

Halfjaarbericht 2025

ASR Property Fund FGR



ASR Property Fund

Voor meer informatie:
ASR Real Estate B.V.
Archimedeslaan 10
3584 BA Utrecht

Telefoon: +31 30 257 98 61

www.asrrealestate.nl

Inhoudsopgave

Kerncijfers

2

Halfjaarbericht

4

Algemeen	4
Strategie van het Fonds	4
Terugblik H1 2025	5
Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)	6
Marktontwikkelingen	8
Vooruitzichten 2025	14
Risico's	15
Portefeuilleontwikkeling	18
Resultaatontwikkeling	20
Analyse relatieve performance van het Fonds	22

Financiële resultaten eerste halfjaar 2025

23

Balans per 30 juni 2025	24
Winst- en verliesrekening	25
Kasstroomoverzicht	26
Toelichting op de balans per 30 juni 2025	27
Toelichting op de winst- en verliesrekening	29
Gebeurtenissen na balansdatum	30

Bijlagen

31

Bijlage 1: Portefeuille beursgenoteerd vastgoed per 30 juni 2025	31
--	----

Kerncijfers

(bedragen x € 1.000 tenzij anders aangegeven)

Portefeuilleresultaat in procenten

	H1 2025	H1 2024
Fondsresultaat		
Direct resultaat	2,7%	2,9%
Indirect resultaat	6,7%	(7,0%)
Fondskosten	(0,3%)	(0,3%)
Totaal fondsresultaat	9,1%	(4,4%)
Rendement per aandeel		
Koersrendement	9,4%	(4,6%)
Totaal rendement per aandeel	9,4%	(4,6%)
Koersverloop (bedragen in euro's)		
Koers begin periode	27,55	28,67
Fondsresultaat	2,59	(1,31)
Koers einde periode	30,14	27,36

De cijfers in deze tabel zijn berekend op basis van standen 31-12-2024 en 30-06-2025.

Portefeuilleresultaat in bedragen

	30 juni 2025	31 december 2024
Netto vermogenswaarde fonds	260.595	266.613
Beursgenoteerd vastgoed	257.770	263.259
Overige activa	7.013	4.450
Totaal activa fonds	264.783	267.709

Kernresultaten

	H1 2025	H1 2024
Beursgenoteerd vastgoed		
Dividend vastgoedaandelen	6.494	5.823
Gerealiseerd verkoopresultaat	556	1.647
Waarderingsresultaat vastgoedaandelen	17.559	(18.366)
Overige koers- en valutaresultaten	(22)	(45)
Totaal beursgenoteerd vastgoed	24.587	(10.941)
Fondskosten		
Beheerfee	(597)	(586)
Administratieve kosten	(53)	(48)
Overige kosten	(99)	(73)
Totaal fondskosten	(749)	(707)
Financieringsresultaat (netto)	4	33
Fondsresultaat na belastingen	23.842	(11.615)

Halfjaarbericht

De directie biedt hierbij haar jaarverslag aan voor het jaar dat geëindigd is op 30 juni 2025.

Algemeen

ASR Property Fund (hierna 'het Fonds') is opgericht op 4 januari 2021 naar Nederlands recht en gevestigd aan de Archimedeslaan 10, 3584 BA in Utrecht. Het Fonds is een voortzetting van het ASR Property Fund N.V., dat opgericht is op 1 maart 2006. Laatstgenoemde heeft haar activiteiten per 31 december 2020 gestaakt en de activa overgedragen aan het Fonds. Het Fonds heeft als doel om ten behoeve van participanten vermogen te beleggen in onroerende zaken alsmede hiervan afgeleide financiële instrumenten en vermogenswaarden, op zodanige wijze dat de risico's worden gespreid en aantrekkelijke rendementen kunnen worden behaald. Het Fonds heeft geen personeel in dienst.

Binnen a.s.r. real estate ('AIF Manager') is a.s.r. real assets investment partners verantwoordelijk voor het selecteren en monitoren van de asset managers aan wie dagelijks beheer van de beursgenoteerde vastgoed-aandelen is uitbesteed. AXA REIM SGP (hierna 'AXA') en Van Lanschot Kempen Investment Management B.V. (hierna 'VLKIM') hebben beide een mandaat gekregen voor het dagelijks beheer van de beursgenoteerde vastgoedaandelenportefeuille. De administratie van het Fonds is uitbesteed aan Caceis Netherlands N.V. (hierna 'Caceis'). Daarnaast is BNP Paribas S.A. (hierna 'BNP') aangesteld als AIF-Depositary van het Fonds en als custodian van de beursgenoteerde vastgoedaandelen. Zij is onder meer belast met de bewaking van de kasstromen alsmede de bewaring van de effecten in de beleggingsportefeuille van het Fonds.

In het prospectus van het Fonds wordt nader ingegaan op de structuur van het Fonds, waaronder de governance.

Strategie van het Fonds

Het Fonds streeft ernaar om 100% van alle activa te beleggen in Europees beursgenoteerd vastgoed en maakt geen gebruik van derivaten en vreemd vermogen. Particulieren kunnen enkel beleggen in het Fonds via unit-linked polissen en pensioenproducten van a.s.r. De strategie voor de beursgenoteerde vastgoedaandelen is gericht op de meest liquide Europese beursgenoteerde vastgoedondernemingen, waarbij er maximaal 25% kan worden belegd in het Verenigd Koninkrijk genoteerde vastgoedondernemingen. Door te kiezen voor Europees beursgenoteerd vastgoed krijgen beleggers toegang tot de Europese vastgoedmarkt, aantrekkelijke dividendrendementen en liquiditeit.

Beursgenoteerde vastgoedaandelen kunnen door hun liquide karakter de flexibiliteit bieden om bijvoorbeeld in- en uitstroom van participanten te faciliteren. Waarbij wordt gepoogd om zo stabiel mogelijke (relatieve) rendementen voort te brengen, ondanks het beurskarakter van de beleggingsportefeuille. Derhalve hebben de asset managers van de beursgenoteerde vastgoedaandelen een beperkte mogelijkheid gekregen om af te wijken van de benchmark (tracking error van maximaal 1,5%) waartegen de resultaten van de portefeuille worden afgemeten.

De gehele portefeuille wordt afgezet tegen een benchmark bestaande uit een samenstelling van de volgende indices:

- 50% FTSE EPRA/NAREIT Developed Europe Liquid 40 Capped;
- 50% FTSE EPRA/NAREIT Developed Europe Liquid 40 ex UK Capped.

Terugblik H1 2025

Het Fonds behaalde in H1 2025 een fondsresultaat van 9,1% na fondskosten. Het direct rendement bedroeg 2,7%, en bestond uit een dividendrendement van 2,5% en een gerealiseerd verkoopresultaat van 0,3%.

Het indirect rendement was 6,7%, terwijl de fondskosten +/- 0,3% bedroegen. Medio 2025 bestond het Fonds voor 97% uit beursgenoteerd vastgoed en voor 3% uit liquiditeiten en vorderingen.

Zoals benoemd in de vooruitzichten voor 2025 (jaarverslag 2024) hadden met name macro-economische en geopolitieke factoren invloed op de koersontwikkelingen van Europees beursgenoteerd vastgoed. Vanaf pagina 10 wordt nader ingegaan op de ontwikkelingen en gebeurtenissen die invloed hadden op het resultaat van de beursgenoteerde vastgoedportefeuille. In een jaar van volatiele koersontwikkelingen pakten de keuzes op portefeuilleniveau per saldo positiever uit ten opzichte van de benchmark. Op pagina 22 wordt het relatieve resultaat van de beleggingen van het Fonds toegelicht.

Het fondsmanagementteam kwam in H1 2025 vijfmaal bijeen, waarvan tweemaal met de statutaire directie van de AIF manager. De Raad van Advies kwam eenmaal bijeen, terwijl er eenmaal een participantenvergadering werd gehouden. Onder andere de volgende onderwerpen werden behandeld tijdens de vergaderingen:

- Jaarverslag 2024;
- Ontwikkelingen participanten;
- Communicatie met stakeholders;
- Marktontwikkelingen Europees beursgenoteerd vastgoed.

