

Rapportering fra REIT Adviser for porteføljen GR Europæiske Ejendomsaktier med ISIN-kode DK0061133899 for 3. kvartal 2021

Fondens indre værdi udviser i 3. kvartal et fald på 2%. Indre værdi var 108,5 kr. ved årets start og slutter 3. kvartal i 114 kr. – en stigning på 5%. Fra lancerings-tidspunktet den 29. april 2019 er indre værdi steget med 14%. Til sammenligning er det europæiske aktiemarked i samme periode steget med 16%, og Ishares European Property Akk. (ETF) med 6%. Fonden klarer sig således bedre end sammenlignelige passive investeringer i samme investeringsunivers.

I løbet af 3. kvartal nåede fonden i august en ny "all time high" på 126 kr., hvorefter fornyet Covid-frygt, rentestignings-frygt og frygt for valgresultatet i Tyskland medførte et tilbagefald på ca. 10% til trods for generelt meget pæne halvårsregnskaber.

Halvårsregnskaberne gav anledning til flere opjusteringer

På tværs af sektorerne kunne vi registrere opjusteringer af indtjeningsforventningerne for logistikselskaberne (20% af porteføljen) og boligselskaberne (40% af porteføljen), mens kun shoppingcentre-REITs (10% af porteføljen) måtte foretage mindre værdinedskrivninger i niveauet 1-2% og indtjeningsforventninger, som generelt er sænket til samme niveau som 2020. Logistikselskaber så betydelige opskrivninger af ejendomsværdierne i niveauet 10%!

Vi observerer, at nye **logistikcentre** i USA prissættes til ca. 3,5% i startforrentning (\$-aktiver) og at markedshandler i Europa går i samme retning (i €), mens de børsnoterede selskabers bogførte værdier typisk har udgangspunkt i afkastkrav på mellem 4,5-5%! Der kan således forventes yderligere opskrivninger af ejendomsværdierne for vores porteføljeselskaber i løbet af året eksemplificeret ved **Argan** (fransk logistik, 4% af porteføljen), som netop har opjusteret værdierne pr. 1. oktober i forbindelse med Q3-meddelelsen. Vi besøgte selskabet den 30. sept. og gik derfra med begejstring. Selskabet er markedsleder på logistik i Frankrig, særdeles omkostningseffektivt og med en konservativ ledelse, som ikke påbegynder udvikling af nye centre, før de er udlejet.

Fonden er eksponeret til 5 logistikselskaber. Vi har set på selskabernes udvikling af nye m2, og forventer en samlet "produktion" på 2 mio. m2 i 2021 – svarende til en vækst på 10% i forhold til selskabernes eksisterende m2-antal. Selskaberne kan pt. udvikle nye centre med en startforrentning på 6-7%, hvor markedet som sagt prissætter nye centre til 3,5%. Der ligger således meget store udviklingsgevinster forude for disse selskaber, hvilket samtidig er årsagen til, at man betaler ca. 1,4 gange NAV (Net Asset Value) for selskaberne på børsen. Givet en meget robust udviklingspipeline over de næste 5 år ser vi yderligere potentiale i disse papirer til trods for en relativ dyr prisfastsættelse.

Et udskilningsløb på kontor

Måske lidt overraskende udviste **kontorselskaberne** (20% af porteføljen) beskedne værdiopskrivninger i halvårsregnskaberne på baggrund af marginalt vigende afkastkrav. Dette er

positivt og en konsekvens af porteføljens eksponering til de mest centralt beliggende kontor-ejendomme (CBD – Central Business District) i de største tyske byer, Paris, Zürich, Madrid og Barcelona. Covid-krisen har betydet en yderligere polarisering af kontormarkedet, hvor CBD-aktiver har vist sig langt mere robuste i forhold til lejeniveau og tomgang end kontorejendomme i udkanten af de store byer. Vi fastholder fondens fokus på CBD, men er i løbet af 3. kvartal blevet mere skeptiske på kontor generelt. Med Covid-krisen på hæld begynder en udskudt tilpasning af kontorkapaciteten for en række selskaber. Det fremgår af udmeldinger fra flere internationale selskaber herunder ikke mindst finansielle virksomheder.

Som konsekvens af ovenstående har vi i kvartalet reduceret porteføljens vægtning af kontor til fordel for logistik og bolig.

For **boligsegmentet** (40% af porteføljen) var den altoverskyggende begivenhed i Q3 det tyske valg, som skabte usikkerhed om omfanget af regulering af de tyske boligselskaber. Halerisikoen var en rød-grøn-rød koalition med massiv lejeregulering til følge. Valgresultatet har fjernet denne risiko, om end vi endnu ikke kender regeringssammensætningen. Vi tænker, at SPD, de Grønne og FDP danner regering uden større reguleringsmæssigt pres på de tyske boligselskaber. Det ændrer dog ikke på, at markedet i øjeblikket indregner en større politisk risiko, end vi gør. Betragter man halvårsregnskaberne for vores porteføljeselskaber og den generelt stærke prisudvikling på stort set alle typer bolig i Europa er vi ikke bekymrede for fremtiden. Tværtimod finder vi det særdeles attraktivt at erhverve boligselskaber med den nuværende rabat på 10 pct. i forhold til de underliggende ejendomsværdier opgjort pr. 30. juni 2021.

Forventninger

Når vi ser ind i 4. kvartal og forventningerne til 2022 er vi optimistiske, og opfatter den seneste kursmæssige korrektion på 10% i september som en god købsmulighed.

2022 forventes at give en vækst i driftsindtjeningen for porteføljens selskaber på 8% sammenlignet med 6% i 2021. Dette drives af såvel investeringer som genåbningspotentiale for shopping centre, men også af indeksering af leje, som ikke rigtig fandt sted i 2021 pga. Covid-restriktioner. Den stigning i inflationen, som opleves i øjeblikket, slår ret hurtigt igennem på huslejeniveauerne for erhvervslejemål, mens stigningen slår lidt langsommere igennem på bolig. Ejendomme er realaktiver og vil derfor have gavn af lidt inflation i modsætning til nominelle aktiver.

Værdifastsættelsesmæssigt finder vi det attraktivt med et ugearet startafkast på porteføljen på godt 4% efter alle omkostninger baseret på vores 2022 EBIT-estimer. Det ser vi faktisk ikke så ofte og med en kursmæssig rabat på 10 pct. på porteføljens selskaber i forhold til de underliggende ejendomsværdier er vi optimistiske for de kommende kvartaler.

