

## Rapportering fra REIT Adviser for porteføljen GR Europæiske Ejendomsaktier (GREE) med ISIN-kode DK0061133899 for 1. kvartal 2025

Markedet for børsnoterede ejendomsselskaber udviklede sig beskedent negativt i 1. kvartal 2025 efter en rotation mod cykliske europæiske aktier og højere renter. Fondens indre værdi sluttede i 88 DKK – et fald på 2,9% i kvartalet. Relativt til benchmark er fonden 1 pct. efter benchmark.

Performance REIT Adviser	31/03/2025	31/12/2024	1.kvartal 2025	2025	Inception	GREE 1.kvartal 2025	GREE 2025 rel	GREE Inception rel.
REIT Adviser	88,1	90,7	-2,9%	-2,9%	-11,6%	1	1	1
Ishares Eu prop. Akk.	4,38	4,41	-0,7%	-0,7%	-19,2%	-2,2%	-2,2%	7,6%
FTSE EPRAx UK (€)+ TR	3990	4.019	-0,7%	-0,7%	-19,7%	-2,1%	-2,1%	8,1%
FTSE EPRAx UK NTRI (€)	5050	5.147	-1,9%	-1,9%	-16,7%	-1,0%	-1,0%	5,1%

Den makrodrevne aktiekursudvikling stod i modsætning til en entydig positiv "turn-around" i selskabernes indtjening og værdiudvikling som afspejlet i selskabernes årsregnskaber. Særligt 4. kvartal 2024 udviste et stigende transaktionsomfang i alle segmenter af ejendomsmarkedet og samtidig til lidt højere priser. Alle vores selskaber siger samstemmende, at vi er igennem bunden af værdireguleringerne i denne cykel. Optimismen i selskabernes årsmeddelelser er således tydelig, om end forsigtighed spores på grund af den geopolitisk usikkerhed.

### Porteføljens regnskabsmæssige afkast

Tabellen nedenfor angiver porteføljeselskabernes regnskabsmæssige afkast i 2024.

2024 PE afkast		NTA 2023	NTA 2024	Divi 2023*	2024 afkast
Sektor	Selskab				
Retail	KLEPIERRE Q424	30,1	32,8	1,80	15,0%
Retail	EUROCOM. PROP Q424	39,6	41,8	1,70	9,8%
Retail	CARMILA Q424	24,2	26,1	1,20	12,9%
Office	GECINA Q424	143,6	142,8	5,30	3,1%
Office	COLONIAL Q424	10,0	9,6	0,25	-1,3%
Office	PSP SWISS Q424	134,8	140,0	3,85	6,7%
Mixed	ALLREAL Q424	177,0	185,6	7,00	8,8%
Mixed	MERLIN Q424	15,1	14,3	0,42	-2,5%
Mixed	BALDER Q424	85,0	88,3	0,00	3,9%
Mixed	CASTELLUM Q424	149,0	152,0	0,00	2,0%
Mixed	DIÖS Q424	90,3	95,8	0,00	6,1%
Mixed	COVIVIO Q424	84,1	79,8	3,30	-1,2%
Health	COFINIMMO Q424	98,1	93,1	6,20	1,2%
Health	AEDIFICA Q424	74,2	76,6	3,80	8,4%
Residential	WALLENSTAM Q424	56,2	57,5	0,60	3,4%
Residential	VONOVIA Q424	46,8	45,2	0,90	-1,4%
Residential	LEG Q424	126,6	125,9	2,45	1,4%
Residential	TAG Q424	18,3	19,2	0,00	4,6%
Residential	GRAND CITY Q424	23,2	24,3	0,00	4,7%
Logistics	ARGAN Q424	79,1	85,5	3,15	12,1%
Logistics	WDP Q424	20,1	21,1	1,12	10,5%
Logistics	VGP 12m24	82,0	89,2	3,70	13,3%
Logistics	SHURGARD Q424	44,1	48,5	1,17	12,6%
Logistics	SAFESTORE Q423/24 31.10	9,5	10,9	0,30	17,9%
* udbytte fragået i 2024					5,1%