Gedurende 2025 kwam het fondsmanagementteam maandelijks bijeen met zowel AXA als VLKIM, als onderdeel van de reguliere monitoringswerkzaamheden. Gedurende het jaar werd op momenten dat de Europese beursgenoteerde vastgoedmarkt uitzonderlijke koersontwikkelingen doormaakten tevens contact gezocht met AXA en VLKIM.

Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR)

Het Fonds handelt in lijn met het EU Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) en heeft haar SFDR-verklaring gepubliceerd op haar website. Conform SFDR classificeert het Fonds als financieel product die ecologische karakteristieken promoot zoals uiteengezet in Artikel 8 lid 1 van Verordening (EU) 2019/2088.

Het Fonds promoot de ecologische doelstelling 'mitigatie van klimaatverandering', conform artikel 9 van de EU Taxonomieverordening. De volgende ecologische kenmerken worden gepromoot door het Fonds.

Bijdragen leveren aan het milieu en de maatschappij:

- Het aangaan van lange termijnrelaties met partijen die ook ecologische en maatschappelijke doelstellingen nastreven;
- Het hebben van positieve sociale en ecologische scores op portefeuilleniveau;
- Het hebben van (onderliggende) beleggingen die bijdragen aan de mitigatie van klimaatverandering.

De indicatoren die worden gebruikt om de voortgang in het behalen van de ecologische en sociale doelstellingen te meten zijn te vinden in het ESG-beleid van het Fonds en in onderstaande tabel. Aanvullende toelichting op deze strategische doelstellingen is terug te lezen in het ESG-beleid van het Fonds. Dit ESG-beleid wordt jaarlijks herijkt en gepubliceerd op de website van a.s.r. real estate. Er is geen index als referentiebenchmark inzake duurzaamheid aangewezen. Additionele fondsspecifieke informatie over SFDR en EU Taxonomy kunt u eveneens vinden op de [website van a.s.r. real estate](#).

Strategische doelstellingen 2025

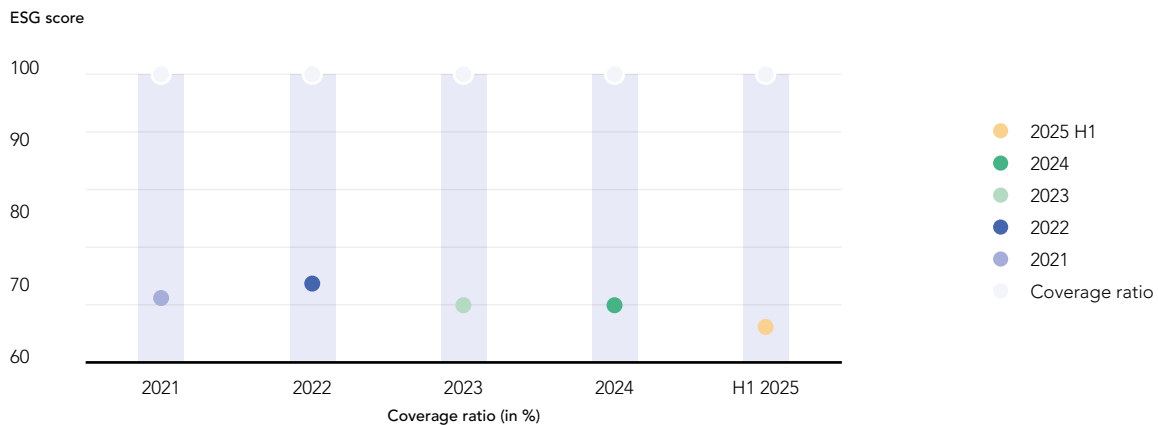
		Target 2025	Actuals H1 2025
	Environmental		
	Coverage ratio beursgenoteerde vastgoedportefeuille voor ESG score	≥95%	beschikbaar per jaareinde
	Minimale relatieve ESG score beursgenoteerde vastgoedportefeuille	≥65	beschikbaar per jaareinde
	Beschikbare CO ₂ voetafdruk van de beursgenoteerde vastgoedportefeuille	≥95%	beschikbaar per jaareinde
	Net zero carbon commitments in portefeuille	≥95%	beschikbaar per jaareinde
	- Science Based Targets voor net zero carbon commitments in portefeuille	≥75%	beschikbaar per jaareinde
	GRESB-deelname portefeuille (onderliggende beleggingen)	≥75%	beschikbaar per jaareinde
	- Streefscore GRESB (gewogen gemiddeld)	≥75	beschikbaar per jaareinde
	Rekening houdend met fysieke klimaatrisico's	50%	beschikbaar per jaareinde
	Social		
	Persoonlijke ontwikkeling medewerkers		
	- Opleiding en seminars (% jaarlijkse loonsom)	1%	beschikbaar per jaareinde
	- Duurzame inzetbaarheid medewerkers (% jaarlijkse loonsom)	1%	beschikbaar per jaareinde
	Focus op gezondheid en welzijn (eMood score®)	≥7,5	beschikbaar per jaareinde
	Governance		
	Betrouwbare bedrijfsvoering	✓	
	Alignment met duurzaamheidsrichtlijnen	✓	

Beursgenoteerd Vastgoed

Binnen het beleggingsproces van beursgenoteerde vastgoedondernemingen wordt duurzaamheid als belangrijk onderdeel beschouwd door zowel AXA als VLKIM. De asset managers hebben zowel modellen als ESG-experts tot hun beschikking bij het meenemen van duurzaamheidsfactoren in het beleggingsproces.

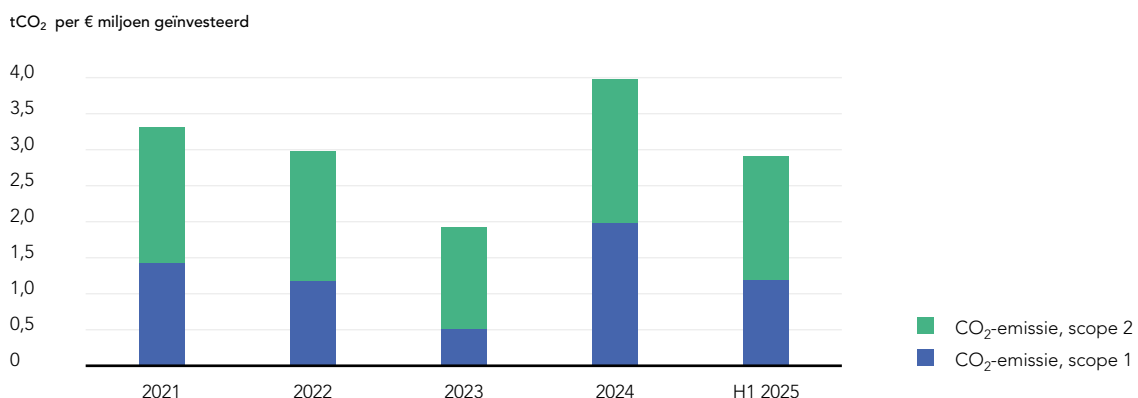
Het doel van het Fonds is om de ESG-prestatie van beursgenoteerde vastgoedondernemingen transparant en objectief te meten. Sinds 2018 is inzicht verkregen in de ESG-prestatie van beursgenoteerde vastgoedondernemingen. Dit gebeurt middels de ESG score van Refinitiv. Ten opzichte van eind 2024 is de ESG score van de beursgenoteerde portefeuille licht gedaald naar 65 (2024: 68). Daarnaast is 100% (ultimo 2024: 100%) van de portefeuille voorzien van een ESG score (coverage ratio). Het Fonds heeft de doelstelling om in 2025 - 2027 een relatieve ESG score te behalen van ≥ 65 en een coverage ratio van $\geq 95\%$.

