

Rapportering fra REIT Adviser for porteføljen GR Europæiske Ejendomsaktier med ISIN-kode DK0061133899 for 1. kvartal 2022

Fondens indre værdi udviser i 1. kvartal 2022 et fald på 2,8 pct. Indre værdi var 117,8 kr. ved årets start og slutter 1. kvartal i 114,5 kr. Et vanskeligt kvartal pga. krig og stigende inflation men trods alt bedre end europæiske aktier og obligationer, som begge er faldet i størrelsesorden 7 pct. Fra fondens lancering den 29. april 2019 er indre værdi steget 15 pct. Til sammenligning er Ishares European Property Akk. (ETF) i samme periode steget med 5 pct. Fonden klarer sig således godt i forhold til en passiv strategi.

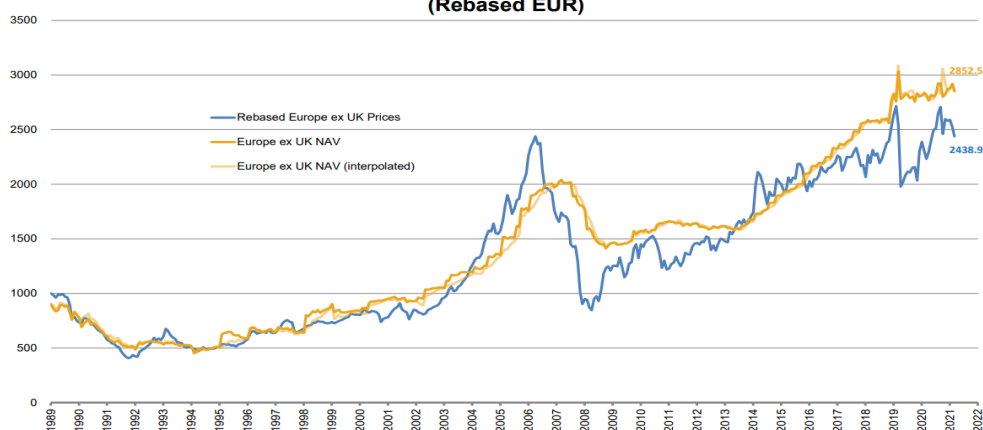
2021 regnskabsaflæggelse

Generelt klarede porteføljens selskaber sig godt i 2021. Baseret på regnskabsmæssige resultater udviste de et afkast på cirka 15% (stigning i indre værdi og udbytte). Prisen på porteføljens aktier steg imidlertid kun med knap 9%, hvorfor kursrabatten i forhold til indre værdier (NAV) blev udvidet – og nu er historisk høj!



Monthly Published NAV Bulletin - February 2022

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



* Gul graf angiver de underliggende ejendomsværdier (NAV).
* Blå graf angiver, hvad man på børsen betaler for de underliggende ejendomsværdier.

Den store diskrepans kan i særdeleshed henføres til boligselskaberne, som er faldet i kurs, mens de indre værdier er steget betydeligt – typisk 15-20%. Boligaktierne handler nu med en meget stor rabat i forhold til de indre værdier - ca. 25 pct. rabat i forhold til ejendomsværdierne. Baggrunden er skepsis omkring boligens inflationsbeskyttelse, når de er underlagt lejeregulering, og forbrugere (beboere) der er presset af stigende energipriser. Den store rabat ser vi som en købsmulighed og har derfor øget andelen af tyske boligselskaber til en "markedsvægt". Rabatten på børsnoterede ejendomsaktier har i øvrigt affødt stigende M&A aktivitet, hvilket har medvirket til fondens relativt gode performance i 1. kvartal.

Inflationsfrygt og rentestigning

Den relevante 10-årige €-swap rente er i 2022 steget med 1,2%-point fra nul! Det er selvsagt et markant skifte, der på sigt øger selskabernes finansieringsomkostninger og stiller spørgsmålstejn ved om de lave startafkast på ejendomme kan bibeholdes. Vi er dog ikke bekymrede for porteføljens selskabernes finansielle situation, idet selskaberne er professionelt afdækkede og forsigtigt belånt (typisk 40 pct. LTV). Men forventningerne til de fremtidige cashflows og udbyttmuligheder påvirkes naturligvis. Og her er det afgørende i hvilket omfang og hvor hurtigt en overvæltning af inflationen i huslejen kan ske.

