

Rapportering fra REIT Adviser for porteføljen GR Europæiske Ejendomsaktier med ISIN-kode DK0061133899 for 1. kvartal 2023.

Fondens indre værdi udviser i 1. kvartal 2023 et fald på 6 pct. og slutter kvartalet i 72 kr. Afkastet er godt 1 pct. point bedre end benchmark. Fra fondens lancering den 29. april 2019 er indre værdi faldet 28 pct. Til sammenligning er Ishares European Property Akk. (ETF) og sammenlignelige benchmarks i samme periode faldet med 36 pct.

Kursudviklingen i 1. kvartal var påvirket af bankkriserne og deraf afledt bekymring for et generelt "credit crunch". Vi har været i kontakt med flere af vores porteføljeselskaber, som pga. uroen på gældsmarkederne i højere grad er begyndt at anvende bankgæld (secured) frem for at udstede obligationer. Temaet har endvidere været gennemgående på "conference calls" for 1. kvartalsmeddelelserne. Udmeldingerne er opmuntrende forstået på den måde, at bankerne synes meget villige til at komme tilbage som långiver til vores selskaber og endda med mærkbart bedre marginaler end obligationsmarkedet. Vi ser generelt bankerne tilbyde lån (secured) med marginaler på mellem 100-130bp, mens obligationsmarkedet (IG) i sin stressede form ligger mellem 150-300bp. Dette bekræfter også vores opfattelse af, at bankkrisen er begrænset til nogle få dårligt-ledede banker, som det dybest set er bedst at komme af med.

Det næst-vigtigste tema i 1. kvartal var værdireguleringerne i forbindelse med de annoncerede årsregnskaber. På tværs af porteføljeselskaberne steg afkastkravet (EPRA - Net Initial Yield) i 2022 med ca. 0,25 pct. point til ca. 4,2 pct., hvilket alt andet lige burde afstedkomme et fald i NAV på 5-6 pct. Den gennemsnitlige NAV for porteføljen var dog stort set uændret i 2022, fordi huslejeindtægterne i gennemsnit steg med godt 3 pct. Dette kan forekomme overraskende, men viser blot den solide inflationsbeskyttelse, som porteføljen tilbyder. Vi forventer, at afkastkravene vil stige yderligere i 2023, men tiltagende huslejestigninger vil i høj grad opveje dette.

Fokus i kvartalet var endvidere på hvilke signaler, som man kunne læse ud af det underliggende transaktions-marked som strømpil for kommende værdireguleringer. Transaktionsvolumen er faldet med mindst 50 pct. i 2022 og 1. kvartal 2023 har været tilsvarende dødt, fordi ejendomsselskaberne over en bred kam er netto-sælgere af ejendomme. Der handles ganske få større porteføljer, men de fleste selskaber formår dog alligevel at afhænde mindre porteføljer og enkeltejendomme til priser lige omkring de bogførte værdier. Købere er typisk PE fonde og familiekontorer samt større amerikanske fonde. Købere og sælgere synes dog fortsat et stykke fra hinanden og dette i sig selv må forventes at give prisfald i løbet af året – eller, jævnfør ovenfor, stigende afkastkrav.

Porteføljens underliggende afkast – voldsom diskrepans til det børsnoterede afkast

Ser man på porteføljens underliggende afkast, som man ville opgøre det i en PE fond eller i et pensionsselskab, opleves en voldsom diskrepans i forhold til det børsnoterede afkast for vores fond.

	<u>2019</u>	<u>2020</u>	<u>2021</u>	<u>2022</u>
PE-afkast	14,6%	11,3%	16,0%	3,2%
PE-afkast akkumuleret	115	127	147	153
Børsnoteret fond afkast	*13,3%	-4,3%	8,7%	-35%
Børsnoteret fond akkum.	113	108	118	77

*Afkast for børsnoteret fond er fra ultimo april 2019. Helåret 2019 ville have været godt 20 pct.

PE-afkastet er opgjort som porteføljeselskabernes udvikling i de underliggende ejendomsværdier udtrykt ved ændringen i NAV tillagt udbytter for hver enkelt år vægtet i forhold til selskabernes vægt i den samlede portefølje. Det fremgår, at afkastene har været positive i alle år og at det akkumulerede afkast over 4-års perioden er 53 pct. Til sammenligning er det akkumulerede aktieafkast for nøjagtig samme selskaber vægtet på nøjagtig samme måde i vores børsnoterede fond -23 pct.!

Den store diskrepans skyldes primært det børsnoterede markedes meget pessimistiske forventninger til udviklingen i de fremtidige ejendomsværdier. I øjeblikket indpriser markedet et fald i ejendomsværdierne på over 25 pct. på tværs af porteføljens ejendomme. Vores vurdering er, at dette er stærkt overdrevent, og at markedet glemmer inflationsreguleringen i huslejeindtægterne som stille og roligt løber ind i selskaberne indtjening og i høj grad opvejer stigningen i afkastkravene.