Figuur 1 ESG score beursgenoteerd vastgoed



Medio 2025 is de CO₂-voetafdruk van 94% (2024: 94%) van de beleggingen van het Fonds gemeten. Daarbij wordt de CO₂-voetafdruk berekend op basis van 'best effort' met de beschikbare en meest recente gegevens uit betrouwbare bronnen, zoals Refinitiv Workspace. De uitkomsten kunnen wijzigen doordat de portefeuille en CO₂-data onderhevig zijn aan verandering. De CO₂-uitstoot van de portefeuille van het Fonds bedraagt medio 2025 300k CO₂ per € 1m (2024: 4 ton CO₂). Per 1 januari 2025 zijn een groot aantal beursgenoteerde vastgoedondernemingen onderworpen aan CSRD-regelgeving. Als gevolg hiervan wordt de duurzaamheidsdata van deze bedrijven gecontroleerd door externe accountants. Een verklaring voor een deel van de significante stijging in CO₂-data vanaf het boekjaar 2024 kan worden gevonden in verbeterde datakwaliteit.

Figuur 2 CO₂-voetafdruk



Marktentwikkelingen

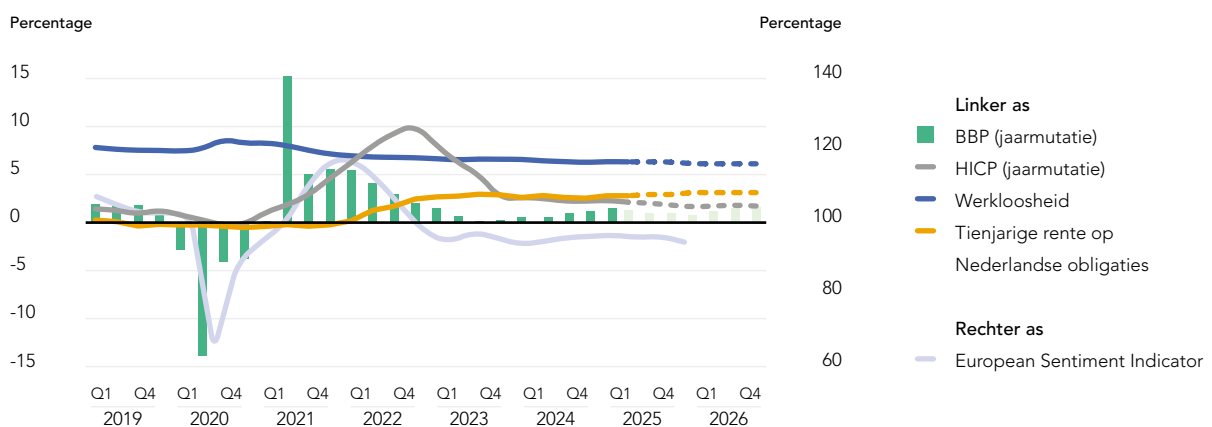
In het eerste halfjaar van 2025 bleef de wereldeconomie groeien, zij het in een gematigder tempo dan in 2024. De mondiale groei wordt geraamd op circa 3%, met name gedragen door de Verenigde Staten en opkomende markten. De eurozone kende een bescheiden herstel met een verwachte groei van 0,9% voor heel 2025, na een vergelijkbare groei in 2024 (Europese Commissie (EC), 2025). In Nederland wordt voor 2025 een bbp-groei van 1,1% voorzien, waarbij de particuliere consumptie en overheidsbestedingen de belangrijkste drijvers zijn (DNB, 2025).

De economische dynamiek werd in belangrijke mate beïnvloed door geopolitieke spanningen en handelsmaatregelen. De herinvoering van Amerikaanse invoertarieven begin 2025 leidde tot verhoogde onzekerheid in de wereldhandel. Dit remde de uitvoer en investeringen, met name in exportgerichte economieën zoals Duitsland en Nederland. De inflatie in de eurozone daalde verder in de eerste helft van 2025. De algemene inflatie kwam uit op 2,2% jaar-op-jaar, terwijl de kerninflatie (exclusief energie en voeding) hardnekkig hoog bleef op 2,7%. In Nederland wordt voor 2025 een inflatie van 3,0% verwacht, wat nog steeds boven het streefniveau van de ECB ligt (a.s.r vermogensbeheer, 2025).

Als reactie op de afkoelende economie en de dalende inflatie heeft de Europese Centrale Bank in de eerste helft van 2025 haar beleidsrente verder verlaagd van 3% naar 2%. De rente op 10-jaars staatsobligaties bleef relatief stabiel, mede door de toegenomen vraag naar veilige havens in een onzekere geopolitieke context. Het producenten- en consumentenvertrouwen bleef in de eerste helft van het jaar onder druk staan, hoewel er tekenen zijn van stabilisatie. Inkoopmanagersindices in de eurozone wijzen op een licht herstel in de industrie, terwijl de dienstensector gematigd blijft groeien (a.s.r vermogensbeheer, 2025).

De vooruitzichten voor de tweede helft van 2025 blijven onzeker. Positieve factoren zijn onder meer de verwachte verdere renteverlagingen, een robuuste arbeidsmarkt en een lichte opleving van de wereldhandel. Tegelijkertijd blijven risico's zoals escalatie van handelsconflicten, politieke instabiliteit in de VS en Europa, en spanningen in het Midden-Oosten zwaar wegen op het sentiment (EC, 2025; DNB, 2025).

Figuur 3 Economische indicatoren Europa



Bronnen: DNB, 2024; Eurostat, 2024; OECD, 2024.

Europese vastgoedbeleggingsmarkt

In het eerste halfjaar van 2025 zette het herstel van de Europese vastgoedmarkten voorzichtig door, ondanks aanhoudende geopolitieke spanningen en een verslechtering van het mondiale economische sentiment. In het eerste kwartaal van 2025 werd voor Europa een investeringsvolume van € 45,7 miljard genoteerd, een stijging van 6% ten opzichte van Q1 2024. Over de afgelopen twaalf maanden bedroeg het totale volume € 213,4 miljard, een toename van 25% jaar-op-jaar (CBRE, 2025).

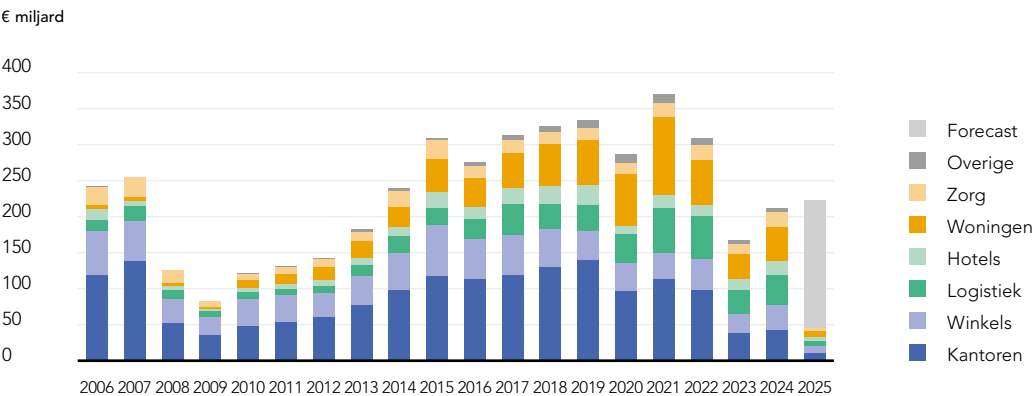
De markt laat een breed gedragen herstel zien, met stijgende volumes in de drie grootste markten: het Verenigd Koninkrijk (+23%), Duitsland (+22%) en Frankrijk (+26%). Ook andere landen zoals Italië (+59%), Spanje (+26%), Nederland (+25%) en de Nordics (+29%) lieten een sterke groei zien (CBRE, 2025). Hoewel het investeringsvolume toeneemt, blijft het niveau in historisch perspectief gematigd. De recente stabilisatie van vastgoedwaarderingen sinds begin 2024 heeft geleid tot een betere afstemming tussen kopers en verkopers, wat in het eerste halfjaar van 2025 resulteerde in een toename van het aantal transacties. Toch blijven investeerders voorzichtig, mede door de geopolitieke onzekerheden en het nog beperkte effect van renteverlagingen op de investeringsbereidheid.