Tabellen viser udviklingen i NAV fra ultimo 2023 til ultimo 2024 samt det udbytte, der er udbetalt i løbet af 2024. Ændringen i NAV tillagt udbyttet er det underliggende regnskabsmæssige afkast. Sammenlagt og vægtes i forhold til selskabernes vægt i porteføljen er dette afkast 5,1 pct. for 2024. Afkastet er således større end fondens børsnoterede afkast i 2024 som var -2,6 pct. og således blot et udtryk for, at aktiemarkedet fortsat er skeptisk overfor vores investeringsunivers.

De stærkest regnskabsmæssige afkast blev realiseret blandt vores shopping center aktier – **Klepierre, Eurocommercial og Carmila** og blandt logistik-selskaberne – **Argan, WDP, VGP, Shurgard og Safestore**, mens bolig- og kontor-selskaberne kom dårligst igennem 2024 med niveau 0-5% - enkelte endda med små negative afkast som følge af negative værdireguleringer.

Tabellen nedenfor viser fondens samlede regnskabsmæssige afkast og fondens aktiekurs-afkast siden fondens start. Det fremgår, at det regnskabsmæssige afkast siden fondens start er 49 pct. (indeks 149) svarende til ca. 7 pct. om året og faktisk det, som vi har lovet vores investorer. Da aktiemarkedet imidlertid fortsat er skeptisk overfor ejendomsmarkedet, halter det kursmæssige afkast betydeligt efter med et akkumuleret negativt afkast frem til årsskriftet på 9 pct. (indeks 91 – nederste linje i tabel).

	Initial	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Regnskabs afkast		14,30%	11,90%	15,90%	3,60%	-7,40%	5,10%
Akkumuleret regnskabsafkast	100	114	128	148	154	142	149
GREE aktien afkast		13,30%	-4,30%	8,70%	-35,00%	21,70%	-2,50%
GREE aktien eoy	100	113	108	118	77	93	91

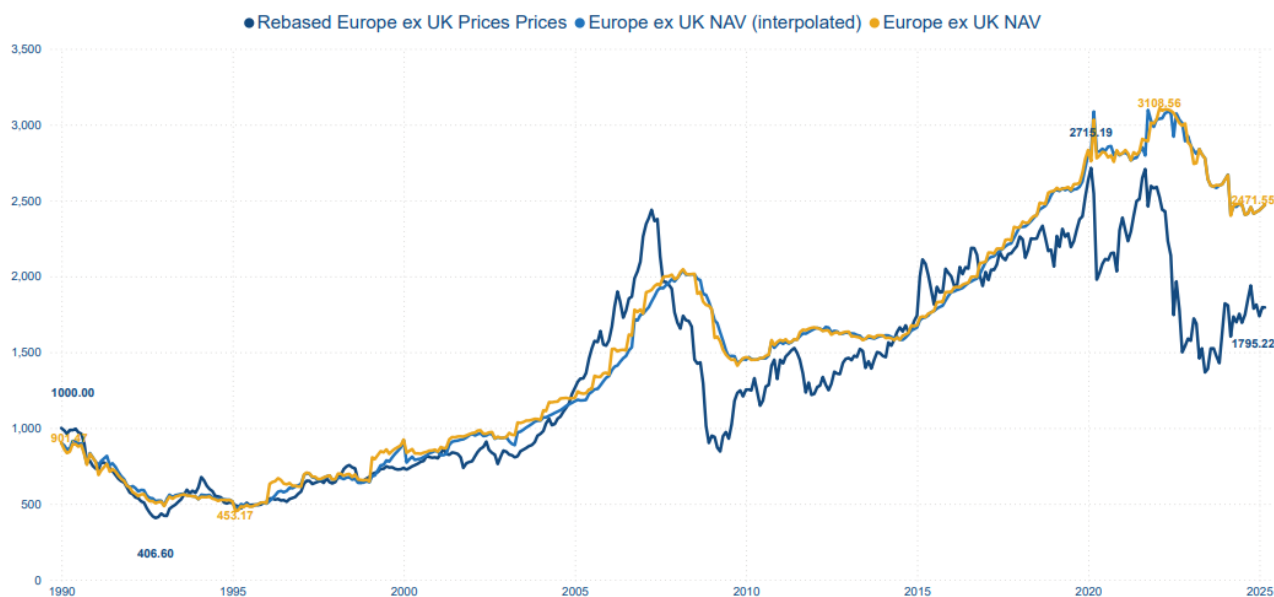
\* eks. effekt fra reinvesteret udbytte og udbytteskatter