Ved gennemlæsning af årsregnskaberne for vores 25 selskaber ser vi efter et udmærket 2022 stigende huslejereguleringer i 2023. For logistikselskaberne (24 pct. af porteføljen) opleves huslejestigninger på over 10 pct. - mere ved nyudlejning pga. en stærk efterspørgsel efter moderne lagerplads og lidt mindre for eksisterende lejeaftaler, hvor der blot er tale om indeksregulering. På centralt beliggende kontor (CBD, 22 pct. af porteføljen) i de store europæiske byer opleves fuld inflationsovervæltning i lejen uden stigende tomgang, mens vi ser lidt større udfordringer for perifært kontor, hvor der opleves stigende tomgang. WFH vurderes også at udfordre periferien mere end CBD. For retail og health care ser vi ligeledes, at selskaberne kommer igennem med solide inflationsreguleringer uden stigende tomgang.

På bolig (32 pct. af porteføljen) og her primært tysk bolig sker inflationsreguleringen langsommere pga. lovgivningens krav om maksimalt 15 pct. lejeregulering over 3 års perioder samt at lejeudviklingen skal følge det såkaldte "Mietspiegel" med en udjævning over 7 år. Den relativt langsomme inflationsovervæltning har medvirket til den svage kursudvikling på boligselskaberne. Interessant er det dog, at der netop er kommet Mietspiegel fra München, som viser en stigning på 21 pct. (2-års periode) og at der i løbet af 2023 kommer en række Mietspiegels fra hovedparten af de store tyske byer. Vi forventer pæne og tiltagende stigninger heri om end ikke på niveau med München.

Porteføljens sektoreksponering i fondens levetid (2019-2023)

En af vores investorer bad os om at vise, hvordan fonden har været eksponeret til sektorer over tid:

l pct.	jun-19	sep-19	dec-19	mar-20	jun-20	sep-20	dec-20	mar-21	jun-21	sep-21	dec-21	mar-22	jun-22	sep-22	dec-22	mar-23
Bolig	35	33	34	39	43	42	42	40	40	40	40	40	37	34	32	32
Kontor	52	52	50	43	39	37	35	36	30	20	20	18	19	21	22	22
Logistik	6	8	8	9	9	10	10	11	15	20	20	20	22	24	24	24
Detail	7	7	8	7	6	6	8	7	10	10	10	12	14	13	14	14
Health	0	0	0	2	3	5	5	6	5	10	10	10	8	8	8	8

Det fremgår, at kontor aktivt er reduceret over tid til fordel for logistik, detail og Health care. Det skyldes dels en relativt høj prisfastsættelse af CBD kontor med lidt for lave afkastkrav samt en generel bekymring for perifært beliggende kontor, som vurderes at være mest udsat overfor WFH. I forbindelse med Corona blev retail ekstremt billigt med høje afkastkrav, hvorfor vi valgte at øge eksponeringen hertil. Health care er øget i takt med, at der er kommet større og mere professionelle selskaber.

Bolig er generelt set øget på bekostning af kontor i takt med, at prisfastsættelsen af bolig er blevet særdeles attraktiv ift. kontor. Senest er bolig-andelen dog faldet i takt med relativt store kursfald.

Positive forventninger i en uvis tid med mange tilpasninger

Tilpasningen med stigende underliggende afkastkrav i 4. kvartal 2022 antages at fortsætte i 2023. Mens renteusikkerheden i sig selv er væsentlig, er det for ejendomme særligt mulighederne for lejestigninger, der vil være afgørende i 2023. Her er det opmuntrende, at tomgangen er beskeden og at økonomierne ikke er gået i recession. Det lyder da også nærmest samstemmende fra selskabsledelserne, at lejestigningerne i 2023 vil accelerere.

Den negative prisudvikling i marts måned inddiskonterer efter vores opfattelse stor sandsynlighed for recession grundet usikkerhed om banker og finansieringsmuligheder. Vi opfatter dog selskaberne som proaktive og tilpasningsdygtige i deres finansieringstiltag. Tendensen er mindre gæld (særligt obligationsgæld), reducerede investeringer, nettosalg af ejendomme og reducerede udbytter. Tilpasningerne i 2023 vil derfor være fokus på konsolidering frem for vækst.

Vi er af den opfattelse, at aktiemarkedets betydelige pessimisme omkring ejendomme tendentielt er forståeligt baseret på de udfordringer, som sektoren gennemløber. Omfanget af pessimisme ser vi dog som et typisk kortsigtet fænomen, der ikke forholder sig til ejendommens helt grundlæggende langsigtede egenskaber som et real-aktiv.

Vi tænker ikke, at aktiemarkedet rationelt vedvarende vil kunne "straffe" ejendomssegmentet for såvel de høje renter som en hård recession. Alene en reduktion af "bekymringsniveauet" vil derfor være positivt.

Vi fastholder, at den videre tilpasningsproces vil indeholde en reduktion af diskrepansen mellem noteret og unoteret ejendomsinvestering. Endvidere fastholder vi, at ejendomsinvestering på sigt vil være attraktivt – ikke mindst i en verden med tiltagende inflation.

Tak til vores tålmodige investorer. Foreningens cirkulerende mængde er i 1. kvartal 2023 vokset med 10%.