Tabel 1 Investeringsvolumes Europese vastgoedmarkt

Land	aandeel in totaal volume	Investeringsvolume (in € miljarden)			Vershil
		2025 H1	2024 H1	j-o-j	hist. gem. H1
Frankrijk	10%	21.405	17.039	26%	-16%
Duitsland	17%	37.026	30.374	22%	-32%
Spanje	7%	15.706	12.471	26%	58%
VK	32%	70.454	57.092	23%	13%
Nederland	6%	12.259	9.812	25%	3%
Totaal (5 landen)	71%	156.850	126.788	24%	-33%

De sectorale verdeling van investeringen laat zien dat woningvastgoed zich heeft gevestigd als grootste segment, met een stijging van 35% in de afgelopen twaalf maanden. De sectorale verdeling van investeringen laat zien dat winkels zich heeft gevestigd als grootste segment, met een stijging van 35% in de afgelopen twaalf maanden. Woningen (+27%), logistiek vastgoed (+23%), zorgvastgoed (+12%) en kantoren (+9%) lieten eveneens groei zien. Alleen de hotelsector kende stabilisatie tot een lichte daling in investeringsvolume (-/- 1%).

Figuur 4 Europese vastgoed investeringsvolume



Bron: CBRE, 2024

De verwachting is dat verdere renteverlagingen door de ECB en een dalende inflatie in de tweede helft van 2025 kunnen bijdragen aan een verdere opleving van de investeringsactiviteit. De markt lijkt zich langzaam te herstellen, maar het tempo blijft afhankelijk van externe factoren zoals het geopolitieke klimaat en het vertrouwen in de economische vooruitzichten.

Europese beursgenoteerde vastgoedmarkt

In de volgende paragrafen zal nader worden toegelicht waar het rendement op de beursgenoteerde vastgoedportefeuille vandaan kwam gedurende H1 2025. Waarbij zal worden stilgestaan bij zowel macro- als meso-economische ontwikkelingen die invloed hadden op de koersontwikkelingen van Europees beursgenoteerd vastgoed.

Koersverloop H1 2025

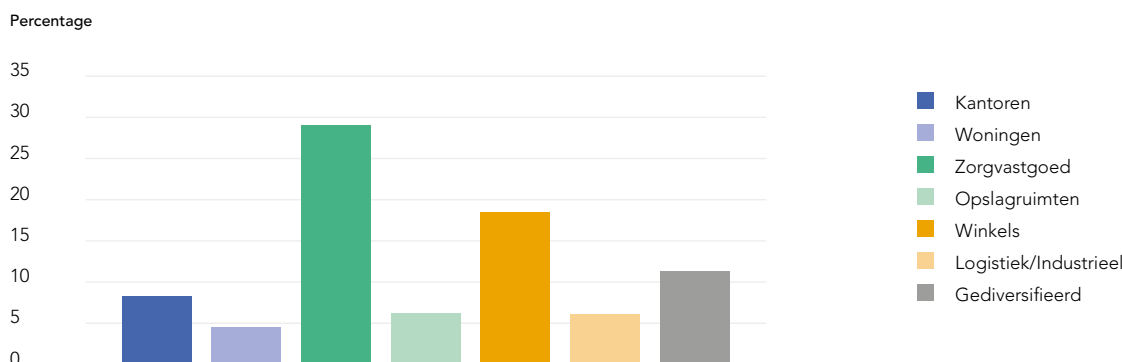
Het jaar 2025 begon in de basis net zoals het voorgaande jaar (2024) werd afgesloten. Namelijk, volatiel en met een bovengemiddelde focus op (1) het aantal te verwachten renteverlagingen van centrale banken en (2) inflatiecijfers die deze beslissingen dienen te ondersteunen.

Het eerste kwartaal werd met een licht negatief totaalrendement van circa -/- 1% afgesloten. Ter referentie: in Q1 2025 behaalde een algemene Europese aandelenindex (Stoxx600) een rendement van circa 5,9%. Met name de maand maart viel hierbij voor Europees beursgenoteerd vastgoed in negatieve zin op. Het aangekondigde voornemen van de Duitse regering om fors te investeren in defensie en infrastructuur had een stuwend effect op rentes van Duitse staatsobligaties. Op momenten dat Duitse staatsobligatierentes en/of andere marktrenten stijgen maken Europese beursgenoteerde vastgoedaandelen doorgaans negatieve koersontwikkelingen door.

Op 2 april 2025 kondigde de Amerikaanse regering nieuwe invoertarieven aan voor haar handelspartners, volgens de Amerikaanse president genaamd 'Liberation Day' (Reuters, 2025). Wat hierop volgde was een kwartaal van onzekerheid en bovengemiddelde volatiliteit op financiële markten. Beleggers leken in deze periode te kiezen voor Europa én veilig gewaande beleggingscategorieën ten aanzien van de impact van de invoertarieven, waaronder Europees beursgenoteerd vastgoed. Met name het totaalrendement voor Europees beursgenoteerd vastgoed in de maand april viel in positieve zin op. Waar de meeste beleggingscategorieën door de toegenomen onzekerheid een negatief totaalrendement lieten zien, noteerde Europees beursgenoteerd vastgoed een positief totaalrendement van 5,9%. Dit positieve sentiment hield stand gedurende het tweede kwartaal, waarbij Europees beursgenoteerd vastgoed het kwartaal met een totaalrendement van 11% afsloot. Ter referentie: in Q2 2025 behaalde een algemene Europese aandelenindex (Stoxx600) een rendement van 3,3%.

Gedurende H1 2025 brachten alle sectoren binnen Europees beursgenoteerd vastgoed positieve totaalrendementen voort. De sector met de meest positieve koersontwikkelingen was zorgvastgoed, gevolgd door winkels. Verderop in het verslag zal worden ingegaan op de meso-economische ontwikkelingen die eveneens een invloed hadden op de koersontwikkelingen binnen Europees beursgenoteerd vastgoed.

Figuur 5: koersontwikkelingen per sector gedurende H1 2025



Bron: Datastream, 2024

Meso-economische ontwikkelingen

Naast macro-economische ontwikkelingen vonden er in H1 2025 tevens meso-economische ontwikkelingen plaats die van invloed waren op de koersbewegingen van Europese beursgenoteerde vastgoedaandelen. In het eerste halfjaar brachten beursgenoteerde vastgoedondernemingen hun jaarverslagen naar buiten. In het huidige tijdperk van hogere rentes wordt bij het uitbrengen van rapportages nadrukkelijker gekeken naar de afwaarderingen van de onderliggende portefeuilles.

Na een periode van afwaarderingen, door hogere rentes, leek 2024 het jaar te zijn waarin de waarderingen van de onderliggende portefeuilles van beursgenoteerde vastgoedondernemingen stabiliseerden. Zie ook 'Ontwikkelingen Europese vastgoedmarkt' op de volgende pagina.

Als wordt gekeken naar de operationele resultaten van Europese beursgenoteerde vastgoedbedrijven kunnen deze robuust worden genoemd, met name de huurgroei. De meeste huurgroei werd gerealiseerd door bedrijven die zich richten op studentenhuysvesting, gevolgd door winkels en logistiek vastgoed. Een groot deel van de huurgroei kon worden toegerekend aan indexaties van lopende huurcontracten. De gerealiseerde huurgroei lag grotendeels in lijn met de verwachtingen van analisten en in enkele gevallen erboven dan wel daaronder.

Binnen het beleggingsuniversum van het fonds waren in H1 2025 een viertal bedrijven betrokken bij (potentiële) overnames, waarvan allen zich richten op zorgvastgoed. Na een periode van negatieve koersontwikkelingen voor zorgvastgoed (2022 – 2024) is de sub-sector in het vizier gekomen van private-equity partijen. Mede door de overnameperikelen hebben enkele van deze vastgoedondernemingen bovengemiddeld positieve koersontwikkelingen laten zien gedurende H1 2025.

Op deze pagina zal per sector worden ingegaan op de ontwikkelingen op de Europese niet-beursgenoteerde vastgoedmarkt, waar Europese beursgenoteerde vastgoedondernemingen de facto ook mee te maken hebben.

