

Rapportering fra REIT Adviser for porteføljen GR Europæiske Ejendomsaktier med ISIN-kode DK0061133899 for 4. kvartal og året 2021

Fondens indre værdi udviser i 4. kvartal en stigning på 3,5 pct. Indre værdi var 108,5 kr. ved årets start og slutter 4. kvartal i ca. 118 kr. – en stigning på 9 pct. I 2021 har de internationale aktiemarkeder afkastet i niveau 20 pct., mens statsobligationer har givet negative afkast på ca. -5 pct. Ejendomsaktier placerer sig således nogenlunde imellem disse. Fra lancerings-tidspunktet den 29. april 2019 er indre værdi steget med 18 pct. Til sammenligning er Ishares European Property Akk. (ETF) i samme periode steget med knap 11 pct. Fonden klarer sig således bedre end sammenlignelige passive investeringer i samme investeringsunivers.

Til trods for muterende Covid og genindførelse af restriktioner i mange lande gav de børsnoterede europæiske ejendomsmarkeder positive afkast i 4. kvartal. I modsætning til tidligere tyder meget på, at investorerne er blevet bedre til at forstå epidemiens konsekvenser og varighed. De i kvartalet aflagte 3. kvartalsregnskaber og 2021 forventninger peger på, at selskabernes underliggende regnskabsmæssige afkast for 2021 ligger mellem 12-13%, hvilket ligger lidt over fondens aktiekursudvikling. Den i 2020 opståede "rabat" på ejendomsaktier er således fastholdt i 2021 – dog med betydelige sektor forskelle:

Sektor/Branche	Andel af fonden	Rabat/præmie til NAV
Logistik	20 pct.	50 pct. præmie til NAV
Plejehjem/klinik/hospital	10 pct.	40 pct. præmie til NAV
Bolig	40 pct.	10 pct. rabat til NAV
Kontor	20 pct.	25 pct. rabat til NAV
Shopping centre	10 pct.	30 pct. rabat til NAV

*NAV = Net Asset Value, baseret på ejendomsværdier 30/6-2021

Investorerne vurderer således, at det er fuldt ud rimeligt at betale en præmie på 50 pct. af de underliggende ejendomsværdier for investering i **europæiske logistikselskaber**. I fonden har vi investeret i 5 logistikselskaber, som udgør 20 pct. af porteføljen. Selvom en præmie på 50 pct. kan synes dyrt, har investorerne nu indset, at Covid kombineret med "supply-chain-udfordringer" har skabt et voldsomt øget behov for logistik centre i hele verden og ikke mindst i Europa. Det er ikke kun øget internethandel, som skaber denne efterspørgsel men også en klar tendens til, at virksomhederne arbejder med større lagre end tidligere for at undgå leveringsproblemer og for at imødegå uforudsete høje transportomkostninger. Vi er komfortable med at betale dyrt for logistik, idet "pipeline"-udsigter og store udviklingsgevinster vurderes meget sikre for de næste 4-5 år. Den nuværende høje inflation og stærke efterspørgsel slår endvidere hurtigt igennem på lejepriserne. Vi har i 2021 øget eksponeringen primært ved at tilføje franske **Argan**.

Betragter man de øvrige brancher i vores investeringsunivers fremgår det, at alle med undtagelse af health care aktiver pt. handler med en rabat til de underliggende ejendomsværdier. Dette synes mere eller mindre velbegrunder. I forhold til **boligselskaberne (residential)**, som udgør 40 pct. af vores portefølje - med tyske boligselskaber, som en væsentlig del heraf - stiller vi os uforstående overfor, at disse handler med en rabat på godt 10 pct. i forhold til de underliggende ejendomsværdier. De europæiske boligpriser er generelt set steget med omkring 10 pct. i 2021, mens de tyske boligejendomsaktier er faldet med 10 pct. i kurs. Rabatten i forhold til NAV er således udvidet ganske betydelig i løbet af året og skyldes i høj grad **Vonovias overtagelse af Deutsche Wohnen** finansieret ved en aktieudvidelse i Vonovia på 8 mia. EUR. Udvidelsen har

skabt et midlertidigt overudbud af boligaktier, som forventes at forsvinde i løbet af 2022, når markedet får øjnene op for synergievinster samt det forhold, at den nye tyske regering netop har fremlagt en meget ambitiøs og relativt investor-venlig plan for boligsektoren i Tyskland. Den tiltagende inflation slår også igennem på bolig men typisk lidt langsommere end på logistik og kontor.

