

## Rapportering fra REIT Adviser for porteføljen GR Europæiske Ejendomsaktier (GREE) med ISIN-kode DK0061133899 for 3. kvartal 2024

Markedet for børsnoterede ejendomsselskaber udviklede sig meget positivt gennem 3. kvartal 2024 på baggrund af et stemningsskift drevet af rentenedsættelser og solide halvårsregnskaber. Vores fond slutter kvartalet i kurs 103 kr. med et afkast på 15% – godt 1%-point bedre end benchmark. År til dato udgør afkastet 11 pct. også ca. 1%-point bedre end benchmark.

3. kvartal var præget af annoncering af halvårsregnskaber og conference calls med klart mere optimistiske toner end vi længe har oplevet. Optimismen samler sig om, at stort set alle selskaber i porteføljen udtaler, at der ikke kommer flere negative værdireguleringer. Dette er vi enige i, og man kunne måske endda gå et skridt videre og pege på opskrivninger i løbet af 2025, såfremt renterne forbliver på disse noget lavere niveauer. Det vurderer vi som overvejende sandsynligt givet det klart forringede konjunkturbillede med aftagende inflation som følge.

En anden meget vigtig forudsætning for prissætning og aktivitet i ejendomsmarkedet er aktiviteten på udlånsmarkedet. Vi berørte det i 2. kvartalsbrevet og kan blot konstatere, at lånemarkedet kun er blevet bedre i løbet af 3. kvartal. Specielt er antallet af obligationsudstedelser fra selskaberne steget betydeligt og det er nu ikke længere nødvendigt at gå i banken for at hente kapital. Faktisk ser det ud som om, at det er blevet billigere at udstede obligationer (unsecured) i forhold til banklån (secured), om end der er en vis træghed i prissætningen i banksystemet.

I løbet af de seneste par måneder har vi set et stigende antal transaktioner indenfor alle segmenter af ejendomsmarkedet. Prissætningen på disse transaktioner bekræfter værdiansættelserne i vores porteføljeselskaber og medvirker til en indsnævring i rabatten på børskurserne i forhold til de indre værdier (NAV) på selskaberne.

Medio september deltog vi i EPRA's årskonference for børsnoterede ejendomsselskaber. Det gør vi i øvrigt hvert år. Efter et par år med usikkerhed blandt deltagerne oplevede vi i år stigende optimisme. 90 pct. af de adspurgte deltagere mener således, at det europæiske ejendomsmarked nu er bundet ud eller i en tidlig fase af værdistigning og vækst. Kun 2 pct. forventede faldende ejendomsværdier.

### Tilpasninger i porteføljen

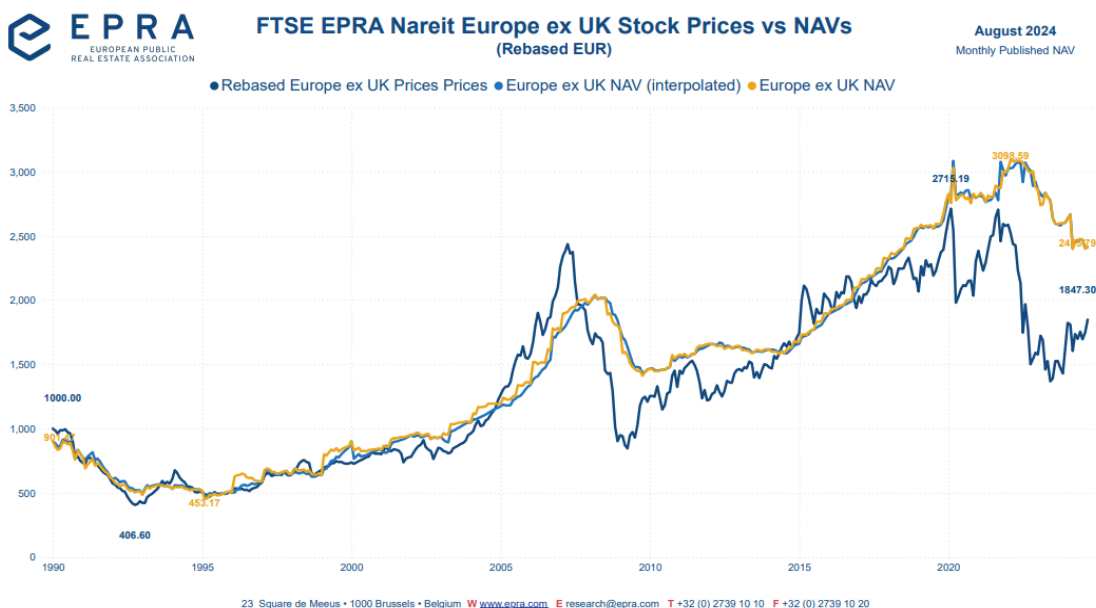
Porteføljen klarede sig som sagt relativt godt i Q3, hvilket dels kan henføres til det specifikke aktievalg dels til omlægninger i Q2, hvor porteføljen blev justeret via frasalg af konjunkturfølsomme selskaber til selskaber med lidt større rentefølsomhed.