Ontwikkelingen Europese vastgoedmarkt

In de eerste helft van 2025 zette het herstel van de Europese vastgoedmarkt door, met in alle sectoren een positief totaalrendement. Een belangrijke drijver hiervan was de versoepeling van het monetaire beleid: sinds juni 2024 heeft de ECB meerdere renteverlagingen doorgevoerd, wat het investeringsklimaat merkbaar heeft verbeterd. De spread tussen het aanvangsrendement en de 10-jaars staatsobligatierente is gestabiliseerd, nadat deze eerder was afgenomen door de stijgende obligatierente. In alle sectoren ligt deze spread momenteel onder het 15-jaarsgemiddelde. Een te lage yield spread kan duiden op een relatief hoge waardering. De verwachting is dat de 10-jaars staatsobligatierentes in de eurozone in de komende kwartalen licht zullen oplopen, wat blijvende druk op de relatieve waarderingen met zich meebrengt (BNP, 2025; LaSalle, 2025; MSCI, 2025). Hieronder de ontwikkelingen per vastgoedsector.

Winkels

In de eerste helft van 2025 kende de Europese winkelsector een sterke opleving, waarbij de investeringsvolumes met 32% toenamen. De fundamenteen zijn verbeterd, mede dankzij een verdere daling van de leegstand, die inmiddels onder het 15-jaarsgemiddelde ligt. Deze ontwikkeling wordt ondersteund door het herstel van het toerisme en een stijgende koopkracht onder consumenten. Tegelijkertijd is het consumentenvertrouwen in Europa aan het einde van het tweede kwartaal licht gedaald, voornamelijk als gevolg van aanhoudende geopolitieke onzekerheden. Desondanks blijven de gebruikersmarkten veerkrachtig. Door aanbodbeperkende factoren zijn de markthuren licht gestegen, met name in high street en dominante winkelcentra. Naar verwachting zal de gematigde huurgroei de komende jaren doorzetten, met name voor de kernlocaties (BNP, 2025; LaSalle, 2025; Eurostat, 2025; MSCI, 2025).

Kantoren

De waarderingen in de Europese kantorenmarkt bewegen richting een stabiel en neutraal niveau, hoewel de signalen voor herstel nog voorzichtig zijn. De markt blijft gekenmerkt door een sterk gepolariseerd beeld: de kloof tussen hoogwaardige, ESG-bestendige kantoren op toplocaties en verouderde objecten op secundaire locaties neemt verder toe. De vraag naar kantoorruimte is verder afgenomen, mede doordat veel bedrijven nog zoeken naar de juiste balans in hybride werken. Hierdoor is de leegstand verder opgelopen en bevindt zich inmiddels boven het 15-jaarsgemiddelde, waarmee het een historisch hoogtepunt nadert. De gebruikersvraag concentreert zich vrijwel uitsluitend op duurzame, moderne kantoren op centrale locaties, die voldoen aan veranderende voorkeuren op het gebied van werkomgeving en ESG-criteria (BNP, 2025; AEW, 2025a; MSCI, 2025).

Logistiek

De logistieke vastgoedsector heeft een stabiel beeld in de eerste helft van 2025 laten zien. De fundamenteen voor logistiekvastgoed blijven erg positief door de blijvende toename aan e-commerce en het terugbrengen van productie. Ook kan de verwachte Europese defensie uitgaven een positieve rol spelen. Tegelijkertijd kunnen geopolitieke spanningen en onzekerheden rondom handelstarieven van invloed zijn op de toekomstige vraagontwikkeling. In de jaren 2021 en 2022 werd er fors bijgebouwd, wat in 2023 en 2024 leidde tot een tijdelijk overaanbod. Inmiddels is het aanbod weer aan het normaliseren. Naar verwachting zal de balans tussen vraag en aanbod zich de komende jaren verder stabiliseren. Wel is de leegstand als gevolg van het eerdere overaanbod

verder opgelopen en beweegt deze richting het 15-jaarsgemiddelde. De markt blijft echter fundamenteel gezond, met name in regio's met beperkte nieuwbouwmogelijkheden en sterke gebruikersvraag (BNP, 2025; AEW, 2025b; MSCI, 2025).

Woningen

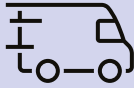
De Europese woningmarkt blijft gekenmerkt door een structureel tekort aan aanbod, zowel in de huur- als koopsector. Vooral in stedelijke gebieden staat de betaalbaarheid onder druk, mede door de toenemende urbanisatiegraad in Europa, die de vraag naar woningen in deze regio's verder versterkt. De leegstand is relatief laag en bevindt zich rond het 15-jaarsgemiddelde van circa 2%, wat zeer laag is te noemen. Tegelijkertijd zorgen toenemende reguleringen op de Europese huurmarkt, gericht op huurbescherming, voor onzekerheid bij investeerders. Deze regelgeving verschilt sterk per land en is bovendien aan verandering onderhevig. Dit heeft een drukkend effect op inkomstenontwikkeling, maar een positieve invloed op verbetering van betaalbaarheid en dus maatschappij. Al met al blijven de fundamenteën voor de Europese woningsector zeer sterk, gedreven door structurele vraag, beperkte nieuwbouw en stabiele gebruikersmarkten (BNP, 2025; AEW, 2025c; Greenstreet, 2025; MSCI, 2025).

Zorgvastgoed

De vergrijzing en de toenemende zorgvraag in Europa blijven de belangrijkste structurele drijfveren voor de zorgvastgoedsector. De bezettingsgraad in de zorgvastgoedsector is hoog, wat wijst op een gezonde en stabiele gebruikersmarkt. Huurcontracten in deze sector zijn doorgaans langlopend en worden veelal geïndexeerd op basis van inflatie, wat resulteert in voorspelbare en stabiele kasstromen (Green Street, 2025).

Outlook Europese vastgoedmarkt (per sector)

Sector	Outlook per sector	Focus
Winkels 	De winkelsector laat tekenen van herstel zien, met name in toeristische gebieden en binnensteden. Convenience retail, zoals supermarkten en buurtwinkelcentra, blijft goed presteren door de stabiele vraag naar dagelijkse benodigdheden. Tegelijkertijd blijft de huurgroei in veel gevallen achter bij inflatie, wat het belang van locatie onderstreept. De relatief hoge aanvangsrendementen maken retail aantrekkelijk voor beleggers die op zoek zijn naar direct rendement.	• Wijk- en buurtwinkelcentra met significante exposure naar supermarkten (convenience retail). • Selectief high street retail in sterke steden met hoge passantenstromen en toerisme. • Dominante winkelcentra met een sterke operator en multichannel strategie.
Kantoren 	De kantorenmarkt in Europa blijft sterk gepolariseerd. Aan de ene kant is er een aanhoudende vraag naar moderne, duurzame kantoorgebouwen op toplocaties die voldoen aan de ESG-criteria en veranderende gebruikersvoorkeuren. Deze gebouwen profiteren van een relatief lage leegstand en bieden mogelijkheden voor stabiele huurinkomsten. Aan de andere kant staan verouderde kantoren op secundaire locaties onder druk door hoge leegstand, beperkte aantrekkelijkheid voor huurders en een toenemende behoefte aan renovatie en verduurzaming. De waarderingen lijken zich te stabiliseren, maar herstel is beperkt. Actief assetmanagement is essentieel om waarde te behouden en huurgroei te realiseren.	• Zeer selectief in centrale ESG-bestendige prime CBD-kantoren in de grote steden. • Locaties met goede bereikbaarheid en voorzieningen zijn essentieel in het kader van hybride werken. • Actief assetmanagement is noodzakelijk om waarde te behouden en huurgroei te realiseren.

Logistiek

De logistieke vastgoedmarkt blijft profiteren van structurele trends zoals e-commerce, reshoring en de groeiende behoefte aan efficiënte supply chains. Ondanks een toename van leegstand door normalisatie van de vraag en veel nieuwbouw in de afgelopen jaren, blijven de fundamenteën sterk. In markten met beperkte nieuwbouwmogelijkheden is er ruimte voor huurgroei. De waarderingen zijn aantrekkelijk, mede doordat de huurpotentie geleidelijk wordt gerealiseerd. De sector biedt solide vooruitzichten voor direct rendement.

