

Rapportering fra REIT Adviser for porteføljen GR Europæiske Ejendomsaktier med ISIN-kode DK0061133899 for 4. kvartal 2022 og året 2022.

Fondens indre værdi udviser i 4. kvartal 2022 en stigning på 2 pct. og slutter året i 76,7 kr. For året svarer det til et fald på 35 pct. ca. 3 pct.-point bedre end benchmark. Fra fondens lancering den 29. april 2019 er indre værdi faldet 23 pct. Til sammenligning er Ishares European Property Akk. (ETF) og sammenlignelige benchmarks i samme periode faldet med 31 pct. Til trods for det negative absolutte afkast klarer fonden sig relativt godt i forhold til passive strategier – en lille trøst givet det negative afkast.

Vi har ved foreningens lancering betragtet ejendomseksponering som en langsigtet og relativt sikker investering. En investering der risikomæssigt placerer sig mellem aktier og obligationer. I 2022 skulle det imidlertid vise sig, at ejendomseksponering pakket ind som en likvid, diversificeret børsnoteret investering ikke kun har været følsom overfor inflation/rente, men i høj grad overfor svingninger i investoradfærd fra generalister (ikke-ejendoms-investorer). Sidstnævnte kom til udtryk i krisen under Liz Truss, da engelske pensionskasser solgte meget store mængder af engelske obligationer og børsnoterede ejendomsaktier uden skelen til de underliggende værdier. Det i sig selv skabte en købsmulighed i aktivklassen.

Her ved indgangen til 2023 ser vi imidlertid begyndende tegn på, hvordan den i det "post 0-rente miljø" nødvendige tilpasning af afkastkrav, likviditet, og gældsætning kommer til at udspille sig, og hvordan aktivklassen ejendomme, og i særdeleshed børsnoterede ejendomme passer ind i en portefølje.

Mens børskurserne, der for flere papirer er nede med 40-50% i 2022, kan give indtryk af eksistentiel krise, ser vi det som en kombination af mulighed og den nævnte nødvendige tilpasning. Vi ved jo ret beset ikke, hvor det nye renteniveau stabiliserer sig, men i dag er den 10-årige euro-swap-rente 3% og den implicite inflation ligeledes 3%. Hvis det forbliver sådan, er vi pænt optimistiske for aktivklassen.

Svar på investorernes bekymringer

Der er to typer investorer indenfor vores aktivklasse. Generalister og "rigtige" ejendomsinvestorer. Den første type ser mest på cash flows og resultatopgørelser og mindre på værdier, sidstnævnte ser mest på værdier. Den første type er primært bekymret for refinansiering af gæld og gældens størrelse i selskaberne.

For porteføljens 25 selskaber er gældsandelen ca. 40 pct. (Loan To Value) og den nuværende vægtede rente (Cost of Debt) 1,5 pct. Den forventede gennemsnitlige refinansieringsrente er ca. 4 pct. Med en varighed af gælden på ca. 5 år skal selskaberne derfor refinansiere 20 pct. af gælden om året. Den øgede rentebetaling kommer således isoleret set til at belaste cash flows fremadrettet. Med en antagelse om uændret gæld og uændret refinansieringsrente vil porteføljeselskabernes rentebetalinger blive ca. fordoblet over de næste 3 år fra 2,2 mia. euro til 4,5 mia. euro. Dette tal er generalisterne bekymrede for sammen med et vanskeligt lånemarked.

Med til historien hører imidlertid, at inflation, indeksregulering og manglen på boliger i Europa driver huslejerne i vejret. Dette er *endnu* ikke særlig synligt i selskabernes regnskaber, men det kommer med stor styrke fra i år. Pga. lejeregulering indenfor bolig sker det kun gradvist i det segment af porteføljen (1/3 af porteføljen), mens det slår hurtigt igennem på erhvervsdelen – ikke mindst på logistikdelen, som pt. er 25 pct. af porteføljen, centralt beliggende kontor (20 pct.) og på health care ejendomme (10 pct.) Vi estimerer 3 pct. lejestigning på bolig i de næste 3 år, og 8 pct. på erhvervsdelen faldende med ca. 2 pct.-point om året

fra udgangen af 2023. Disse antagelser medfører en stigning i EBIT på vores porteføljeselskaber med 1,5 mia. euro frem til 2025. Den forbedrede indtjening kan så sættes i forhold til den øgede rentebetaling, hvorefter man har en mere konkret vurdering af udviklingen i cash flow også kaldt FFO.