På lang sigt vil det regnskabsmæssige og kursmæssige afkast følge hinanden, om end der desværre kan være lange perioder, hvor dette ikke er tilfældet. Det fremgår af den velkendte figur nedenfor, hvor gul kurve er udviklingen i NAV for vores investeringsunivers (dog uden udbytter, som skal tillægges i størrelsesorden 5 pct. årligt) og blå kurve er aktiekursudviklingen for samme univers.



### FTSE EPRA Nareit Europe ex UK Stock Prices vs NAVs (Rebased EUR)

February 2025  
Monthly Published NAV



Det fremgår, at der pt. er en rabat på ca. 35 pct. på aktiekurserne i forhold til de underliggende ejendomsværdier (NAV). Den rabat er i vores optik voldsom stor, idet det er vores klare forventning, at perioden med negative værdireguleringer er overstået og selskaberne giver pænt høje startafkast i forhold til det nuværende renteniveau.

### **Omlægnings i 1. kvartal 2025**

I Q1 har vi reduceret eksponeringen til retail og kontor (PSP, AllReal, Klepierre, Carmila) til fordel for tysk bolig (TAG, LEG, Vonovia). Endvidere foretog vi en enkelt profitabel "trade" i WDP som følge af unormalt store udsving i prisen på den aktie i løbet af kvartalet.

### **Afkastforventninger**

Med udgangspunkt i selskabernes 2025-forventninger peger året på en stigning i det underliggende regnskabsmæssige afkast for 2025 i niveauet 8-9%. I det tal forudsættes uændrede afkastkrav i værdiansættelsen af ejendommene og dermed kun værditilvækst via stigende nettohuslejer i størrelsesorden 2-3 pct. Resten af afkastet vil komme fra selskabernes almindelige cash flow enten i form af udbytte eller som konsolidering.

Selvom alle selskaber er kommet godt igennem de seneste par års vanskelige periode med 10-20% prisfald på ejendomsværdierne, er specielt bolig og kontor fortsat i 2025 i en "helingsperiode". Større frasalg er dog ikke længere på programmet og der er generelt skruet forsigtigt op for investeringerne. Indenfor logistik ser vi efter lidt stigende tomgang i 2024 en klar reduktion i nybyggeri. Vores afkastforventninger for 2025 er mere homogene blandt selskaberne – dog stadig med retail og logistik i toppen (+10%).

Ved den nuværende prissætning af vores ejendomsselskaber på børsen med en rabat på 35 pct. i forhold til NAV vurderer vi, at der er en særdeles god buffer i kurserne set i forhold til den ophedede geopolitiske usikkerhed. Det geopolitiske vil dog nok også gennem næste kvartal give anledning til en del uro, men omvendt ser vi også en mulighed for, at Europa og herunder solide europæiske aktier som ejendomsaktier vil kunne nyde fordel af, at "American exceptionalism" næppe længere står øverst på investorernes indkøbsliste.

Fonden vokser fortsat med en stigning i den cirkulerende mængde i 1. kvartal 2025 på godt 20 pct. Vi siger velkommen og tak til nye og gamle investorer.

Mvh. Lars, Morten og Søren