

Rapportering fra REIT Adviser for porteføljen GR Europæiske Ejendomsaktier (GREE) med ISIN-kode DK0061133899 for 2. kvartal 2024

2. kvartal 2024 udviklede sig først positivt primært som følge af forbedrede kreditforhold og senere negativt på grund af restriktive udmeldinger fra centralbankerne til trods for den første rentenedsættelse fra ECB og rentenedsættelser i Schweiz og Sverige. Fonden slutter kvartalet uændret i kurs 89,5 kr - omtrent som benchmark for europæiske ejendomsaktier.

Kvartalets regnskabsrapporteringer og generalforsamlinger var udrådige og meget på linje med vores forventninger. Der spores forsigtig optimisme i ejendomselskaberne og tiltagende transaktionsaktivitet indenfor alle ejendomssegmenter. Der ses især et stigende antal handler for mindre porteføljestørrelser. Større handler og virksomhedsovertagelser lader vente på sig. Positivt var specielt åbningen af obligationsmarkedet, hvor mange selskaber genoptog udstedelser på noget der ligner normaliserede vilkår. Vi ser samtidig vigende marginale på banklån (secured finance).

Vi har igennem 2. kvartal tilbragt en del tid sammen med vores selskaber via virksomhedsbesøg og ejendomskonferencer. Centralt i den sammenhæng er, at selskaberne er klart mere optimistiske end samme tid sidste år. Der tales meget mindre om frasalg af ejendomme og vanskelige kreditforhold og meget mere om vækstmuligheder og stabilitet i cash flows. Selskaberne indikerer også samlet set, at vi bevæger os omkring en bund i værdiansættelserne.

Kursmæssigt klarede boligaktier sig dårligst i 2. kvartal, mens retail igen var at finde i den positive ende. Selskabsspecifikt overtog Shurgard engelske "Lok'nStore" med et samlet investeringstilsagn på niveau €600m, Klepierre købte et shoppingcenter i Rom for €200m, og Covivio fik kontrol over datterselskabet Covivio Hotels efter køb af yderligere en aktiepost som apportindskud. Alt sammen positive vækstorienterede initiativer, som vi er tilfredse med.

Opblødning af kreditmarkedet positivt

Kreditmarkedet, der selv for Investment Grade udstedere i praksis har været utilgængeligt i næsten 2 år, åbnede op igen i løbet af 1. halvår. Dette er vigtigt, idet det giver selskaberne, som i gennemsnit anvender obligationsmarkedet til halvdelen af deres finansiering, flere strøge at spille på med hensyn til likviditets fremskaffelse. Dels betyder det, at risikoen for ufrivilligt salg af ejendomme til likviditetsskabelse reduceres, dels giver det konkurrence i relation til bankerne og ydermere åbnes der for kapital til transaktioner, som er vigtige for validering af ejendomspriserne.

Sammenholdt med ECB's første rentenedsættelse er vilkårene for ejendomsfinansiering således væsentligt forbedret, hvilket understøtter en normalisering af transaktionsmarkedet og tilliden til ejendomspriserne. Fremadrettet består usikkerheden primært i, hvor langt ECB vil gå med rentenedsættelser og hvor presset den europæiske konjunktur er. Vores vurdering er, at rentenedsættelserne vil fortsætte, fordi konjunktureren er mere presset, end man umiddelbart skulle tro. Som borger i smørhullet Danmark, begunstiget af en overvægt af ikke-konjunkturfølsomme industrier og en stor offentlig sektor, kan det være vanskeligt at se det billede.

Tilpasninger i porteføljen

For fonden har vi valgt at reducere konjunkturrisikoen gennem frasalg af logistikejendomme ved frasalg af Montea og Catena samt en reduktion af investeringen i VGP. For provenuet har vi tilkøbt større fransk eksponering efter mærkbare kursfald på franske aktier som følge af valgudskrivelsen. Vi har endvidere tilkøbt selskabet "Diös Fastigheter" med en stærk markedsposition i Nordsverige, som drager stor vækstmæssig fordel af meget store investeringer i "grønne selskaber" i området. Vi har samtidig tilkøbt Safestore Holding (efter et kursfald), som er i samme branche som Shurgard. Endelig har vi reduceret kontorandelen ved en reduktion i Castellum i Sverige og øget boligandelen gennem nyinvestering i Balder og Wallenstam.

PORTEFØLJENS EKSPONERING ULTIMO JUNI 2024

	<u>Portefølje</u>	<u>Pris/NAV</u>	<u>Startafkast</u>
Boligselskaber	35%	0,65	3,50%
Kontorselskaber	22%	0,70	3,85%
Logistikselskaber	23%	1,20	5,25%
Shopping centre og hotel	15%	0,70	6,00%
Health-care aktiver	5%	0,75	5,35%
	100%	0,75	



Forventninger til halvårsregnskaber

Konsensus til værdiudviklingen i 1. halvår 2024 er små nedskrivninger for boligselskaberne i niveauet 2-3 procent, lidt mere for kontor, mens logistik, health care og retail forventes at fastholde værdierne.

Mens den stigende rentebyrde, efter sidste års rentestigninger, tager toppen af indtjeningen og for enkelte selskaber betyder vigende indtjening, er det overordnede tema i dag - selskabernes vej til fornyet vækst. Retail/hotel og logistik opererer generelt med så lav belåning af aktiverne og med tilstrækkeligt høje afkastkrav til, at forretningsmodellerne virker under det nuværende højere renteregime. Bolig og kontor kæmper fortsat med lidt for lave (om end højere end medio 2022) afkastkrav og de højere renter, hvorfor balancerne her er mere i fokus. Dette afspejles også tydeligt i de meget store rabatter aktierne handles til i forhold til de indre værdier.

Afkastmæssigt er vi optimistiske for den resterende del af året givet vores makrosценarie og givet de mange input vi senest har fået fra vores porteføljeselskaber. På den længere bane finder vi det sandsynligt, at aktivklassen vil give mindst 10 pct. om året i afkast uden forventninger til ændringer i afkastkravene. Det bygger vi på, at porteføljens ejendomme er vurderet ud fra et startafkast på 4,5 pct. og en forventning om 2 pct. lejevækst om året som et gennemsnit for porteføljen. Med en belåning af aktiverne på ca. 40 pct. (LTV) vil dette i sig selv give et afkast på 8-9 pct. Lægger man hertil, at porteføljeselskabernes rentebyrde på gælden (cost of debt) pt. kun er 2,2 pct. på tværs af porteføljen kommer vi op på 10 pct. i årligt afkast. Endelig producerer selskaberne gevinster fra ejendomsudvikling, som mindst er yderligere 1 pct. point om året. En indsnævring af den nuværende relativt store rabat, som vores selskaber handler til på børserne, vil eventuelt kunne medføre et endnu højere forventet afkast.

Mvh. Lars, Morten og Søren