

Rapportering fra REIT Adviser for porteføljen GR Europæiske Ejendomsaktier med ISIN-kode DK0061133899 for 1. kvartal 2021

Fondens indre værdi udviser i 1. kvartal et fald på knap 3%. Indre værdi var 108,5 kr. ved kvartalets start og slutter i 105,5 kr. Fra lancerings-tidspunktet den 29. april 2019 er indre værdi steget med 6%. Til sammenligning er det europæiske aktiemarked i samme periode steget med 10% og vores nye benchmark FTSE EPRA Nareit Developed Europa ex. UK er steget med 1 pct, og Ishares European Property Akk. er faldet med knap 2%.

Mens fonden i 2020 atypisk fulgte aktiemarkedet, er der i 2021 sket et brud. Historisk har aktivklassen givet et afkast på niveau med aktier, mens korrelationen til aktier har været omtrent 0,5 afspejlende, at ejendomsaktiver risikomæssigt befinder sig et sted mellem obligationer og aktier. Den i forhold til aktier svage performance i 1. kvartal udtrykker således de underliggende aktivers "obligationskomponent". Den 10-årige euro swap rente er steget ca. 0,3 procentpoint til omkring NUL% - hvilket vi ser som et sundhedstegn. Selskaberne i porteføljen har i 1. kvartal igen kunnet finansiere sig billigere og reduceret "cost of debt". Eksempelvis har **Vonovia** udstedt en 20-årig €-obligation (€1B) til 1%, **Grand City Properties** en 6-årig €-obligation (€700m) til 0,125%, mens **PSP Properties** i Schweiz senest har placeret en obligation til minus 0,45%! - Selv de meget udkældte shoppingcenter-REITs formår at udstede til effektive renter under 2 pct., hvor porteføljeselskabet **Carmila** i Frankrig udstedte en 8-årig €-obligation (€300m) til 1,625% ultimo marts.

For 2021 ser vi en fortsat positiv udvikling i selskaberne med en stigende driftsindtjening på 4% for porteføljen som helhed, fortsat vigende finansomkostninger og udbytter på ca. 4%. De nu mere beskedne forventninger i aktiemarkedet, der prisfastsætter fondens selskaber 10% under GAV (ejendomsværdierne) er et godt udgangspunkt for de kommende år.

2020 Regnskaberne – Underliggende en stærk udvikling!

Tabellen nedenfor viser udvalgte sektor-aggregerede tal for porteføljens selskaber baseret på 2020 regnskaberne.

	Value adj. 2020	NIY% 2020 ultimo	NAV %-change	DY	PE-afkast	Aktie-afkast	Differens
Retail	-7,5%	5,7%	-14,4%	3,1%	-11,4%	-34,6%	-23,3%
Office	0,6%	3,9%	4,4%	3,0%	7,5%	-17,2%	-24,7%
Mixed	1,4%	4,0%	2,4%	2,4%	4,8%	-26,7%	-31,5%
Health	2,7%	5,2%	11,6%	4,7%	16,2%	3,0%	-13,2%
Residential	5,6%	3,9%	9,2%	3,4%	12,6%	10,2%	-2,4%
Logistics	6,4%	5,3%	13,7%	3,9%	17,5%	9,1%	-8,4%
Total for fonden					10,4%	-4,7%	

Det helt centrale budskab fra tabellen er, at fonden tabte 4,7 pct. i værdi i 2020, mens porteføljens selskaber faktisk fremviste Private Equity afkast (PE-afkast) porteføljevægtet på 10,4 pct. Havde porteføljens selskaber således ikke været børsnoteret, ville vi have rapporteret et afkast til vores investorer på 10,4 pct. Aktiemarkedet er med andre ord i øjeblikket meget bekymret for børsnoterede ejendomsaktier til trods for underliggende gode regnskaber, hvor kun retail-

selskaberne udviste negative værdireguleringer (Value adj. 2020). Tabellen fremstiller sektor for sektor, hvorledes de underliggende resultater var i 2020 sammenlignet med aktieafkastene. Man ser således, at Retail havde negative værdireguleringer af aktiverne på 7,5%, prissætter sine ejendomme på grundlag af et forrentningskrav (NIY=Net Initial Yield) på 5,7%, at udviklingen i NAV (indre værdi) faldt med 14,4% (pga. gearing), udbytter udgjorde 3% og at afkastene dermed var minus 11,4% opgjort som en Private Equity fond. Dernæst fremgår det, at aktieafkastet var negativt med 34,6%. Aktiemarkedet indpriser således meget negative forventninger til retail, som vi kun er delvist enige i. Fonden er dog fortsat kraftigt undervægtet i retail og har i dag 6 pct. af aktiverne i tre shoppingcentre-REITs.

Tabellen viser gennemgående, at forventningerne i aktiemarkedet er langt mere negative end i ejendomsmarkedet, idet alle sektorer aktiemæssigt har givet ringere afkast end PE-afkast. Dernæst ses, at de defensive sektorer Health Care, Residential og Logistik alle har pæne positive PE-afkast og mindre afvigelser mellem PE-afkast og aktieafkast. Overraskende er det nok, at kontorselskaberne og "mixed" faktisk fremlagde små positive værdireguleringer, men blev alligevel straffet hårdt på børsen pga. af Corona og forventninger om mere hjemmearbejde.

I første kvartal har rentefrygt affødt en negativ kursudvikling for de defensive sektorer, idet mange investorer har øget den cykliske eksponering. Vi har valgt at udnytte denne rotation til at øge eksponeringen til vores foretrukne tyske boligselskaber **LEG og Vonovia**, som begge kom med meget overbevisende årsregnskaber. Bolig, Health Care og Logistik udgør herefter ca. 60% af porteføljen. Vores målafkast er 7% p.a. og det lader sig fint regne hjem med f.eks. boligaktier.

Udnyttelse af forskellen mellem det direkte og indirekte marked er hidtil kun sparsom, men i Norge har der i kvartalet været et overtagelsesforsøg på selskabet Entra, og i Østrig på såvel CA Immobilien og S-immo. CA-Immobilien er frasolgt porteføljen efter en meget positiv kursudvikling.

Forsigtig optimisme for 2021 i regnskaberne

Mest bemærkelsesværdigt er nok de relativt pæne resultater i kontorselskaberne efter et år med stor nervøstiet (specielt i aktiemarkedet) omkring hjemmearbejdes betydning. Vi hæfter os her ved mæglervurderinger, der udviste små positive værdireguleringer, at lejeindgangen blev normaliseret efter usikkerhed i 2. kvartal 2020, at selskaberne fastholdt cash flows og udbytter, samt at der nu florerer historier om begyndende stigning i udlejningsaktiviteten.

At Retail selskaberne havde hensættelser som følge af manglende lejebetaling, store nedskrivninger og tilbageholdt udbyttebetalinger var ikke overraskende. Spørgsmålet er her på hvilket nyt (lavere) niveau, at lejen normaliserer sig? Aktiemarkedet synes at prise yderligere 20% fald i lejeindtægter. Fonden er som sagt forsigtigt og meget selektivt eksponeret.

De defensive sektorer forventer fortsat pæn organisk vækst i 2021 og ser yderligere "yield compression" i 2021 til trods for den seneste rentestigning. Sammen med lavere finansieringsudgifter hersker der generelt optimisme for disse sektorer.

Slutteligt vil vi gerne takke vores investorer for den fortsatte opbakning udtrykt ved en stigning i den cirkulerende mængde på 8% i 1. kvartal 2021. Se hjemmeside: reit-adviser.dk for mere info.