- Focus op moderne logistieke hubs nabij infrastructuur knooppunten met beperkte nieuwbouwmogelijkheden. Met aandacht voor last-mile delivery en urban infill logistics in dichtbevolkte regio's.
- Selectieve uitbreiding naar niches zoals cold storage en industrial outdoor storage.

Woningen

De Europese woningmarkt wordt gekenmerkt door een structureel tekort aan kwalitatieve en betaalbare huisvesting. Dit tekort wordt versterkt door urbanisatie, demografische ontwikkelingen en een achterblijvend nieuwbouwaanbod. In veel markten liggen contracthuren nog onder het marktniveau, wat ruimte biedt voor huurgroei. Tegelijkertijd zorgen strengere regulering en ESG-verplichtingen voor hogere investeringsbehoeften. De waarderingen zijn in veel markten gestabiliseerd en laten positieve tekenen zien, wat aantrekkelijke instapmomenten creëert, vooral in West-Europa.

- Focus op betaalbare huurwoningen in stedelijke gebieden met structureel woningtekort en sterke demografische groei.
- Studentenhuisvesting en co-living als aanvullende niches voor diversificatie.

Zorgvastgoed

Zorgvastgoed profiteert van structurele demografische trends zoals vergrijzing en de toenemende behoefte aan toegankelijke zorgvoorzieningen. Seniorenhuisvesting en bieden stabiele kasstromen dankzij langlopende huurcontracten en een relatief lage leegstand. De institutionele belangstelling voor deze sector neemt toe, mede door de maatschappelijke relevantie en het stabiele risicoprofiel. Wel is het belangrijk rekening te houden met nationale regelgeving en de noodzaak tot samenwerking met zorgexploitanten.

- Focus op senior housing (care) als gevolg van toenemende vergrijzing in Europa.
- Samenwerking met lokale zorgexploitanten is essentieel voor succesvolle exploitatie.

Vooruitzichten H2 2025

Europese beursgenoteerde vastgoedmarkt

In het jaarverslag 2024 schreven we dat er (destijds) een nieuwe factor was die voor verrassingen kon zorgen op financiële markten. Namelijk, het beleid van de nieuw verkozen Amerikaanse president Donald Trump en diens kabinet. In het eerste helft van dit jaar is gebleken dat het beleid van Donald Trump en diens kabinet de stemming op financiële markten bepaalt. De eerder genoemde invoertarieven zijn hier een voorbeeld van, maar ook het beleid voor binnenlandse (One Big Beautiful Bill) en buitenlandse zaken (Midden-Oosten). Een jaar geleden leken financiële markten gefixeerd op (verwachtingen ten aanzien van) inflatie en hierop volgende rentebesluiten. De Europese en Amerikaanse inflatie die enigszins onder controle lijkt te zijn is inmiddels onderhevig aan de onzekere impact van het beleid van Donald Trump en diens regering.

Eerder dit jaar is gebleken dat Europees beursgenoteerd vastgoed weerbaar kan zijn in onzekere tijden op de korte termijn (zie ook 'Koersverloop H1 2025'). Dit heeft voornamelijk te maken met de volgende factoren:

- Het defensieve karakter van de onderliggende vastgoedportefeuilles, met lange huurcontracten en stabiele kasstromen;
- Aantrekkelijke relatieve waarderingen van beursgenoteerd vastgoed, ook ten opzichte van andere aandelen categorieën.

Wat we in H1 2025 echter ook hebben gezien is dat Europees beursgenoteerd vastgoed op de korte termijn soms achterblijft bij andere beleggingscategorieën, met name algemene aandelen. Dit zijn vooral de momenten wanneer onzekerheid op financiële markten omslaat in opluchting, bijvoorbeeld bij het bereiken van handelsakkoorden met significant lagere tarieven dan vooraf aangenomen. Zolang onderhandelingen over handelstarieven plaatsvinden verwachten wij dat dit effect aanhoudt op de koersontwikkelingen van Europees beursgenoteerd vastgoed. Op de middellange termijn is echter ook Europees (beursgenoteerd) vastgoed gebaat bij gunstige handelsakkoorden en een groeiende wereldeconomie.

Naast toegenomen onzekerheid over het beleid van de Amerikaanse regering zullen renteniveaus nog steeds van invloed zijn op koersontwikkelingen van Europees beursgenoteerd vastgoed. Tot slot zal de mate waarin de beursgenoteerde vastgoedbedrijven operationeel presteren eveneens van belang zijn voor de te behalen totaalrendementen.

Risico's

Voor de beheersing van de risico's heeft de manager het risicomanagement op een integrale wijze vastgelegd. Met als doel om de risico's van de bedrijfsvoering, de financiële positie op portefeuilleniveau en de uitbestedingsrelaties in relatie tot de doelstellingen van het Fonds te beheersen. In het Jaarverslag 2025 wordt uitgebreid ingegaan op het risicomanagementframework.

Financiële risico's			
Risk	Risico acceptatie niveau	Risico mitigerende factor	Impact op het Fonds
Marktrisico	Marktrisico is het resultaat van verschillende trends, zoals de impact van macro-economische veranderingen of de impact van een pandemie of oorlogen, zoals die niet volledig kunnen worden gemitigeerd.	Door voldoende spreiding binnen de portefeuille aan te brengen is het mogelijk om een deel van het bedrijfsspecifieke risico weg te diversifiëren, waardoor vooral blootstelling aan marktrisico overblijft. Marktrisico kan niet gemitigeerd worden en wordt binnen het Fonds geaccepteerd.	In lijn met de marktontwikkelingen werd op beursgenoteerd vastgoed een fondsrendement behaald van 9,1%
Valutarisico	- Valutarisico komt binnen het Property Fund voor bij enkele liquide vastgoedaandelen. - Binnen het Fonds wordt valutarisico niet gehedged.	- GBP blootstelling is gelimiteerd tot max. 25% van haar onroerend goed blootstelling. - Blootstelling naar andere Europese vreemde valuta is niet gelimiteerd. - De benchmark die wordt gevolgd investeert in de meest liquide Europese onroerend goed aandelen. Hierdoor wordt valutarisico automatisch gelimiteerd.	- De valuta exposure bedroeg per 30 juni 2025 15,9% CHF, 15,8% in SEK en 15,5% in GBP. - Het valutaresultaat gedurende H1 2025 bedroeg +/- € 0,5 miljoen.
Renterisico	Het Fonds wordt met eigen vermogen gefinancierd.		
Liquiditeitsrisico	- Participaties in het Fonds zijn illiquide investeringen vanwege de closed-end structuur. - Investeerdere kunnen alleen hun participaties verkopen aan het Fonds.	Beheren van financieringsbronnen, aanhouden van voldoende liquide activa en het bewaken van de liquiditeitspositie.	- Gedurende H1 2025 heeft het Fonds geen issues gehad op het gebied van liquiditeit. - Als gevolg van de combinatie van reguliere en incidentele uitstroom van participanten zal de omvang van het Fonds de komende jaren afnemen en de liquiditeitsbehoefte toenemen om deze uitstroom te faciliteren.

Strategie risico's

Risk	Risico acceptatie niveau	Risico mitigerende factor	Impact op het Fonds
Strategierisico	Het Fonds heeft als beleid het renderend beleggen van vermogen in beursgenoteerd vastgoed. Om de meest aantrekkelijke bedrijven te kunnen selecteren ten aanzien van de verhouding risico ten opzichte van het rendement, is binnen het Fonds deze selectie uitbesteed aan AXA en VLKIM.	- Het Fonds hanteert een mandaat dat door middel van een tracking error beperkt afwijkt van haar benchmark in combinatie met het geringe aantal transacties. - Op operationeel niveau is het strategie risico gemitigeerd door middel van een integraal risico management systeem. - Het strategie risico wordt tevens gemitigeerd door de selectie uit te besteden aan AXA en VLKIM.	Per 4 januari 2021 belegt het Fonds alleen nog maar in beursgenoteerd vastgoed.
Concentratie-risico	- Het Fonds belegt in Europees beursgenoteerd vastgoed. - De beursgenoteerde vastgoedportefeuille hanteert een norm om maximaal 25% te beleggen in het Verenigd Koninkrijk, en de rest in 'continentaal' Europa.	Het Fonds mitigeert het risico door te beleggen in Europese vastgoedaandelen die actief zijn in verschillende vastgoedsectoren.	Gedurende H1 2025 hebben zich geen specifieke issues voorgedaan die gerelateerd zijn aan concentratie risico.

