

## Rapportering fra REIT Adviser for porteføljen GR Europæiske Ejendomsaktier (GREE) med ISIN-kode DK0061133899 for 1. kvartal 2024

Efter en meget stærk afslutning på 4. kvartal 2023 med en kursstigning på 20 pct. udviste fonden et tilbagefald på knap 4% i 1. kvartal 2024 på linje med benchmark for europæiske ejendomsaktier. Fonden slutter kvartalet i kurs 89,6 kr. Tilbagefaldet kan helt overvejende henføres til stemningsskiftet på rentemarkedet med tiltagende forventninger til senere og færre rentenedsættelser fra centralbankerne.

Kvartalet bød på aflæggelse af årsregnskaber for alle fondens selskaber, der driftsmæssigt var særdeles fornuftige, mens nedskrivninger af ejendomsværdier for 2023 trak de indre værdier ned, hvorved det samlede resultat typisk blev negativt. 4. kvartal 2023 var særligt hårdt ved kontorselskaberne, der i gennemsnit kunne notere værdinedskrivninger på godt 10%. Opmuntrende er det imidlertid, at stort set alle vores selskaber betaler uændrede til stigende udbytter, som vi geninvesterer gennem foråret i niveauet 4% efter tilbageholdte udbytteskatter.

Kursmæssigt klarede kontoraktier sig dårligst i 1. kvartal 2024, mens retail var at finde i den positive ende. Ellers var det selskabsspecifikke forhold som kendetegnede kursudviklingen, hvor svenske Catena (logistik) gik mod strømmen med en kursstigning på 10 pct. efter en meget vellykket kapitaludvidelse.

### Afkastet på porteføljens ejendomsinvesteringer igennem de seneste 5 år

Porteføljens afkast skabes i princippet af 3 forhold:

- 1) Hvor godt ejendomsselskaberne gør det – dette måles ved stigninger i indre værdi og udbytter,
- 2) Forventningsvariation mellem aktiemarked og ejendomsmarked – udtrykkes som finansmarkedets tillid til bogførte værdier og/eller diskrepans i investeringshorisont (ejendomsmarked typisk længere end aktiemarked), og
- 3) REIT Adviser's evne til at "slå markedet".

**Ad 1:** Selskaberne har driftsmæssigt klaret sig som forventet trods betydelig modvind i de seneste 5 år. Det regnskabsmæssige afkast for porteføljens selskaber har været godt 7% årligt igennem de seneste 5 år til trods for, at perioden har været præget af Covid19 nedlukninger, energikrise, krige, inflationspring og historiske rentestigninger. Dette fremgår af tabellen nedenfor, hvor det akkumulerede regnskabsmæssige afkast i 5-års perioden går fra index 100 til index 142. Lidt over halvdelen heraf kan henføres til udbytte.

Tabel: Bogførte regnskabsmæssige afkast beregnet som ændringer i indre værdi (NTA) samt udbytter. Sammenstillet for GREE porteføljens selskaber og vægtet. Udgangspunkt ultimo 2018.

		2019	2020	2021	2022	2023
Regnskabs afkast		14,23%	11,70%	15,80%	3,75%	-7,07%
Akkumuleret regnskabsafkast *	100	114	128	148	153	142
GREE aktien afkast		13,30%	-4,30%	8,70%	-35,00%	21,70%
GREE aktien eoy	100	113	108	118	77	93
* eks. effekt fra reinvesteret udbytte						

