendomsselskabernes finansielle stilling, idet selskaberne naturligvis har betydelige absolutte gældspositioner, som løbende skal refinansieres. Dermed blev måneden mellem 19. februar og 19. marts den "perfekte storm".

Siden er der kommet mere information om diverse hjælpepakker, og selskaberne i porteføljen har haft mulighed for at informere om styrken i deres balancer, refinansieringstidspunkter og kassebeholdninger. Disse udmeldinger bekræfter os i, at vi har udvalgt de stærkeste selskaber til porteføljen. Endvidere er der på det seneste kommet mere optimistiske nyheder omkring den økonomiske udvikling i Kina efter landets delvise genåbning, og en begyndende konsensus omkring "sygdomskurverne" i Europa og USA.

Under den tumultagtige markedsfase har vi forsigtigt forsøgt at navigere fondens eksponering i retning af, hvad vi mener, vil være en styrke på den anden side af krisen uden dog at opgive muligheder for en betydelig "rebound".

Fremadrettede kommentarer

Detailsegmentet er på nuværende tidspunkt reelt ikke mulig at prisfastsætte, og der må forventes en række konkurser, som vil accelerere en i forvejen negativ tendens i ejendomsværdierne. Omvendt vil logistik (regionalt) se pæn vækst. Fondens eksponering til detail er kun 5%, hvoraf den største del er i franske Carmila, der har fødevarerforretninger som den helt betydende lejer. For boligsegmentet er der mulighed for fortsatte underliggende værdistigninger, når det som under finanskrisen bliver tydeligt at lejen er meget stabil. Bolig udgør over 40% af fondens eksponering.

Kontorsegmentet i porteføljen er sammensat af dels offentlige lejere, store stabile selskaber, mindre selskaber og lejere der direkte er ramt så som rejsebranchen, restaurationsbranchen og P-

pladser, der pt. ikke anvendes. Og så er der "We Work" situationen der nu spørger igen efter Softbank har trukket sig fra finansieringen.

Fondens eksponering til kontor er cirka 40%, og en økonomisk afmatning i kølvandet på COVID-19 krisen vil udskyde nye lejekontrakter og øge tomgangen på den korte bane. Prisfastsættelsen er imidlertid efter vores opfattelse attraktiv, og vi frygter ikke tomme bycentre i de store og fortsat voksende europæiske byer.

Samlet ser vi positivt på efterspørgslen efter kontorareal, som understøttes af de enorme hjælpepakker, om end der nu vil komme en periode med en fladere lejeudvikling. Selskaberne i fonden ser vi ikke få finansieringsproblemer, om end lånemarginalerne i resten af 2020 nok vil være 1%-point højere end før. Dette vil dog reversere med tiden. Selskabernes udviklingsprojekter udskydes og balancerne styrkes tendentielt igen lige som efter finanskrisen.

Afkastkravene ser vi understøttet af meget lave renter, som tilmed kan forventes at forblive i en endnu længere periode. Tendensen mod realaktiver med relativt sikre spreads må forventes at fortsætte og nok med endnu større styrke end før. Sektormæssigt ser vi dog stigende afkastkrav for detail (+0,5 procentpoint), kontor måske +0,25 procentpoint, mens bolig og health care kan forventes at blive styrket via faldende afkastkrav i størrelsesorden 0,25 procentpoint.

Fondens positionering

Fonden består i dag af 25 REITs og ejendomsselskaber i Europa med en betydelig eksponering mod de stærkeste kontor- og boligmarkeder i Europa. Fonden søger endvidere eksponering til logistiksegmentet, som begunstiges af den stigende nethandel samt til ejendomsselskaber, der retter investeringerne mod ældreboliger og ældrepleje, som begunstiges af den langsigtede demografiske udvikling.

Prisfastsættelsen af porteføljen ved indgangen til 2. kvartal 2020 indregner efter vores vurdering en meget negativ udvikling på ejendomsmarkedet (minus 15-20% i værdierne), eller indeholder blot virkelig megen frygt. Selskabernes indtjening i 2020 vil for en værdi være vanskelig at anvende i en værdifastsættelse af ejendommene og derfor vil 2021 danne grundlag for forudsætninger omkring lejeniveau, tomgang og afkastkrav. Det mest sandsynlige er efter vores vurdering, at afkastkravene for de sikre beliggenheder og aktivklasser ikke stiger, men at vækstforventningerne reduceres.

Når aktiemarkedet i løbet af de næste kvartaler begynder at se igennem krisen, og der igen kommer transaktioner på ejendomsmarkedet (Due diligence er nu umuligt alene på grund af smittefare) ser vi en fornyet stigning i fonden indre værdi og en "normalisering" af fondens defensive karakteristika. Det ved fondens initiering forventede afkastniveau på 7% over tid er vi meget komfortable med.

På vores hjemmeside: reit.adviser.dk kan man følge væsentlige nyheder og kvartalsrapporter.