

Rapportering fra REIT Adviser for porteføljen GR Europæiske Ejendomsaktier med ISIN-kode DK0061133899 for 3. kvartal 2020

Fondens indre værdi udviser en næsten flad udvikling i 3. kvartal. Indre værdi var ca. 96 kr. ved kvartalets start og slutter kvartalet i ca. 96 kr. Fra lancerings-tidspunktet den 29. april 2019 er indre værdi faldet med knap 4%. Til sammenligning er det europæiske aktiemarked i samme periode faldet med ca. 8% og vores mest sammenlignelige benchmark FTSE EPRA Nareit Developed Europa ex. UK er faldet med knap 6 pct.

Vi er skuffede over det absolutte afkast men glæder os over en relativt god performance, som primært skyldes fondens meget begrænsede eksponering til shoppingcenter-REITs og en generelt forsigtig tilgang via en stor vægt af boligselskaber, logistikelskaber og health care REITs.

Fondens eksponering og prisfastsættelse

I skemaet nedenfor fremgår fondens eksponering i forhold til benchmark ultimo september samt den nuværende prisfastsættelse af de enkelte sektorer. Fondens primære eksponering er som nævnt til boligselskaber og kontor REITs, mens specielt retail (shoppingcentre) har været undervægtet i hele fondens løbetid. Fonden har i løbet af året opbygget en gradvis større eksponering til logistik REITs og health care REITs.

	<i>Sept.</i> <i>P/NAV</i>	<i>Sept.</i> <i>Portfolio</i>	<i>Sept.</i> <i>Benchm.</i>	<i>31.12.19</i> <i>Benchm.</i>
Residential	1,0	42%	41%	35%
Office	0,7	37%	39%	41%
Retail	0,3	6%	11%	18%
Logistics	1,5	10%	5%	3%
Health care	1,3	5%	4%	4%
		100%	100%	100%

Det europæiske børsnoterede ejendomsmarked er efter et volatilt 2020 i øjeblikket meget polariseret med en ekstrem billig prisfastsættelse af kontor og retail segmenterne, mens logistik og health care segmentet er relativt dyrt prisfastsat drevet af en meget kraftig efterspørgsel efter den type aktiver som følge af accelereret internethandel og en meget sikker prognostiserbar demografisk udvikling med mange flere ældre i Europa.

I midten af denne polarisering har vi porteføljens tunge vægt i boligselskaber, som oplever en fortsat gunstig udvikling med stigende ejendomsværdier ved halvåret drevet af lave renter og tilflytning til byerne. Med en gennemsnitlig prisfastsættelse af porteføljeseelskaberne på 1 målt på Pris/NAV vurderer vi, til trods for fortsat stigende børskurser, at segmentet er fair prisfastsat. Vi ser yderligere værdistigninger ved årsskiftet og mener godt at segmentet kan handle med en præmie til NAV.

Retail er fremhævet med rødt, fordi denne del af markedet er faldet voldsomt i værdi i forbindelse med Corona-krisen. For et par år siden udgjorde retail næsten en tredjedel af investeringsuniverset og bare siden årsskiftet er benchmarkvægten faldet fra 18 pct. til 11 pct. Sektoren handler i dag på ekstremt lave nøgletal eksemplificeret ved Pris/NAV på 0,3. Det er vores vurdering, at markedet aktuelt indregner værdinedskrivninger på europæiske shoppingcentre på 45 pct.! Dette mener vi er klart i overkanten og en medvirkende årsag til, at vi har tilkøbt Deutsche Euroshop til porteføljen. Porteføljen består herefter af Klepierre, Carmila og Deutsche Euroshop, som vi mener er de stærkeste selskaber i den branche i Europa.

