

Rapportering fra REIT Adviser for porteføljen GR Europæiske Ejendomsaktier (GREE) med ISIN-kode DK0061133899 for 4. kvartal 2024 og året 2024.

Markedet for børsnoterede ejendomsselskaber udviklede sig negativt i 4. kvartal 2024 på ryggen af valget af Trump. Fondens indre værdi sluttede i 90,7 DKK – et fald på knap 12% i kvartalet. Årsafkastet udviste et beskedent negativt afkast på 2,6% - på linje med det danske aktiemarked. Relativt til benchmark mistede fonden 1,5 pct. point af en ellers solid performance siden fondens lancering på ca. 10 pct. point.

Performance REIT Adviser	31/12/2024	30/09/2024	29/12/2023	4.kvartal 2024	2024	Inception	GREE 4.kvartal 2024	GREE 2024 rel	GREE Inception rel.
REIT Adviser	90,7	102,9	93,1	-11,9%	-2,6%	-9,0%	1	1	1
Ishares Eu prop. Akk.	4,41	4,87	4,41	-9,4%	0,0%	-18,6%	-2,4% 	-2,6%	9,6%
FTSE EPRAx UK (€)+ TR	4.019	4.433	4031	-9,3%	-0,3%	-19,1%	-2,5% 	-2,3%	10,1%
FTSE EPRAx UK NTRI (€)	5.147	5.742	5216	-10,4%	-1,3%	-15,1%	-1,5% 	-1,3%	6,1%

Den negative udvikling i 4. kvartal kan primært henføres til et forringet konjunkturbillede i Europa samt en ugunstig ændring i renteudsigterne som følge af en måske mere ekspansiv Trump politik. De konjunkturfølsomme sektorer i porteføljen, logistik og kontor, udviste den svageste udvikling, men generelt udviste alle selskaber en negativ kursudvikling forårsaget af en udpræget Europa-”tristesse” efter valget af Trump.

Denne atypiske ”dobbelte” negative effekt på de europæiske ejendomsaktier afløste ellers en meget positiv fundamental udvikling drevet af yderligere rentenedsættelser, en fuldstændig normalisering af lånemulighederne for vores ejendomsselskaber, samt en fortsat bedring i det underliggende transaktionsmarked for ejendomme. Det kan som eksempel fremhæves, at der i 4. kvartal alene blev handlet tyske boligejendomme for mere end €4mia. – det højeste kvartalsvolumen siden primo 2022.

Kvartalsregnskaberne i perioden, viste en udvikling præget af fortsat stigende lejeindtjening, omend aftagende vækst som følge af mindre indeksering (inflationen falder), fortsat beskednen tomgang, styrkelsen af balancerne samt tiltagende indikationer på, at ejendomspriserne efter et par år med fald, nu så småt er vendt til det positive. Stort set alle 25 porteføljeselskaber angiver således, at de ikke forventer yderligere nedskrivninger (stigende afkastkrav) og flere peger faktisk på stigende priser i 2025. Vores vurdering er, at vi kommer til at se værdiopskrivninger i løbet af 2025, men at valuarerne vil være forsigtige og langsommelige.

Afkastforventninger

Ved den nuværende prissætning af vores ejendomsselskaber og de underliggende ejendomme er aktivklassen særdeles attraktiv i såvel absolut som relativ forstand. Med afkastkrav for bolig på niveau 3,5-4%, kontor (CBD) og logistik i spændet 4,0-5,25%, samt kvalitets-retail på 6%, sammenholdt med låneomkostninger på 3-4% og inflation omkring 2%, placerer ejendomsinvestering sig som en solid og relativt resistent aktivklasse.

De børsnoterede ejendomsaktier prisfastsættes imidlertid efter 4. kvartal igen med en meget betydelig rabat på ca. 30 pct. i forhold til senest opgjorte indre værdi, som vi trods skepsis overfor udviklingen i europæisk økonomi ikke kan se megen realitet i. Alene udbytteafkastet på porteføljen, som nu er over 5%, repræsenterer i forhold til en 10-årig nominel statsobligation en betydelig risikopræmie!

