Rapportering fra REIT Adviser for porteføljen GR Europæiske Ejendomsaktier (GREE) med ISIN-kode DK0061133899 for 2. kvartal 2025.

Markedet for børsnoterede ejendomsselskaber udviklede sig meget positivt i 2. kvartal 2025 med en stigning i indre værdi på 13 pct. Fondens indre værdi sluttede kvartalet lige under 100 DKK og er dermed steget med 10 pct. år-til-dato. Relativt til benchmark (FTSE EPRAx UK NTRI Euro)) vandt fonden 1 procentpoint i 2. kvartal og er nu på linje med benchmark for 2025. Siden "inception" er vi pænt foran alle typer benchmarks i øvrigt efter alle omkostninger.

Performance REIT Adviser						
	30-jun-25	31-03-2025	31-12-2024	2.kvartal 2025	2025	Inception
REIT Adviser	99,66	88,2	90,7	13,0%	9,9%	0,0%
FTSE EPRAx UK NTRI (€)	5653	5050	5.147	11,9%	9,8%	-6,7%
FTSE EPRAx UK (€)+ TR	4476	3990	4.019	12,2%	11,4%	-9,9%
Ishares Eu prop. Akk.	4,93	4,38	4,41	12,6%	11,8%	-9,0%

Hvad siger selskaberne?
Den positive kursudvikling i 2. kvartal kan henføres til et samlet sæt af solide regnskaber for 1. kvartal for vores porteføljeselskaber. Vi ser nu et ind i et 2025, hvor selskaberne samlet set forventes at skabe en EBIT-vækst på godt 5 pct. før værdireguleringer. Vores vækstestimat var ca. 3 pct. ved årets begyndelse. Den organiske vækst er stærkest i bolig- og logistik-segmenterne, men også vores tre retail-selskaber skaber god vækst. Den stigende tomgang for europæisk kontor vanskeliggør vækst. Vi undervægter derfor segmentet og koncentrerer porteføljen omkring de mest centralt beliggende ejendomme i hjertet af Paris, Zurich, Madrid og Barcelona. Med undtagelse af Barcelona ser vi dog fortsat relativ god lejevækst pga. en generel knaphed på såkaldte "klasse A" kontorejendomme i CBD i disse byer.

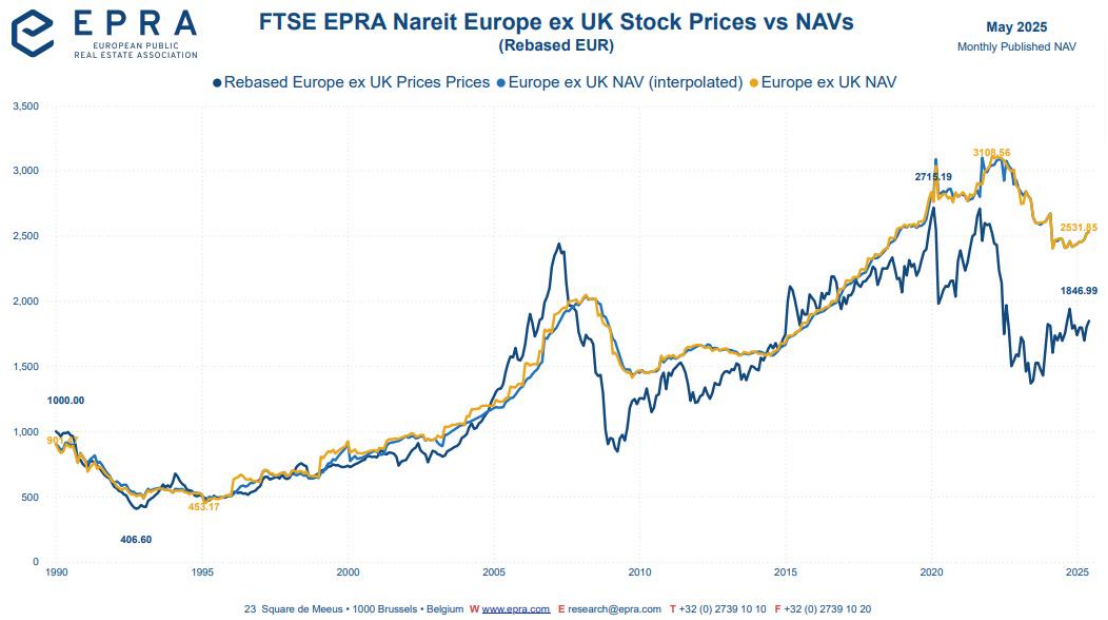
I forhold til værdireguleringer for 2025 vurderer vi, at den solide lejevækst vil føre til positive reguleringer, om end enkelte selskaber i forbindelse med conference calls for 1. kvartal udtaler, at der godt kan komme små stigninger i afkastkravene. Samme selskaber (specielt indenfor bolig) siger dog samtidig, at den positive værdiregulering fra lejevækst vil overstige den negative regulering fra svagt stigende afkastkrav. Vores vurdering er derfor, at vi "netto" for hele porteføljen vil opleve et år med solid lejevækst og positiv værdiregulering. Dette vil slå positivt igennem på NAV og må forventes at understøtte en fortsat positiv kursudvikling på vores investeringsunivers.