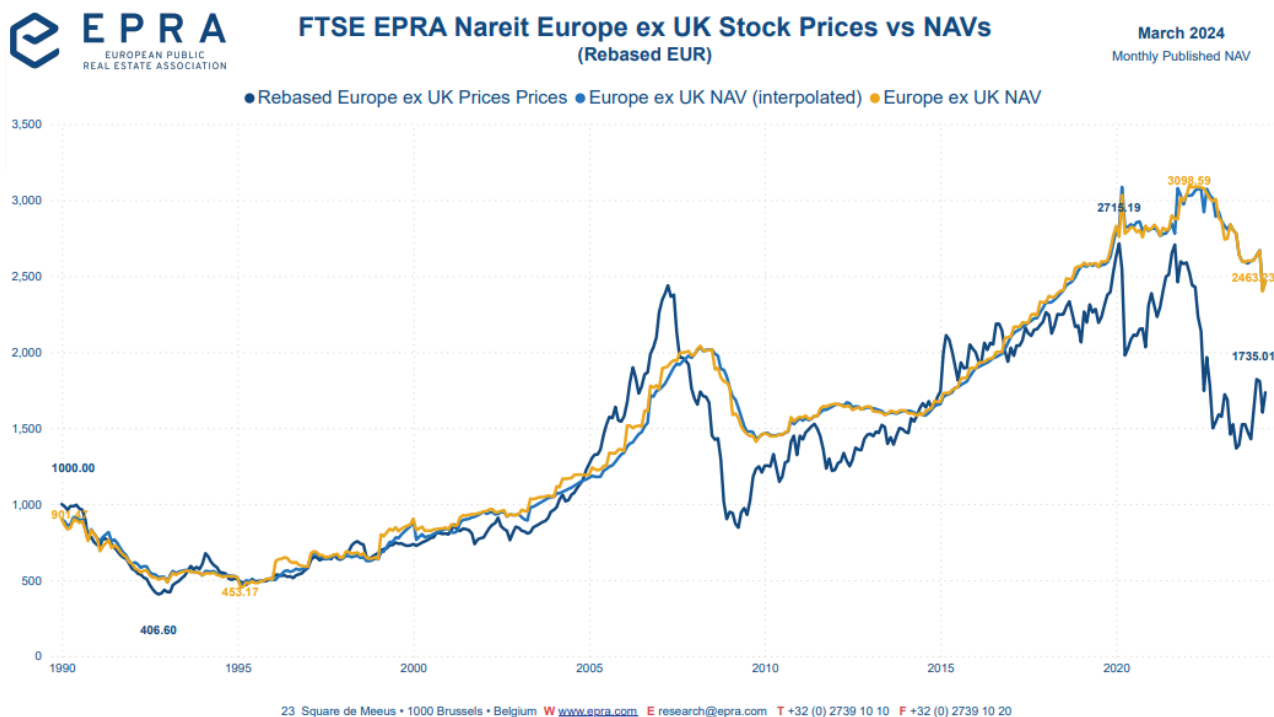
Sammenlignet med det positive regnskabsmæssige afkast har GREE porteføljen over samme periode givet et akkumuleret negativt aktieafkast på 7 pct. (fra index 100 til index 93). Særligt i 2022 var porteføljen

kursmæssigt udfordret pga. de voldsomme rentestigninger til trods for et positivt regnskabsmæssigt afkast. Til gengæld viser tabellen også, at aktiemarkedet i 2022 til dels havde ret i, at ejendomsværdierne skulle ned. Så i 2023 udviste de bogførte resultater et tab på 7%, mens aktiemarkedet begyndte at se fremad igen med en relativt stor kursstigning på 21,7 pct.

### **Ad 2: Forventningsvariation mellem aktiemarked og ejendomsmarked**

Grafikken nedenfor viser den benchmarkvægtede kursudvikling på vores investeringsunivers (blå kurve) sat i forhold den benchmarkvægtede NAV-udvikling (Net Asset Value) for nøjagtig samme selskaber (gul kurve). NAV-udviklingen er det langsigtede afkast, man opnår ved europæisk ejendomsinvestering og hertil skal så lægges 4-5 pct. i årligt udbytte, som disse selskaber typisk udbetaler. Det fremgår, at aktiemarkedet i svære perioder, som under finanskrisen i 2008/2009 og i dag efter de store rentestigninger bliver for pessimistisk, og at det tager tid før aktiemarked og NAV-udvikling genfinder en ligevægt.

På lang sigt skal aktiemarked og NAV-udvikling følges ad. Målt over perioden nedenfor (30 år+) har aktiemarkedet handlet med en rabat på ca. 3 pct. i forhold til NAV. Dette står i skærende kontrast til den nuværende rabat på ca. 35 pct. - vel og mærke efter nedskrivninger i 2022 og 2023!



Tilpasningen af de bogførte værdier har været markante siden 31/6 2022. Typisk har selskaberne nedskrevet mellem 10-20% på ejendomsværdierne trods markante lejestigninger i kølvandet på inflationspringet. Startafkastene er således øget med typisk 100 basispoint til nu 4,6% EPRA NIY (og heri er alle selskabsomkostninger betalte). Det anser vi for attraktivt i forhold til det nuværende renteniveau.