Kontor (20 pct. af porteføljen) handler pt. med en rabat på 25 pct. i forhold til de aktuelle underliggende ejendomsværdier. Dette kan forekomme rimeligt, idet vores (konsensus) forventning er, at der fremadrettet netto vil være behov for færre m² kontor – specielt i de store kontorområder i udkanten af storbyerne. Porteføljen har meget begrænset eksponering til de områder, idet vores investeringsfokus retter sig mod CBD - kernen af de store byer - hvor kontor bruges til markedsføring og til medarbejderpleje af højtbetalte kontorjobs indenfor service. Der er således tale om yderligere en polarisering af kontor-markedet, hvor selskaber med fokus på CBD vinder. Faktisk ser vi stigende priser på kontortransaktioner i CBD og udlejningspriser på niveau med eller højere end før Covid. Vi har igennem 2021 reduceret kontoreksponeringen fra 30 pct. primo året til 20 pct. i dag. Reduktionen er primært sket ved udnyttelse af, **at 3 porteføljeselskaber er blevet overtaget til omkring NAV! Det drejer sig om Alstria i Tyskland, CA Immo i Østrig og Societe Fonciere Lyonnaise (SFL) i Frankrig.**

Retail (shopping centre) udgør 10 pct. af porteføljen med eksponering til kun to selskaber; Carmila i Frankrig og Klepierre med eksponering til hele Europa. Branchen handler med en rabat i forhold til NAV på 30 pct. Faktisk er rabatten højere for mange selskaber - specielt presset af en meget svag pris- og lejeudvikling i UK. Kontinental Europa har ikke været så hårdt ramt som UK og meget tyder på, at vi har nået bunden i priserne på shopping centre. Carmila forventer faktisk en positiv værdiregulering ultimo 2021 og vi ser heller ikke faldende priser for Klepierres shopping centre til trods for stigende smittetal. **Carmila og Klepierre handler med en ugearet startforrentning på ca. 6 pct.** og er begge investment grade selskaber, som udsteder obligationer til ca. 1,5 pct. Med den nuværende aktiekurs på de to selskaber er der lagt mange skuffelser ind i prisen, og vi har derfor øget eksponeringen til begge selskaber i 2. halvår 2021.

Forventninger

2022 forventes at give en vækst i driftsindtjeningen for porteføljens selskaber på 7 pct. sammenlignet med 5 pct. i 2021. Dette drives af såvel investeringer som genåbningspotentiale, men også af indeksering af leje, som ikke rigtig fandt sted i 2021 pga. Covid-restriktioner. Ejendomme er realaktiver og vil derfor have gavn af inflation i modsætning til nominelle aktiver.

Værdifastsættelsesmæssigt finder vi det attraktivt med et ugearet startafkast på porteføljen på 3,85 pct. efter alle omkostninger baseret på vores 2022 EBIT-estimerer, hvilket også var niveauet, da fonden blev lanceret for ca. 2,5 år siden – og renterne vel at mærke var 1 pct. point højere!

Vi er derfor fortrøstningsfulde for 2022, og forventer et afkast for fonden, som ligger over det langsigtede estimerede ejendomsafkast på 7 pct. Vi takker samtidig for tilliden i 2021, hvor fondens cirkulerende mængde steg med 60 pct. Fondens løbende omkostninger er på den baggrund reduceret med 10 basispoint til ca. 0,5 pct. af den samlede formue.

