

Rapportering fra REIT Adviser for porteføljen GR Europæiske Ejendomsaktier med ISIN-kode DK0061133899 for 2. kvartal 2023.

Fondens indre værdi udviser i 2. kvartal 2023 en stigning på knap 2 pct. og slutter kvartalet i 73 kr. Afkastet er godt 3 pct. point bedre end benchmark. Fra fondens lancering den 29. april 2019 er indre værdi faldet 27 pct. Til sammenligning er Ishares European Property Akk. (ETF) og sammenlignelige benchmarks i samme periode faldet med 37 pct.

Mens det underliggende ejendomsmarked fortsat kun udviser beskeden omsætning afspejlende usikkerhed omkring konjunktur og renter, og konsensus om vigende ejendomspriser, så klarer porteføljen sig relativt godt ved nogenlunde at holde prisen fra årsskiftet.

Vi observerer i 2. kvartal 2023, at selskaberne arbejder på at styrke deres balancer via et stigende antal frasalg af ejendomme, kapitaludvidelser og udskydelse af investeringer. Største boligselskab **Vonovia** har således annonceret frasalg for Euro 1,5 mia. (til knap bogførte værdi) og største kontorselskab **Gecina** frasalg for Euro 1 mia. (pænt over bogførte værdi). I Sverige gennemførte **Castellum** succesfuldt en kapitaludvidelse på SEK 10 mia.

Icade annoncerede underskrift af "letter of Intent" for salg af "Health care divisionen" for Euro 2,6 mia. (til bogført værdi). Eftersom vi primært ejede selskabet pga. af den division, har vi afhændet aktien og etableret en ny position i **Castellum**. Aktien blev erhvervet efter kapitaludvidelsen i lyset af den nye ejerstruktur, en ny ledelse, en styrket balance, fornuftige aktiver og selskabets brede eksponering, som giver et større manøvrerum, såfremt et segment er "frosset".

En anden interessant eksponering er shopping centre, som i mange år har været "out-of-favour". Vi fordoblede under Corona-krisen eksponeringen hertil fra ca. 7% til i dag 15%, og det er vi glade for. Vores tre selskaber (**Klepierre, Carmila og Eurocommercial**) betaler alle udbytte over 8% og nyder godt af at have tilpasset balancerne før det nye rente-regime. Afkastkravene var allerede hævet betydeligt til 5,5 pct. i forbindelse med on-line bølgen, hvorfor shopping centre i dag er noget af det mere værdifaste.

Lejestigninger og stabiliserede renter understøtter ejendomsværdierne til trods for usikkerhed

Lejestigninger er for alle vores selskaber accelereret kvartal for kvartal siden efterår 2022. Indeksregulering og fortsat robust efterspørgsel efter logistik medfører to-cifrede lejestigninger i dette segment og CBD-kontor samt velbeliggende shopping centre følger også pænt med. Til gengæld er lejestigningerne mere beskedne for perifært kontor og health care, hvor pricing power er mere udfordret pga. stigende tomgang henholdsvis problemer ved flere health care operatører, som lider under mangel på plejepersonale.

For boligsegmentet i Tyskland er lejestigningerne på et lavere niveau – men dog accelereret fra 1% til 2,5%, hvis man ser bort fra lejestigninger fra modernisering. Indregner man sidstnævnte rapporterer selskaberne næsten 4 pct. like-for-like lejestigninger. De afdæmpede lejestigninger afspejler 10 år med lavinflation og lejeregulering. Det seneste og nok væsentligste "Mietspiegel" for Berlin udviser en lejestigning på 5,4%, og i foråret 2024 kommer endnu et "Mietspiegel", som antagelig vil udvise en endnu større stigning. De tyske pantebrevbankers institut, VDP, kunne i 2. kvartal meddele, at ny-udlejningspriserne er steget med 8,9% i de 7 største tyske byer, hvilket vil bidrage med en afsmittende positiv effekt på "Mietspiegel" fremover.

På kvartalets sidste dag kunne det tyske boligselskab **LEG** informere om dels tiltagende vækst i lejestigninger dels en advarsel om et 7% fald i ejendomsværdierne! Reaktionen var en stigning i aktiens pris på 5%, hvilket indikerer, at vi begynder at se en bekræftelse på, at ejendomsaktiemarkedet med den nuværende lave prissætning har indregnet et alt for voldsomt fald i de underliggende ejendomsværdier.

For ejendomsmarkedet betyder stadfæstningen af lejestigninger på boligområdet, at køberinteressen bør øges. 10-årig bankfinansiering sker gennem de sidste 9 måneder til niveau 4%, hvilket begynder at gøre det muligt at kalkulere langsigtede afkast igen. Forudsætningerne for stigende omsætning af ejendomme (lavere priser og kalkulerbarhed) synes således i bedring. Antallet af transaktioner observerer vi også som tiltagende mod halvårets afslutning. "Makro-uro" synes dog stadig at spille en væsentlig rolle for investeringsbeslutninger, hvilket i nogen grad må forventes at holde transaktionsvolumen i skak.

I USA købte Prologis logistikejendomme på kvartalets sidste dag for USD 3,1 mia. fra Blackstone til et afkastkrav på 5,75% - sikkert godt 1% point mere end for 18 måneder siden. Lejestigninger på 10-20% i perioden har muliggjort en sådan transaktion uden et større nominelt tab.

For Europa venter vi en lignende udvikling, hvor boligsegmentet dog omsætningsmæssigt og prisvalideringsmæssigt vil halte efter på grund af den langsomme lejetilpasning. Mæglernes prismodeller kræver mere tid og evidens før investorerne betrygges i at indgå handler.

På tværs af porteføljens underliggende ejendomsmasse forventer vi lavere ejendomspriser i forbindelse med aflæggelse af halvårsregnskaberne. Prisfald på boligsegmentet på 5-7 pct. og nok tilsvarende på ikke-centralt beliggende kontor. Logistik vil fortsat se stigende afkastkrav, som opvejes af lejestigninger, mens shopping centre forventes mere eller mindre uændret. Tilpasningen af priser og afkastkrav til det nye renteregime vil stille og roligt skabe øget likviditet i ejendomsmassen, og reducere refinansieringsfrygten og den usikkerhed, som har domineret ejendomsaktiemarkedet.

Porteføljens eksponering og prisfastsættelse ved halvåret 2023 fremgår af nedenstående tabel:

	<u>Portefølje</u>	<u>Pris/NAV</u>	<u>Startafkast</u>
Boligselskaber	32%	0,35	3,5%
Kontorselskaber	21%	0,55	3,7%
Logistikselskaber	25%	1,00	4,5%
Shopping centre og hotel	15%	0,60	5,5%
Health-care aktiver	7%	0,80	5,1%
	100%	0,625	

Selv med de forventede prisfald i ejendomsmarkedet anser vi de aktuelle aktiekurser relativt til NAV for at være en overreaktion og vi forventer stadig, at aktiemarkedet på sigt vil vende tilbage til mere normale tilstande, hvor ejendomsaktier handles med en mindre eller ingen rabat til selskabernes NAV.

Tak til vores tålmodige investorer. Foreningens cirkulerende mængde er i 1. halvår 2023 vokset med 22%.