Vi er fortsat skeptiske overfor retail generelt, men efter samtaler med ledelsen i Carmila og Deutsche Euroshop medio september er vi betrygget i, at selskaberne er for lavt prissat. Det kan eksempelvis nævnes, at kursen på **Carmila** i dag er ca. 7,5 euro (efter udbetaling af 1 euro i udbytte) i forhold til NAV på 25 euro pr. 30 juni opgjort på basis af en aktuel værdiansættelse af shoppingcentrene. Selskabet har Carrefour som ankerlejer i de fleste centre og relativt stor eksponering til convenience-segmentet og dermed åben igennem hele Coronakrisen. Selskabet har aktiver for 6 mia. euro og nettogæld for 2 mia. euro og således ikke specielt gearet. Markedsværdien er pt. ca. 1 mia. euro. Forestiller man sig, at selskabet solgte aktiver for 2 mia. euro og nedbragte nettogælden til nul, så ville man stå med nettoaktiver for 4 mia. euro. Med andre ord er der ved den nuværende prisfastsættelse god plads til yderligere nedskrivninger ved årsskiftet, hvis krisen fortsætter. Vi estimerer i øvrigt, at selskabet i 2020 i et år med Corona har en EBIT på 240 mio. euro og en indtjening efter renter på 200 mio. euro, hvilket igen skal ses i forhold til den nuværende markedsværdi på godt 1 mia. euro. Der er med andre ord plads til mange skuffelser og derfor holder vi fast i selskabet.

Kontor-segmentet er fremhævet med gult fordi Corona-krisen også her har forårsaget kursfald og afstedkommet en aktuel prisfastsættelse af porteføljens selskaber på 0,7 målt på Pris/NAV. Aktiemarkedet inddiskonterer pt. ca. 25 pct. prisfald på kvalitetskontorer i kernen (CBD) af de store europæiske byer. Porteføljen har stort set kun eksponering til CBD-aktiver og derfor er vores vurdering, at markedet overreagerer på Corona og tænker alt for kortsigtet i forhold til de underliggende værdier og de transaktioner, som vi ser på det private ejendomsmarked.

Porteføljen er eksponeret til de 10 bedste kontor-REITs i Europa med hovedvægten på CBD i de store tyske byer, Paris, Zurich, Madrid og Barcelona. **Gecina** er porteføljens største selskab med 100 pct. eksponering til Paris CBD, hvoraf 80 pct. er kontor og 20 pct. bolig. Selskabet handler pt. på en Pris/NAV på ca. 0,6 og en enterprise value/gross asset value på 0,75. Sidstnævnte tal indikerer, at markedet i øjeblikket indpriser værdifald på CBD-kontorejendomme i Paris på 25 pct. Dette mener vi som sagt er klart i overkanten og derfor har vi øget vægten af selskabet i forbindelse med kursfaldet. Det fortsatte rentefald og private transaktioner i ejendomsmarkedet i

Paris medførte faktisk en mindre opskrivning af selskabets ejendomme i forbindelse med halvårsregnskabet.

Modsat retail og kontor handler **boligselskaberne** i gennemsnit på de underliggende ejendommers valuarvurderinger ved halvårsskiftet. Til trods for kursstigninger i løbet af året synes dette forholdsvis attraktivt, idet vores P/NAV ikke tager hensyn til de relativt store transaktionsomkostninger, der er forbundet med ejendomshandel i specielt Tyskland. 9 pct. af fondens formue er placeret i **LEG** som pt. handler 1 til 1 i forhold til de underliggende ejendomsværdier med en ugearet startforrentning på 3,6 pct. og en udbyttepct. på 3 pct. Selskabet oplevede 5 pct. værdistigninger i 1. halvår 2020 og vi forventer yderligere værdistigninger ved helårsskiftet. Et meget veldrevet og forudsigeligt ejendomsselskab som fastholdes med en stor vægt i porteføljen.

Generelt set er vi meget komfortable med det nuværende kursniveau på fondens selskaber og vurderer, at markedet langsomt vil begynde at se igennem den nuværende COVID19-krise. Dette optimistiske syn skal ses i sammenhæng med en ekstremt lempelig pengepolitik og de store finanspolitiske pakker, som langsomt men sikkert vil få investorerne til på ny at rette blikket mod en attraktiv ugearet startforrentning på knap 4 pct., som porteføljen tilbyder. Forskellen imellem denne startforrentning og den effektive rente på statsobligationer, realkreditobligationer og SWAPS har således aldrig været større, og indregner man bare lidt inflation – uanset hvor pessimistisk man er – så virker aktivklassen pt. billigt prisfastsat.

På vores hjemmeside: **reit-adviser.dk** kan man følge væsentlige nyheder og kvartalsrapporter.