

Rapportering fra REIT Adviser for porteføljen GR Europæiske Ejendomsaktier med ISIN-kode DK0061133899 for 2. kvartal og 1. halvår 2022.

Fondens indre værdi udviser i 2. kvartal 2022 et fald på 23 pct. og samlet for 1. halvår et fald på 25 pct. Indre værdi var 88,2 kr. ultimo 2. kvartal mod 114,5 kr. ultimo 1. kvartal. Fra fondens lancering den 29. april 2019 er indre værdi faldet knap 12 pct. Til sammenligning er Ishares European Property Akkum. (ETF) og sammenlignelige benchmarks i samme periode faldet med ca. 23 pct. Til trods for et skuffende absolut afkast klarer fonden sig således godt i forhold til passive strategier.

Alle større aktivklasser er faldet kraftigt i 1. halvår og ejendomsaktier ingen undtagelse. Voldsomt stigende inflation og renter og udsigt til recession i 2. halvår er en giftig cocktail kombineret med centralbanker, som har været alt for langsomme til at hæve renten. Kursfaldet på ejendomsaktier kan især henføres til bekymring for stigende afkastkrav (startforrentning) og stigende finansieringsudgifter for selskaberne.

Ingen sted at gemme sig

Selvom vores porteføljeselskaber har aflagt gode 1. kvartalsregnskaber med stabile cashflows og ejendomsmarkedene prismæssigt har været stabile i 1. halvår er konsensus-forventningen ved markedsdeltagerne ekstremt negativ. Det, i sig selv, skaber en vis optimisme.



Der inddiskonteres nu over 50 basispoint stigning i afkastkrav på tværs af porteføljen selskaber svarende til et fald i ejendomsværdierne på ca. 15 pct. Værst er det gået ud over boligaktierne, som har relativt lave startafkast. Boligaktier er i 2022 faldet med 35-45% - afhængig af belåningsgrad og udviklingsrisiko. Bedst er det gået for "retail"- selskaberne, som i 2022 har bidraget positivt med knap 10% i håb om "re-opening" efter Covid19 og i forvejen høje afkastkrav.

For porteføljen tungeste eksponering, bolig, som udgør 37 pct. af porteføljen, indregner aktiemarkedet nu et ejendomsprisfald på 25 pct.! Vi er af den opfattelse, at markedet tager fejl, hvilket vi baserer på 30 års historik for det regulerede tyske boligmarked, som ikke engang under finanskrisen (ejendoms-krisen) i 2009 udviste prisfald. Den gang var der blot tale om stilstand i prisudviklingen. Vi har af den grund i 1. halvår øget porteføljen eksponering til bolig på bekostning af kontorsegmentet, som vi mener er mere udsat givet en forventning om snarlig recession.

Rentestigning skaber frygt for stigende finansieringsomkostninger

Den relevante 10-årige €-swap rente er i 2022 steget med 2,5%-point fra ca. 0! Det er selvsagt et markant skifte, der på sigt øger selskabernes finansieringsomkostninger og stiller spørgsmålstegn ved, om de lave startafkast på ejendomme kan bibeholdes. Vi er ikke bekymrede for portefølje-selskabernes finansielle situation, idet selskaberne er professionelt afdækkede og forsigtigt belånt (typisk 40 pct. LTV). Men forventninger til fremtidige cashflows og udbytte muligheder påvirkes selvfølgelig af stigende renteudgifter. Her er det imidlertid vigtigt at understrege, at på tværs af vores portefølje vil den indtrufne rentestigning medføre en øget rentebyrde på kun 10-20 basispoint om året, fordi selskaberne har gældsafdækket på hele kurven fra 0-12 år. Den negative effekt på cashflow sker således gradvist og meget langsomt over en årrække og her skal man samtidig ikke glemme, at lejeindtægterne som modvægt accelererer som følge af den indbyggede indeksregulering i lejekontrakterne.

Porteføljeomlægninger i 2. kvartal

I 2. kvartal har vi tilføjet logistik-selskabet **Catena**. Tilføjjelsen er sket ved nedbringelse af to godt performende aktier Carmila (retail) og Grainger (engelsk bolig). **Catena** er Skandinaviens ledende logistik ejendomsselskab med 126 centre primært i Sverige men også i Danmark. Vi har netop besøgt selskabet og hæfter os ved en dominerende position i Sverige en stærk pipeline af projekter og et godt ledelsesteam.

Forventninger

Baseret på porteføljeselskabernes driftsresultater for 2022 modsvarer den nuværende prisfastsættelse 14 års cash flow. Dette er i historisk sammenhæng en meget gunstig prisfastsættelse kombineret med en pris/NAV på porteføljen på ca. 75 pct. Om end udbytteprocenten kan være lidt usikker, estimerer vi en effektiv udbytteprocent på knap 6 pct., hvilket også er historisk højt.

Vi forventer, at selskaberne i andet halvår 2022 begynder at udvise stigende lejeindtægter med afsæt i stigende indeksering - accelererende ind i 2023. Generelt forventer vi, at porteføljens selskaber kan overvælte ca. halvdelen af inflationsstigningen – mindst for bolig (på kort sigt) og mest for logistik. For sidstnævnte ser vi i øvrigt to cifrede lejestigninger på nye lejekontrakter.

Stigende afkastkrav vil antageligt ramme i 2. halvår 2022 og 2023, selvom lejestigninger og årets almindelige cash flow vil afbøde de negative effekter herfra. På den baggrund forventer vi nu kun beskeden om nogen NTA-stigning (indre værdi) i denne tilpasningsperiode.

De negative justeringer er allerede inddiskonteret, men turbulens måske ikke overstået!

Vi vurderer, at porteføljeselskabernes aktiepriser er gunstige nu, men hvad økonomierne kan holde til af rentestigninger med samtidig recession er endnu uklart og turbulensen af den grund måske ikke overstået. Selvom det kan siges at være uden for vores speciale, er der meget som tyder på, at væksten i Europa er stærkt aftagende og derfor kan vi meget vel have set toppen af rentestigningen. Det i sig selv vil være gunstigt for vores aktivklasse.

Vi forholder os samtidig til, at porteføljens selskaber er relativt konservativt belånt, og at ejendomsaktiverne er tilrettelagt i retning af de mest efterspurgte ejendomsstyper. Med langsigtet stærk efterspørgsel efter boliger, logistik og health care aktiver og idet de nuværende bogførte værdier ikke er absolut høje (m2 – priser) vil lejen stige og investeringerne ultimativt blive attraktive. Som opmuntring konstaterer vi, at en normalisering af prisfastsættelsen rummer et potentiale på over 30%, selv hvis udviklingen i NTA (indre værdi) skulle blive flad i 2022 og 2023.

Vi takker fondens investorer for tilliden og for at tænke langsigtet. Nye investorer bydes velkommen efter en stigning i den cirkulerende mængde på 10% i første halvår.