Hos REIT Adviser forventer vi ved indgangen til 2025 over 10% underliggende årligt afkast i løbet af de kommende 5 år fra porteføljens selskaber og 15% afkast på foreningens andele som følge af en indsnævring i fremtalte rabat i forhold til NAV. 4 kvartal 2024 viste imidlertid, at det kortsigtede afkast slet ikke har noget med de underliggende fundamentale forhold at gøre, hvorfor det er vanskeligt at sige, hvornår en ny up-trend vil indtræffe.

Hvorvidt vi tager fejl og 4. kvartal 2024 skal vise sig at være en budbringer om vanskeligere tider for ejendomsmarkedet og specielt logistiksegmentet er selvfølgelig et spørgsmål. Vi vurderer imidlertid, at 4. kvartal 2024 er et falsk signal og dermed en købsmulighed. Selskaberne er balancemæssigt robuste selv efter de sidste to års prisfald på ejendomme på 10-20%. Prisfaldene har afstedkommet en række tilpasningsmanøvrer i form af frasalg og refinansiering som i al væsentlig er tilendebragt. Indtjeningen er samtidig robust og flere selskaber har indledt forsigtige væksttiltag.

Rabatten på europæiske børsnoterede ejendomme er som sagt betydelig og de europæiske ejendomsaktier tilbyder nu et udbytteafkast på over 5% mod US-ejendomsaktier, som tilbyder 3,75%. Vigtigt i den sammenligning at nævne at amerikanske ejendomsselskaber som helhed udbetaler i en større del af det frie cash-flow i udbytte end de europæiske. De europæiske ejendomsselskaber finansierer sig til noget lavere renter og kan i højere grad betegnes som CBD- og boligtinge, mens US-ejendomsselskaberne i betydelig grad indeholder tech-infrastruktur. Som på mange andre markeder viser sammenligningen mellem Europa og US, at de indbyggede forventninger til US er enorme. Vi forventer en reversering heraf udløst af øget private equity aktivitet i Europa i form af virksomhedsovertagelser.

PORTEFØLJENS EKSPONERING DEC. 2024

	<u>Porteføljie</u>	<u>Pris/NAV</u>	<u>Startafkast</u>
Boligselskaber	38%	0,70	3,75%
Kontorselskaber (CBD)	22%	0,70	4,00%
Logistik og selfstorage	18%	0,85	5,15%
Shopping centre og hotel	17%	0,70	6,00%
Health-care aktiver	5%	0,65	5,25%
	100%	0,70	

Omlægninger i 4. kvartal

I Q4 solgte vi resten af eksponeringen til **Deutsche Wohnen (DW)** og købte i stedet andre tyske og svenske boligaktier (**TAG Immobilien, Wallenstam** og **Balder**).

Case-eksempler på næste side - LEG (tysk bolig) og Argan (fransk logistik)

Da meget af ovenstående er top-down argumenter, som vi tidligere har underholdt om, har vi i denne udgave valgt at give en kort intro på næste side til to af vores mest overvægtede selskaber og hvorfor vi vurderer, at prissætningen heraf er alt for lav.

Fonden vokser fortsat med en stigning i den cirkulerende mængde i 2024 på knap 15 pct. Vi siger velkommen og tak til nye og gamle investorer.

mvh. Lars, Morten og Søren

LEG (tysk bolig)

LEG er en core holding i vores portefølje med en vægt på 9,4 pct. LEG er efter Vonovia det næststørste tyske boligselskab med ca. 165.000 boliger i NRW-området i Tyskland. LEG er en veltrimmet boligmaskine med en god ledelse og en meget flot ESG profil. Selskabet flager, at de er færdig med nedskrivninger og helt færdig med at slanke balancen og ser nu ind i en fremtid med vækst i lejeindtægterne i niveauet 3-4 pct.

