

## **Rapportering fra REIT Adviser for porteføljen GR Europæiske Ejendomsaktier med ISIN-kode DK0061133899 for 3. kvartal 2022.**

Fondens indre værdi udviser i 3. kvartal 2022 et fald på 15 pct. og samlet for året et fald på 36 pct. Indre værdi var godt 75 kr. ultimo 3. kvartal mod 88 kr. ultimo 2. kvartal. Fra fondens lancering den 29. april 2019 er indre værdi faldet knap 25 pct. Til sammenligning er Ishares European Property Akk. (ETF) og sammenlignelige benchmarks i samme periode faldet med 35 pct. Til trods for det negative absolutte afkast klarer fonden sig relativt godt i forhold til passive strategier.

Mens kursfaldet i 2.kvartal kunne henføres til bekymringer omkring stigende renter og værdiansættelse, er det vores opfattelse, at 3. kvartals "skurk" er bekymring til selskabernes refinansieringsmuligheder i et lidt stresset finansmarked. Mod slutningen af kvartalet opstod der eksempelvis i England uro omkring flere pensionselskaber og deres evne til at balancere aktiverne i forhold til de fremtidige pensionsforpligtelser. Det skete som en konsekvens af de meget ekspansive finanspolitiske tiltag fra den nye premierminister og foranledigede tvangssalg af lange engelske obligationer og herunder REITs, som i England bruges som alternativ til lange indeksobligationer.

Kursfaldet i 3. kvartal har været bredt funderet på alle brancher og selskaber, og det til trods for, at alle vores porteføljeselskaber igennem kvartalet har aflagt solide og nærmest overraskende gode halvårsregnskaber med stort set uændrede ejendomsværdier. Kursfaldene skyldes således alene aktiemarkedets frygt for fremtiden. De nuværende kurser inddiskonterer et prisfald på over 30 pct. på porteføljens underliggende ejendomsaktiver. Prisfastsættelsen er nu mere attraktiv end på det værste tidspunkt under finanskrisen og her skal man huske, at belåningen i selskaberne i dag er væsentligt mindre end den gang samt at stort set alle vores porteføljeselskaber bærer en "investment grade" rating svarende til i gennemsnit BBB+.

Uanset, hvor godt vi argumenterer, er markedsudviklingen imidlertid frustrerende for både selskaber og for investorer.

### **Halvårsregnskaber fra porteføljeselskaberne**

På tværs af porteføljen har selskaberne aflagt halvårsregnskaber med forbedret tomgang, accelererende lejestigninger, konstante finansieringsudgifter og uændrede til svagt stigende ejendomsværdier.

Valuarernes værdifastsættelse af de underliggende ejendomme viste for bolig og logistik fortsat "yield compression", for kontor og retail "yield expansion" samt uændrede startforrentningskrav til health care aktiver og selskaber med flere forskellige aktivtyper (mixed). Der var tale om marginale justeringer i startforrentningskravene på 10-20 basispunkter.

Valuarerne baserer primært deres værdiansættelser på sammenlignelige ejendomstransaktioner i det underliggende marked, og selvom der i gennemsnit, er ca. 30 pct. færre transaktioner (yoy), så eksisterer der dog et fornuftigt sammenligningsgrundlag. Vi oplever samtidig, at vores porteføljeselskaber sælger ejendomme meget tæt på valuarvurderingerne til trods for det vanskelige finansmarked.

I sammensætningen af porteføljen har vi tiltagende skelet til finansielle risici, og således afviklet eksponering til det svenske marked, som indeholder mere finansiell risiko end det centraleuropæiske.

## **Nyt investeringsmiljø på vej**

Vi må nok acceptere, at den fremtid, vi ser ind i, ikke er som de sidste 10 år. Konsensus er højere inflation og højere renter over en lidt længere periode.

Er det så godt eller dårligt for børnoteret ejendomsinvestering? På den korte bane har tilpasningsprocessen været udfordrende – særligt fordi selskabernes balancer skal være endnu mere solide på et tidspunkt, hvor ejendomsmarkedets transaktionsvolumen reduceres. På mellemlang sigt skal vi vænne os til at en større del af afkastet skabes ved vækst/indeksering frem for et positivt spænd mellem aktivafkast og finansieringsrente. Det er i sig selv sundt, og i øvrigt som det var før i tiden.

Ved den nuværende kurs på fonden er de underliggende selskaber prissat ud fra en forventning om, at afkastkravet til de underliggende ejendomme skal stige med op til 1,5 pct.-point svarende til det omtalte prisfald på ca. 30 pct. Det anser vi som usandsynligt baseret på input fra selskaberne. Vi vurderer, at vi i tilpasningsperioden 2022/2023 vil se stigende afkastkrav på ½ pct. point og at dette sammen med langsomt stigende finansieringsomkostninger og tiltagende lejestigninger fra inflation vil medføre en flad udvikling i NTA (indre værdi). Får vi ret i denne vurdering er der et meget stort kurspotentiale i investeringsuniverset. Får vi ikke ret og taler aktiemarkedet sandt, er der faktisk ikke den store downside, fordi et værre scenarie allerede er indpriset.

Historiske afkastdata peger på, at ejendomsselskaber trives godt i et miljø med mere moderat inflation frem for et miljø med høj eller meget lav inflation.

## **Forventninger**

Vi forventer, at selskaberne i andet halvår 2022 begynder at se stigende lejeindtægter med afsæt i stigende indeksering - accelererende ind i 2023. Generelt forventer vi, at porteføljens selskaber i 2022/23 kan overvælte ca. halvdelen af inflationsstigningen – mindst for bolig (på kort sigt) og mest for logistik, health care og centralt beliggende kontor. På længere sigt vil inflationsgennemslaget være langt større.

Indtægtsgrundlaget for porteføljens selskaber er meget solidt. Specielt for tysk bolig, logistik og health care, hvor der er kraftig efterspørgsel. Ejendomsselskaberne lider i sig selv ikke under den stigende inflation og stigende energipriser, idet omkostningsbasen er meget lille i forhold til andre selskaber og fordi energi overvæltes på lejerne. Vi er opmærksomme på, at dette på et tidspunkt også kan blive et problem for ejeren og tænker selvfølgelig især på boligmarkedet. I Tyskland, hvor vi har den største boligeksponering, er der imidlertid kommet et utal af tilskudsordninger til lejerne.

Før energikrisen og de nuværende høje renter var kapitalfonde på indkøb blandt de børnoterede ejendomsselskaber. Indenfor de sidste 1½ år har vi derfor haft 5 selskaber i porteføljen, som er blevet overtaget til ca. indre værdi (NTA). I takt med, at der kommer lidt mere ro på finansmarkederne, forventer vi fornyet overtagelsesaktivitet - specielt fra USD-baserede investorer, som kan købe meget billigt ind i Europa efter styrkelsen af USD med 15 pct. overfor Euro i 2022.

Som opmuntring konstaterer vi, at en normalisering af prisfastsættelsen af vores investeringsunivers rummer et kurspotentiale på 65%, selv hvis udviklingen i NTA skulle blive flad i 2022 og 2023.

Vi takker fondens investorer for tilliden og for at tænke langsigtet. Nye investorer bydes velkommen efter en stigning i den cirkulerende mængde på 12% år til dato.