Makrotemaer
Rentemiljøet har været overraskende stabilt igennem 2. kvartal med 10-årig Euro-swap forankret omkring 2,5 pct., mens de korte renter er faldet sammen med en række centralbank rentenedsættelser. Dette er i sig selv positivt for vores selskaber og ikke mindst vores svenske selskaber, som typisk finansierer sig relativt meget i den korte ende. Vi har derfor også øget vores vægt i Sverige via tilkøb i Wallenstam, Balder og Dios. Positivt er det også, at selskaberne har nemt ved at gennemføre refinansieringer og så vidt vi kan se til lidt faldende marginaler.

Vi orker ikke at tale om handelskrig, som selvfølgelig har en indflydelse på den kortsigtede kursudvikling. Det interesserer os til gengæld, hvad de institutionelle investorer kan forventes at gøre som konsekvens af de politiske gnidninger. Her føler vi os overbevist om, at kapital-allokeringen flytter væk fra USA til Europa. Dette ser vi solide indikationer på fra blandt andet danske og hollandske pensionskasser. En rundspørge

blandt 169 investorer i forbindelse med IPE Global real estate konference den 22. maj 2025 bekræfter også denne tendens, idet knap 80 pct. af de adspurgte forventer at investere mere i Europa og mindre i USA. Kun 2 pct. forventer at investere mere i USA. Da den store skattepakke - Big Beautiful Bill – netop er gået igennem senatet og med den øgede gældsætning af USA, som det vil medføre, vil tilliden til amerikanske statsobligationer i særdeleshed blive svækket men også tilliden til en række andre aktivklasser herunder ejendomssegmentet. Vi føler os derfor bestyrket i opfattelsen af, at værdifastheden af det europæiske ejendomsunivers er klart stærkere end det amerikanske.

Når vi taler om kapitalbevægelser og investering i europæiske ejendomsaktier er det ingen hemmelighed, at vi har haft nogle vanskelige år med Corona og en brutal rentestigning. Dette mener vi at have lagt bag os, og meget taler for en række gode år fremadrettet. På nuværende tidspunkt er det dog fortsat i høj grad deciderede ejendomsinvestorer, som besidder vores segment af markedet og ikke hvad man kunne betegne som "generalist-investorer". Faktisk peger tal på, at segmentet fortsat er "shorted" blandt hedge fonde og generalister. Et udtræk af den samlede "short-interest" beregnet af et firma som hedder S3 Research viser, at ca. 5 pct. af den samlede markedsværdi er "shorted" og faktisk lidt stigende i løbet af 2025. Dette forklarer også i nogen grad, hvorfor hele universet fortsat handler alt for billigt i forhold til de underliggende ejendomsværdier. Dette fremgår ligeledes af den seneste opgørelse af den vægtede NAV for vores portefølje sammenlignet med kursudviklingen på samme.