ÆNDRING I RENTEUDGIFT VERSUS ÆNDRING I EBIT				
	RENTE	EBIT	NETTO	I PCT. AF EBIT
2022/23	0,7 MIA.	0,4 MIA.	-0,3 MIA.	2,7 PCT.
2023/24	0,8 MIA.	0,6 MIA.	-0,2 MIA.	1,7 PCT.
<u>2024/25</u>	<u>0,8 MIA.</u>	<u>0,5 MIA.</u>	<u>-0,3 MIA.</u>	<u>2,5 PCT.</u>
I ALT	2,3 MIA.	1,5 MIA.	-0,8 MIA.	6,6 PCT.

Konklusionen er, at man ikke skal være blind for at renteudgifterne kommer til at stige, men at det i høj grad opvejes af lejestigninger og forbedret EBIT. Nettoeffekten er negativ, men slet ikke så negativ, som markedet i øjeblikket priser selskaberne. Det er endvidere væsentligt at understrege, at vi altid har foretrukket selskaber med relativt lav gearing og blandt andet af den grund har været undervægtet Sverige, hvor der typisk er højere gearing end i Tyskland, Frankrig, Schweiz og Benelux.

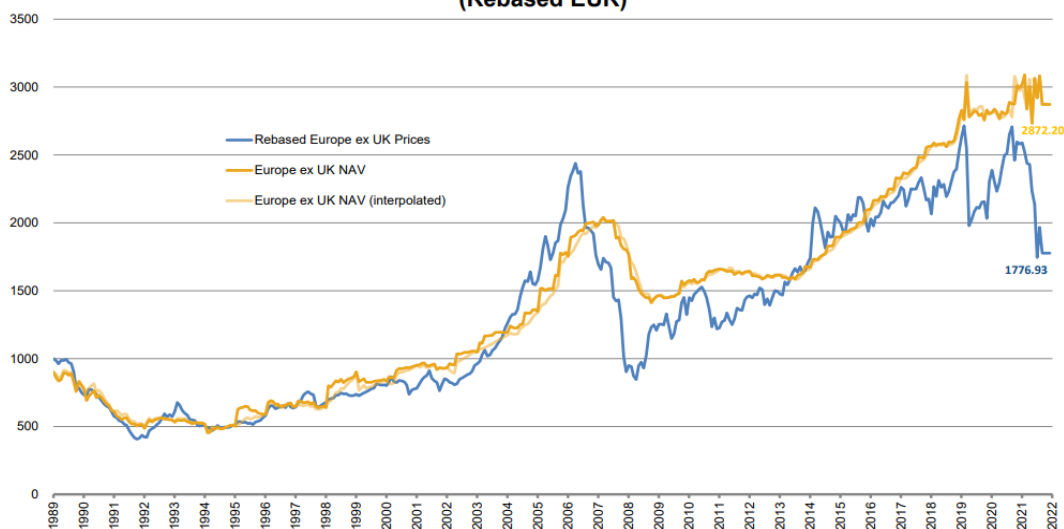
Ejendomsinvestorens bekymring

Nedenfor ses kursudviklingen på vores investeringsunivers (blå graf) sat i forhold til den vægtede Net Asset Value (gul graf) af de underliggende selskaber målt over en periode fra 1989 til ultimo november 2022. Det underliggende ejendomsafkast er den gule, hvortil skal lægges 4 pct. i årligt udbytte, som løbende udbetales, da børsnoterede ejendomsaktier giver relativt høje udbytter over tid.



Monthly Published NAV Bulletin - November 2022

**FTSE EPRA Nareit Europe ex UK Stock prices vs. NAVs
(Rebased EUR)**



Det fremgår, at de underliggende værdier og afkast er ret stabile og noget mere stabile end aktiekurserne. Det fremgår også, at den nuværende discount på aktieprisen på godt 40 pct. er historisk høj og faktisk aldrig har været så høj som i dag, men omtrent på niveau med det værste tidspunkt under finanskrisen. Det er voldsomt, og udtryk for at investorerne har en klippefast tro på, at NAV skal kraftigt ned i takt med kraftigt faldende ejendomspriser.

Vores synspunkt er, at rabatten er alt for stor, også selvom nogle ejendomsstyper skal ned i pris. Vigtigt er det endvidere, at gearingen i vores porteføljeselskaber er betydeligt lavere end under finanskrisen, hvor LTV på 60-70 pct. ikke var ualmindeligt set i forhold til 40 pct. i dag. Selskaberne finansieringsprofiler er derudover langt mere robuste og diversificerede end den gang.