Operationele risico's

Risk	Risico acceptatie niveau	Risico mitigerende factor	Impact op het Fonds
Operationeel risico	Het Fonds heeft te maken met operationele risico's die het directe of indirecte resultaat zijn van verliezen als gevolg van inadequate of slecht functionerende interne processen, mensen en systemen of externe gebeurtenissen waaronder beschadigingen van de reputatie, continuïteitsrisico en uitbestedingsrisico.	Met betrekking tot de operationele risico's van het Fonds worden de systematische, rapportage en administratieve impact gemitigeerd door het interne controle systeem.	Processen en controles zijn vastgelegd in een ISAE 3402 Type II risico framework en wordt jaarlijks getoetst door de externe accountant. Bij de laatste rapportage werd een schone verklaring afgegeven door de externe accountant.
Bewaarnemings-risico	- Risico dat de assets onder custodian verdwijnen als gevolg van slordigheden. - Het Fonds hanteert een laag acceptatieniveau voor het bewaarnemingsrisico.	Bewaarnemingsrisico's worden gemitigeerd aan de hand van vergaderingen met de custodian die op kwartaalbasis plaatsvinden. Tijdens deze vergaderingen wordt de opvolging van de SLA besproken.	Gedurende H1 2025 hebben zich geen incidenten voorgedaan.
Afwikkelings-risico	De risico acceptatiegraad omtrent het niet correct of tijdig afwikkelen van transacties is laag.	Dit risico wordt gemitigeerd middels de gemonitorde uitbestedingen met AXA IM en VLK Capital Management en door middel van afspraken met de custodian.	Gedurende H1 2025 hebben zich geen incidenten voorgedaan.

Risk	Risico acceptatie niveau	Risico mitigerende factor	Impact op het Fonds
Financieel verslaggevings-risico	De kwaliteit van de jaarrekening van het Fonds wordt gegarandeerd door periodieke interne en externe audits.	Vastgelegde procedures van interne audits op basis van steekproef en ad hoc inspecties.	Gedurende H1 2025 hebben zich geen incidenten voorgedaan.
Compliance risico	- Het Fonds heeft te maken met lokale, regionale en landelijke wetgeving van de landen waarin zij actief is. - Het Fonds kwalificeert zich als een alternatief investeringsfonds conform de Alternative Investment Fund Directive 2011/61/EU (AIFMD).	- a.s.r. real estate heeft een compliance officer die o.a. toezicht houdt op integriteits risico's. - Het Fonds maakt gebruik van externe fiscalisten en juridische dienstverleners om de juridische en fiscale aspecten omtrent compliance risico te mitigeren. - Voor het beursgenoteerde vastgoed vindt toezicht op de verschillende buitenlandse beleggingen plaats welke in deze portefeuille zijn opgenomen en waardoor het Fonds is onderworpen aan plaatselijke, regionale en nationale regelgeving.	Gedurende H1 2025 hebben zich geen incidenten voorgedaan.
Sustainability risk	In overeenstemming met artikel 4 lid 1 a van de SFDR verklaart a.s.r. real estate bij haar investeringsbeslissingen rekening te houden met de belangrijkste ongunstige effecten op duurzaamheidsfactoren. a.s.r. real estate draagt bij aan verschillende ecologische en sociale kenmerken. De negatieve effecten op duurzaamheid worden meegenomen in de investeringsbeslissingsprocedures.	Het Fonds heeft een eigen ESG-beleid welke in lijn is met het ESG-beleid van a.s.r. real estate. Het ESG -beleid van a.s.r. real estate omvat criteria, standaarden en procedures voor verschillende ESG-onderwerpen en heeft tot doel duurzaamheidsrisico's te beheersen en te mitigeren die (potentiële) materiële negatieve impact kunnen hebben op het milieu en de waarde van de beleggingen. De ESG-doelstellingen worden jaarlijks geëvalueerd in het ESG-jaarverslag en het ESG-beleid wordt jaarlijks geactualiseerd in een strategisch plan.	Gedurende H1 2025 hebben zich geen incidenten voorgedaan.

Portefeuilleontwikkeling

Portefeuilleontwikkeling: algemeen

De beleggingen van het Fonds bestonden op 30 juni 2025 uit 97% beursgenoteerd vastgoed en 3% liquiditeiten en overige activa. De waarde en verdeling van de beleggingen zag er als volgt uit:

Activa naar categorie				
(bedragen x € 1.000)	30 juni 2025		31 december 2024	
Beursgenoteerd vastgoed	257.770	97%	263.259	98%
Overige activa	7.012	3%	4.450	2%
Totaal	264.783	100%	267.709	100%

De totale activa van het Fonds bedroegen per 30 juni 2025 € 264,8 miljoen. Het beursgenoteerd vastgoed, volledig bestaande uit Europese vastgoedaandelen, bedroeg € 257,8 miljoen. Per 31 december 2024 bedroeg de beursgenoteerde vastgoedportefeuille € 263,3 miljoen. Er is in H1 2025 voor € 29,2 miljoen aangekocht en voor € 52,8 miljoen verkocht, daarmee per saldo -/- € 23,6 miljoen. Het transactieresultaat op de verkopen bedroeg € 0,6 miljoen. Het waarderingsresultaat bedroeg € 17,5 miljoen.

Op de maanden maart en mei na waren de waarderingsresultaten positief gedurende het eerste halfjaar. Met name in de maand maart daalden de waarderingsresultaten van de portefeuille relatief fors.

De overige activa bedroegen € 7,0 miljoen. Hiervan had € 0,9 miljoen betrekking op nog te ontvangen dividend. Daarnaast had € 1,4 miljoen betrekking op te ontvangen dividendbelasting, € 2,7 miljoen op nog te settelen aandelentransacties en € 1,4 miljoen op liquide middelen.

Portefeuilleontwikkeling: beursgenoteerd vastgoed

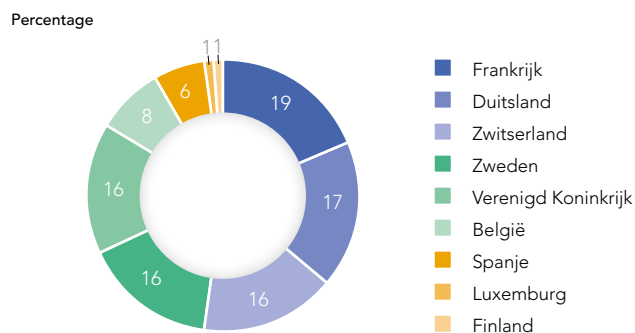
De portefeuille nam met € 5,5 miljoen af ten opzichte van 31 december 2024. Deze daling werd veroorzaakt door aankopen ter waarde van € 29,1 miljoen, verkopen van € 52,8 miljoen (per saldo -/- € 23,6 miljoen), een verkoopresultaat van € 0,6 miljoen en ongerealiseerde herwaarderingen van € 17,6 miljoen. Zie bijlage 1 'portefeuille beursgenoteerd vastgoed' voor een nadere detaillering van de aandelenportefeuille.