Vi mener, at den nuværende prissætning på kurs 81 er alt for lav baseret på følgende:

Selskabets ejendomme er i dag værdiansat til 18,4 mia. euro og den nuværende Enterprise Value er knap 15 mia. euro. - med andre ord en rabat på knap 20 pct. Fratrækker man gælden og ser på Pris/indre værdi, handler selskabet med en rabat på 35 pct.!

Selskabet er ikke en REIT og bestemmer derfor selv sin udbytteprocent, som pt. er historisk lav, men alligevel 3,6 pct. svarende til godt 200 mio. euro. Selskabet udbetaler 1/3 af EBIT på godt 600 mio. euro, og kunne sagtens udbetale det dobbelte, idet renteudgifterne kun er 150 mio. euro. Selskabet er pt. ekstremt forsigtig, da der fokuseres på at nedbringe LTV (Loan To Value), som pt. er lidt i overkanten på 48,5 pct. Selskabet vil gerne ned på 45 pct., hvilket vi forventer sker i løbet af 2025.

Selskabets boliger er værdiansat til 1600 euro/m², hvilket er forsigtigt og i absolut forstand billigt, når man tænker på m²-priser på nye boliger i Tyskland er ca. 4000 euro som gennemsnit i de større byer i Tyskland. Sammenlignet med København er det ekstremt billigt. Hertil kommer, at der opføres alt for få boliger i Tyskland, så hver gang LEG har en bolig til udlejning er der en venteliste på 100-200 ansøger. Lejen i Tyskland er politisk reguleret, men vokser alligevel 3-4 pct. om året. Disse lejestigninger vil i de kommende år slå direkte igennem på værdiansættelsen af ejendomme og således uden cash-flowet skabe et afkast på ca. 7 pct. pga. gearingen. Tillægger man cash-flowet, er vi over 12 pct. i årlige afkast.

Argan (logistik frankrig)

Vi er meget glade for selskabet Argan (knap 4 mia. euro ejendomme), og fonden har en betydelig overvægt i aktien som pt. udgør ca. 5 af porteføljen. Aktien tabte ca. 28% i værdi i 2024 - uden andet end positive selskabs relaterede nyheder!

Fundamentalt set er selskabet det ledende logistikselskab i Frankrig med de laveste driftsomkostninger. Det udvikler selv sine klimaneutrale logistikfaciliteter og er særlig tung indenfor den stabile fødevarer sektor. Selskabet har præsteret konstant indtjeningsfremgang i alle de seneste 10 år og har altid betalt stigende udbytte (nu over 5%). For 2024 ser det ud til, at Argan overgår sin "guidance", har 0 pct. tomgang for andet år i træk, og har overgået sig selv i udvikling af nye ejendomme med pæne udviklingsgevinster. Selskabet har en Investment grade rating. Tilpasningen af afkastkrav for logistikcentre i Frankrig blev nået ved halvåret 2024 med 5,3% og er siden vejet til 5,2%, hvilket har givet en værdistigning på selskabets ejendomme i 2. halvår.

Disse fundamentale styrker, præstationer og markedsforhold har imidlertid ikke haft væsentlig betydning for aktiens prisudvikling, specielt siden Trump-valget, og kan nu erhverves til 25% under indre værdi! Vi forventer fortsat selvudviklet vækst for selskabet i de kommende år og er i øvrigt meget imponeret over selskabets dominans i Frankrig, som i øvrigt er et vanskeligt tilgængeligt marked for udenlandske aktører.

Vi spørger os selv, hvorfor det prisfastsættelsesmæssigt kan forholde sig så ekstremt og urelateret til selskabets specifikke virkelighed. Stemningen omkring europæisk økonomi i almindelighed, logistik sektorens aftagende vækst i 2024 og det politiske cirkus i Frankrig er hvad vi kan se som mulige forklaringer. Vi ser Argan aktien som såvel en "tryk havn" i dårlige tider som en solid performer gennem cykler.