Vi er ikke blinde for, at ejendomspriserne skal lidt ned, men slet ikke i den målestok, som aktiemarkedet priser ind. Tysk bolig forventer vi skal justeres ned med 5 pct. ultimo 2022 og måske yderligere 5 pct. næste år. De underliggende værdier stimuleres til gengæld af pæne lejestigninger, hvorved nettoeffekten på NAV begrænses. Erhvervsdelen af porteføljen er bedre beskyttet, fordi lejestigninger stort set opvejer de øgede afkastkrav. Nettoeffekten på NAV vil derfor være begrænset. Summa summarum vurderer vi, at NAV skal lidt ned på hele porteføljen, men slet ikke i den målestok, som aktiemarkedet pt. indregner.

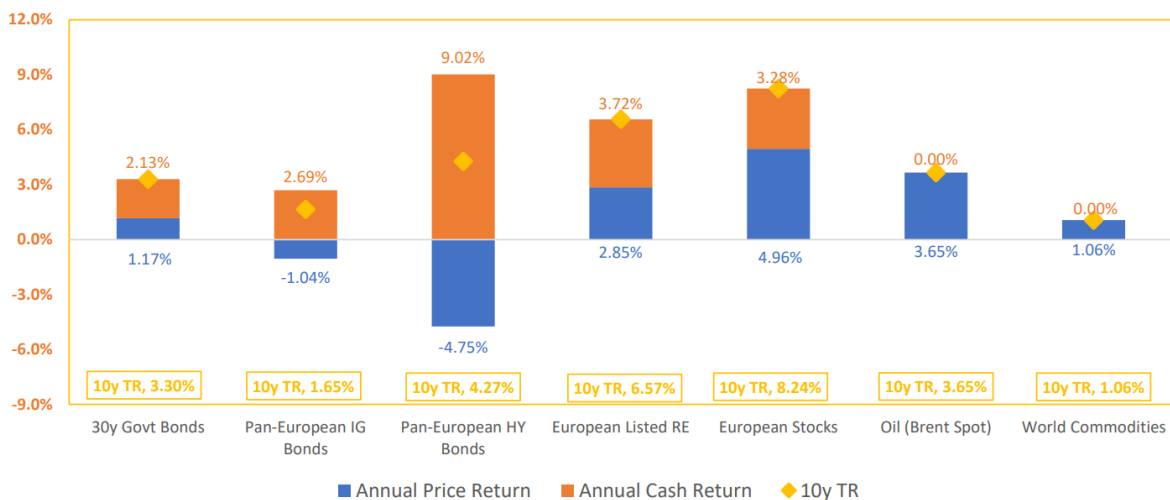
Fra at ejendomme i en årrække har været attraktive likviditetsskabende "maskiner" fordi gæld var næsten gratis, bliver ejendomme igen det, som de historisk har været - nemlig "real estate" – en kombination af likviditetsskabelse og inflationssikring. Samlet forventer vi, at ejendomme vil give et udbytte på niveau med en effektiv lang realkreditobligationsrente og samtidig sikre realværdien af investeringen. Det bliver selve formålet med aktivklassen – også de børsnoterede af slagsen.

Den nødvendige tilpasningsproces i selskaberne og deres balancer er begyndt med kraftigt øget fokus på cash flows. Udbyttekapaciteten svækkes netto, som tidligere beskrevet, men er dog fortsat attraktiv. Den finansielle robusthed er endvidere fornuftig. Det kræver lidt mod at købe ind i aktivklassen, inden vi har set centralbankerne angive, at rentetoppen er nået, og inden vi har set, at tilpasningsprocessen af selskabernes balancer er godt på vej. Det er til gengæld også den risiko, som man betales generøst for, når man i dag investerer i det børsnoterede ejendomsmarked.

Vi ønsker alle vores medinvestorer et Godt og forhåbentlig indbringende Nytår og takker for tilliden. Foreningens cirkulerende mængde er i 2022 vokset med 38%. Vi skal gøre vores bedste for at positionere porteføljen fornuftigt og også i 2023 skabe alpha.

Vedlagt figur fra nyligt EPRA-studie (kan findes på REIT Advisers hjemmeside), der viser aktivklassens fortrinligheder på lidt længere sigt

Graph 5: Ten-year annual total return decomposition for different European assets classes



Source : EPRA and Bloomberg, Data as of June, 30, 2022.