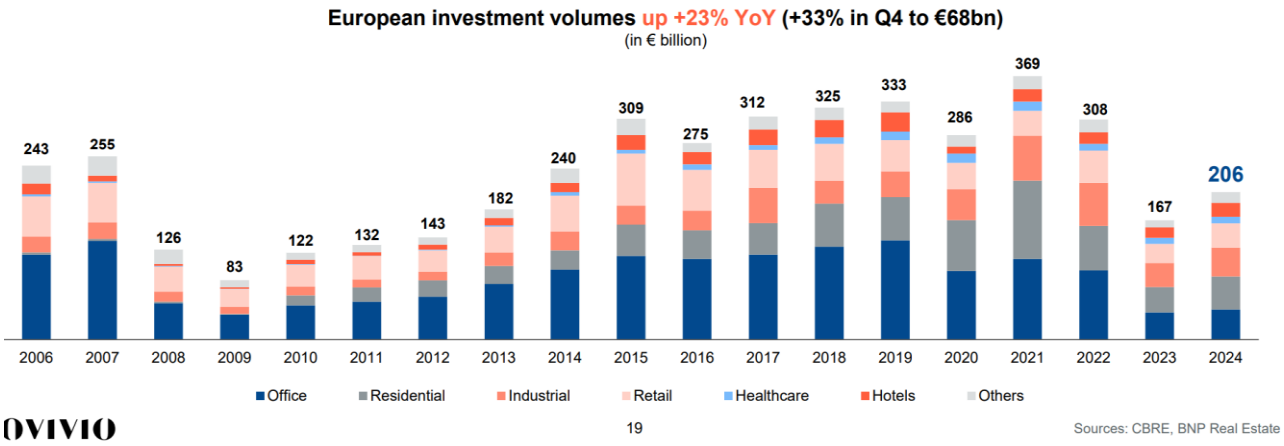


Gul graf er som bekendt porteføljens NAV-udvikling over tid siden 1990 frem til udgangen af maj måned 2025 sat i forhold til blå graf, som er den vægtede kursudvikling på porteføljens selskaber. Det fremgår, at porteføljen, og vel og mærke ejendomsselskaber med kvalitetsejendomme, handler med en rabat på over 30 pct. i forhold til de underliggende ejendomsværdier beregnet som NAV. Det er i øvrigt vigtigt at nævne, at man udover den langsigtede positive NAV-udvikling modtager 4-5 pct. i årligt udbytte fra porteføljen.

Vi vurderer, som omtalt ovenfor, at vi ser ind i en fremtid med en stille og rolig positiv udvikling i NAV og at den nuværende rabat vil blive indsnævret til et mere normalt niveau omkring 5-8 pct. over nogle år.

Transaktionsmarkedet og handel med ejendomsselskaber
Det underliggende transaktionsmarked er i bedring, men vi er stadig langt fra niveauet fra før rentestigningerne. 4. kvartal 2024 var opløftende, men luften gik ud af ballonen i 1. kvartal 2025 for

derefter at komme op i gear igen i løbet 2. kvartal. Vi er af den overbevisning, at 2025 som helhed vil se større aktivitet end 2024. Nedenfor ses tal fra vores porteføljeselskab Covivio's årsrapport baseret på data fra CBRE og BNP Real Estate, som viser den årlige transaktionsaktivitet siden 2006. Det fremgår at 2024 var bedre end 2023 men stadig langt under niveauet fra før rentestigningen.



Når vi lytter til vores 25 selskaber i fonden, tyder meget på, at vi går ind i nogle år med forsigtige tilkøb fremfor gældsstyring og konsolidering, som vi har set i de sidste 3 år. Det er der talrige eksempler på og faktisk indenfor alle sektorer. Derudover er der en klar tendens til, at selskaberne går ind i joint ventures med institutionelle investorer og PE-fonde. Desuden har vi set en række virksomhedsovertagelser i specielt UK og specielt indenfor health care sektoren. I Europa har vi oplevet en stor fusion af de to største health care selskaber – Aedifica og Cofinimmo – som begge indgår i vores portefølje. Efter en stor kursstigning på Cofinimmo, som de facto bliver overtaget af Aedifica, har vi reduceret i den position, men hilser fusionen velkommen med de synergier, der kan forventes.

Porteføljens sammensætning pr. 30. juni 2025
Nedenfor fremgår porteføljens sammensætning ultimo 1. halvår 2025 samt prissætningen af de forskellige ejendomssegmenter.

	Portefølje	*Pris/NAV*	*Startafkast*
Boligselskaber	35%	0,60	3,90%
Kontorselskaber (CBD)	22%	0,65	4,00%
Logistik og self-storage	20%	0,85	5,25%
Shopping centre og hotel	17%	0,75	6,00%
Health-care aktiver	6%	0,80	5,50%
	100%	**0,70**	

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

Mvh. Lars, Søren og Morten