For **logistik-selskaberne**, hvor der er knaphed på kapacitet og lejekontrakterne indeholder indeksering, sker overvæltningen allerede fuldt ud. For **"health care"-aktiver og centralt beliggende kontor ejendomme** er der også hurtig inflations-overvæltning. Udfordringen på **boliger** er i eks. Tyskland, at overvæltningen først kan ske efter stigninger i det såkaldte "Mietspiegel" for eksisterende lejekontrakter. Dette forventes at ske gradvist over 5 år til trods for boligmangel i alle store tyske byer. Boligselskaberne har derfor også typisk meget lang renteafdækning på den udestående gæld. Omvendt forholder det sig for **retail-selskaberne**. Her indeholder lejekontrakterne normalt indekseringsklausuler, men da der mange steder er tomgang står udlejer ikke så stærkt og lejer kan forhandle.

Sammenlagt er det imidlertid sådan, at ejendomme på sigt nyder godt af moderat inflation. En større andel af afkastet vil fremadrettet blot komme i form af lejestigninger/vækst. På den korte bane er aktiemarkedet dog skeptisk, ikke mindst når omstændighederne samtidig præges af krig og energikrise.

Porteføljeomlægninger i 1. kvartal

I kvartalet har vi tilføjet logistik-selskabet **Montea**, retail-selskabet **Eurocommercial**, og det schweiziske kontor- & boligselskab **All Real**. Tilføjelserne er sket på bekostning af det tyske logistik-selskab **VIB**, som blev afhændet til en meget gunstig kurs 53 euro efter et overtagelsestilbud fra DIC (ikke i porteføljen) samt frasalg af det finske boligselskab **Kojamo**, der i modsætning til de tyske boligselskaber kursmæssigt havde klaret sig rigtig fint og nu vurderes relativt dyrt prissat.

Forventninger

2022 forventes at give en vækst i driftsindtjeningen for porteføljens selskaber på 7 pct. Dette drives af såvel investeringer som genåbningspotentiale, men også af indeksering af leje, som ikke rigtig fandt sted i 2021 pga. Covid-restriktioner. Ejendomme er realaktiver og vil derfor have gavn af inflation i modsætning til nominelle aktiver. Trods den lidt urolige start på året fastholdes forventningerne derfor om et afkast på mindst 7% for 2022.

Porteføljens eksponering og prisfastsættelse

Tabellen nedenfor viser porteføljens eksponering til brancher samt den nuværende prisfastsættelse, som angiver, hvor meget man betaler for de enkelte ejendomstyper på børsen. Mest iøjnefaldende er den meget store rabat, som man i øjeblikket får ved at købe boligeksponering via børsen frem for at købe en boligejendom i det direkte ejendomsmarked. Udover rabatten på 25 pct. sparer man også mindst 10 pct. i transaktionsomkostninger i form af skatter og ejendomsmæglersalærer.

Sektor/Branche	Andel af fonden	Rabat/præmie til NAV
Logistik	21 pct.	50 pct. præmie til NAV
Plejehjem/klinik/hospital	8 pct	30 pct. præmie til NAV
Bolig	38 pct.	25 pct. rabat til NAV
Kontor	19 pct.	20 pct. rabat til NAV
Shopping centre	14 pct.	30 pct. rabat til NAV

*NAV = Net Asset Value, baseret på ejendomsværdier 31/12-2021

Der er ikke de store ændringer i prisfastsættelsen på de øvrige brancher i forhold til ved årsskiftet. Kontor og shopping centre er fortsat negativt påvirket af Covid-begrænsninger, men specielt på shopping centre ser vi en hastig tilbagevenden til fysisk shopping i det øjeblik restriktionerne ophæves. Shopping centre har derfor også kursmæssigt performet stærkt i 1. kvartal.