I Q3 var den største omlægning frasalg af halvdelen af eksponeringen til **Deutsche Wohnen (DW)** efter en pludselig kursstigning på 20 pct. **Vonovia** (hovedaktionæren) tilbød at fusionerer med DW til et lidt uklart ombytningsforhold som afstedkom en større end ventet positiv kursreaktion, som vi valgte at benytte til en halvering af investeringen. Provenuet blev anvendt til yderligere investering i **TAG, Cofinimmo, Carmila og Safestore**.

## Ejendomsmarkedet I bedring

At dømmen på ejendomsselskaberne, investorerne og ejendomsmæglerne er det ved at være konsensus, at ejendomsmarkedet er i bedring. Inflationen aftager hurtigere end ventet og renterne følger med ned. Det er fint for selskabernes fremadrettede finansieringsomkostninger. De mest rentefølsomme selskaber (bolig) har således også klaret sig bedt i år med afkast over 20 pct., mens de mere konjunkturfølsomme selskaber indenfor logistik og kontor har givet mindre negative afkast.

Samlet set handler det børsnoterede ejendomsmarked fortsat med en rabat til de underliggende ejendomsværdier. Dette burde faktisk ikke være tilfældet, hvis vi og konsensus har ret i vores forventninger.



Efter halvårsregnskaberne og baseret på den øgede aktivitet i det underliggende ejendomsmarked sammenholdt med den for ejendomme favorable makroudvikling vurderer vi, at vi står overfor en længere periode med relativt gode afkast på vores investeringsunivers. Den nuværende rabat på NAV (gul graf) i forhold til børskurserne (blå graf) er for investeringsuniverset pt. 25 pct. Da porteføljen ikke er identisk med benchmark og fordi vores portefølje er mere "kvalitet" end benchmark, er rabatten på porteføljen kun 20 pct. Denne rabat vil stille og roligt forsvinde i takt med, at markedet opdager, at NAV ikke længere falder. Jf. Q2-brevet er det endvidere fortsat vores forventning, at vi langsigtet kan skabe i størrelsesorden 10 pct. i årligt afkast uden at inkludere en eventuel indsnævring i rabatten.

Risikoen i vores antagelser er selvfølgelig generel risikoaversion som følge af geopolitik, men også at de konjunkturfølsomme sektorer (logistik og kontor) lider mere under den nuværende lavkonjunktur end vi umiddelbart kan se. Vi er undervægtet kontor og er egentlig ikke specielt nervøse for logistik, som fortsat har medvind fra stigende lagre som følge af nearshoring pga. vanskelige globale forsyningskæder samt forventninger til at nethandlen fortsat vil tage markedsandele. Endvidere er byggeomkostningerne hastigt på tilbagetog, hvilket er positivt for både logistik og bolig, som er de to sektorer, der udvikler mest nyt.

Fonden vokser fortsat med en stigning i den cirkulerende mængde i 2024 på knap 10 pct. Vi siger velkommen og tak til nye og gamle investorer.

mvh. Lars, Morten og Søren