### **Ad 3: REIT Adviser's evne til at "slå markedet".**

REIT Adviser har igennem en årrække slået benchmark for investeringsuniverset. De seneste 5 år har fonden GREE slået benchmark med over 10 pct. point akkumuleret efter alle omkostninger.

## **Vi ser nu efter vores bedste skøn ind i et afkast på 2x for de næste 5 år!**

Vi gør os hos REIT Adviser naturligvis tanker om, hvordan afkastet bliver i de kommende år. Vores udgangspunkt er at forholde os til de underliggende ejendomsafkast, og søge den eksponering, som i første omgang leverer attraktive regnskabsmæssige afkast og sekundært at søge afkast fra en normalisering af forholdet mellem de bogførte værdier og kursniveauet på de enkelte ejendomsaktier.

Vi fravælger generelt selskaber med de højeste finansielle risici og selskaber med tvivlsom governance. Vi tilvælger selskaber der forventes at udvise vækst, har rigtigt gode ejendomsaktiver og en fornuftig ledelse. I perioder vil den strategi have vanskeligt ved at følge med markedet (junk rallies), men den vil til gengæld performe over flere år. Det synes vi også at have bevist med fondens relative performance (+10% point) i forhold til en passiv ETF (Ishares European Property x UK).

Med et fornuftigt startafkast på niveau 4,6% for porteføljen (mellem 3,2% og 6,4%), en finansieringsrente der har stabiliseret sig på omkring 4% (2,75% euro swap + marginal), inflation på 2% (mod tidligere 1%), forsigtig gearing på under 1X eller ca. 40 pct. LTV (Loan To Value) og udsigt til, at ECB påbegynder rentelepels til sommer vurderer vi, at det ser attraktivt ud. Endvidere mener vi, at mange af vores selskaber har interessante værdiskabende initiativer og udviklinger i gang.

*På det grundlag finder vi det sandsynligt at forvente 10% årligt afkast fra de underliggende selskaber.*

Selv boligselskaberne med relativt lave afkastkrav vil nu se ind i tiltagende lejestigninger, der næsten kommer automatisk over en årrække, blot med lidt forsinkelse pga. regulering, knaphed og høje byggepriser. Der skal endvidere ikke meget til, før transaktionsvolumen på ejendomsmarkedet finder et fornuftigt niveau og selskabernes "anlægsaktiver" bliver til "omsætningsaktiver".

Det kan godt være, at normaliseringen mellem ejendomsmarked og aktiemarked tager lidt tid, men vi har vanskeligt ved at se, at det ikke vil finde sted. Hvis ikke - vil det udløse en bølge af overtagelser fra private equity fonde. Med en antagelse om at 35% rabat til NTA reduceres til 10% (over historisk gennemsnit), vil der komme 5% årligt afkast her fra over de næste 5 år i tillæg til det underliggende ejendomsafkast.

Og kan vi som manager blot følge nogenlunde med markedet, vil det stadig give omkring 2 gange pengene eller 15 pct. årligt i afkast til investorerne over de kommende 5 år. Vi påtænker dog at gøre det bedre.

Vi synes, at vi nu i anledning af foreningens snarlige 5-års dag bør og har lyst til at dele vores forventninger for segmentet med jer. Selvfølgelig er vi ikke uvildige i disse betragtninger, men vi mener desuagtet, at de er nøgterne. Selvfølgelig er antagelser om fremtiden usikre, og med den geopolitiske situation, som vi befinder os i, er usikkerheden nok større end normalt. Så kan man jo også filosofere over, om disse usikkerheder er mere udtalte for europæisk ejendomsinvestering end for andre aktivklasser.

Hos REIT Adviser satser vi på ejendomssegmentet, og kan med glæde meddele, at vi styrker vores set-up/organisation med Lars Tønnesen som medejer af REIT Adviser.

Også i 1. kvartal 2024 er foreningens cirkulerende mængde steget og når nu for første gang 0,5 mia. Det er vores mål med den nye organisation at accelerere væksten mod 1 mia. for GREE – så omkostningerne kan forblive supergunstige for investor (ca. 0,5 pct. årligt). Vores samlede AUM er 2,5 mia. DKK.

Mvh. Lars, Søren og Morten