Beursgenoteerde vastgoedaandelen verloopoverzicht

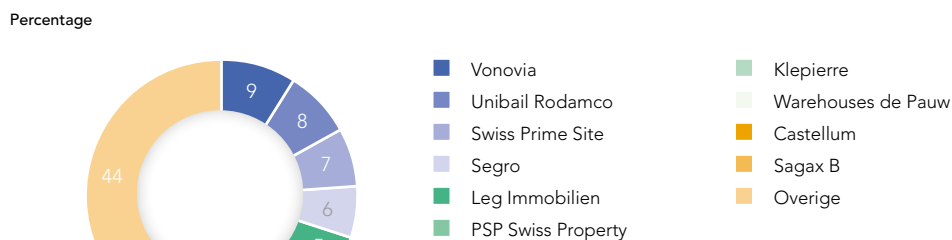
(bedragen x € 1.000)	H1 2025
Stand 31 december 2024	263.259
Aankopen	29.201
Verkopen	(52.804)
Gerealiseerd waarderingsresultaat	556
Ongerealiseerd waarderingsresultaat	17.559
Stand 30 juni 2025	257.770

De beleggingen in vastgoedaandelen per 30 juni 2025 hadden de volgende geografische spreiding. Het betreft het land van de beurs waaraan de fondsen genoteerd zijn:

Figuur 7 Geografische spreiding vastgoedaandelen per 30 juni 2025



Figuur 8 10 Grootste beleggingen vastgoedaandelen per 30 juni 2025



Resultaatontwikkeling

Resultaatontwikkeling: algemeen
De resultaten over het eerste halfjaar van 2025 zijn als volgt samen te vatten:

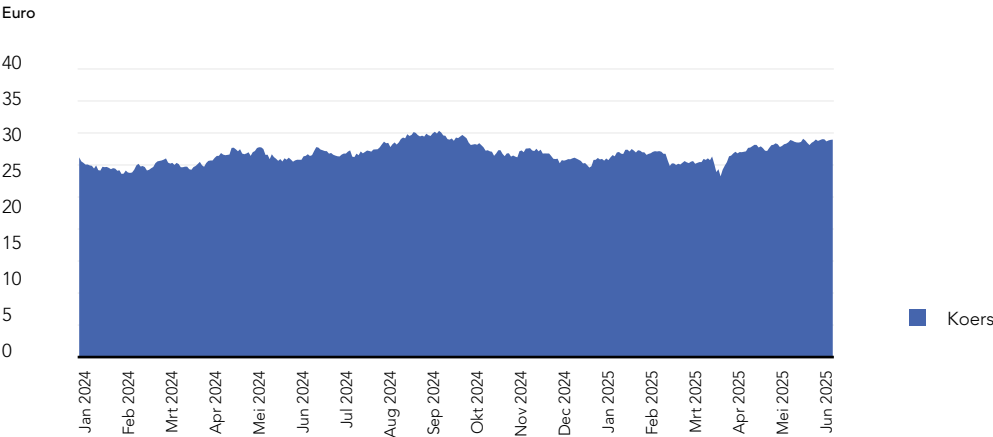
Resultaten over het eerste halfjaar 2025		
(bedragen x € 1.000)	H1 2025	H1 2024
Totaal opbrengsten uit beleggingen	6.494	5.823
Kosten	(749)	(707)
Operationeel resultaat	5.754	5.116
Gerealiseerde waarderingsresultaten	556	1.647
Financieringsresultaat	4	33
Netto gerealiseerd investeringsresultaat	6.305	6.796
Ongerealiseerde waarderingsresultaten	17.537	(18.411)
Resultaat na belastingen	23.842	(11.615)

Het resultaat na belastingen bedroeg in het eerste half jaar van 2025 € 23,8 miljoen. Het grootste deel van het resultaat had betrekking op ongerealiseerde herwaarderingen van € 17,5 miljoen.

Het Fonds behaalde een positief totaal rendement van 9,1%. Het positieve fondsrendement werd veroorzaakt door de ongerealiseerde waarderingsresultaten van de beleggingen van 6,7%, tezamen met het positieve verkoopresultaat op aandelen van 0,3%. De dividendinkomsten waren positief met 2,5%. De directe fondskosten bedroegen -/- 0,3% van het vermogen in het eerste halfjaar van 2025.

De netto vermogenswaarde per aandeel van het Fonds bedroeg per 30 juni 2025 € 30,14 (31 december 2024: € 27,55). Het Fonds behaalde in het eerste halfjaar van 2025 een positief koersresultaat per aandeel van 9,4%. De koers van het Fonds steeg in het eerste halfjaar van 2025 met € 2,59. Het verloop van de netto vermogenswaarde per aandeel in 2025 ziet er als volgt uit:

Figuur 9 Koersontwikkeling 01-01-2024 t/m 30-06-2025



Het fondsresultaat per aandeel over de afgelopen zes maanden is als volgt samen te vatten:

Resultaat per aandeel:

(bedragen x € 1)	H1 2025	H1 2024
Opbrengst uit beleggingen	0,71	0,61
Waarderingsresultaten (gerealiseerd)	0,06	0,17
Waarderingsresultaten (ongerealiseerd)	1,90	(2,02)
Fondskosten	(0,08)	(0,07)
Resultaat per aandeel	2,59	(1,31)
Resultaat per aandeel na belastingen	2,59	(1,31)

Resultaatontwikkeling: beursgenoteerd vastgoed

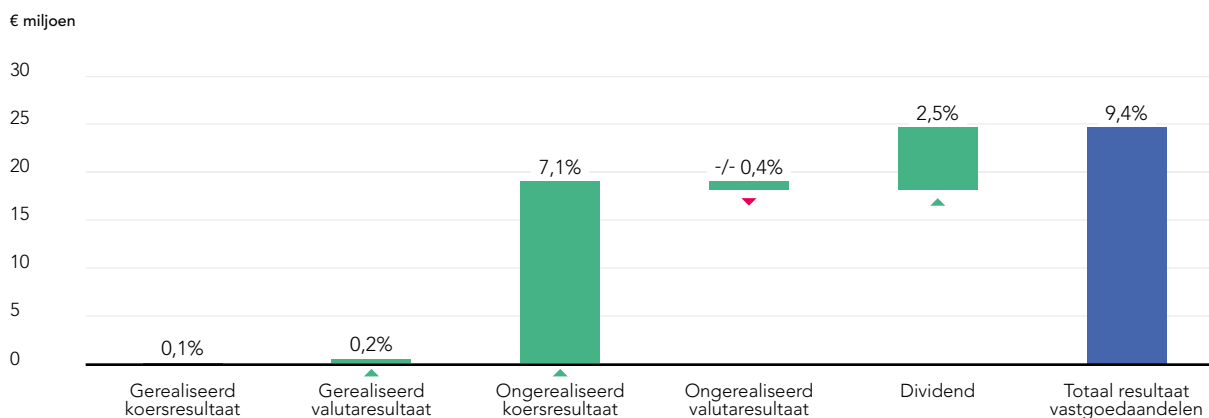
Het fondsresultaat per aandeel over de eerste zes maanden van 2025 is als volgt samen te vatten:

Resultaat beursgenoteerd vastgoed

(bedragen x € 1.000)	H1 2025	H1 2024
Gerealiseerd koersresultaat	137	1.363
Gerealiseerd valutaresultaat	419	284
Ongerealiseerd koersresultaat	18.502	(17.258)
Ongerealiseerd valutaresultaat	(943)	(1.108)
Dividend	6.494	5.823
Overige koers- en valutaresultaten	(22)	(45)
Resultaat beursgenoteerde vastgoedaandelen	24.587	(10.941)

De opbouw van het resultaat ten opzichte van de waarde van het beursgenoteerd vastgoed was als volgt:

Figuur 10 Beursgenoteerd vastgoed opbouw resultaat H1 2025 (in bedragen en procenten van de waarde)



Koersresultaat

Het koersresultaat op vastgoedaandelen bedroeg in het eerste halfjaar van 2025 bedroeg € 18,6 miljoen (7,2%). Het gerealiseerde koersresultaat op verkopen was € 0,1 miljoen (0,1%). Het ongerealiseerde koersresultaat bedroeg € 18,5 miljoen (7,1%).

Valutaresultaat

Het valutaresultaat op het Britse pond, de Zweedse kroon, Zwitserse frank en de Noorse kroon bedroeg -/- € 0,5 miljoen (-/- 0,2%). Hiervan was -/- € 0,9 miljoen (-/- 0,4%) ongerealiseerd en € 0,4 miljoen (0,2%) gerealiseerd.

Dividend

Het ontvangen dividend op vastgoedaandelen bedroeg € 6,5 miljoen (2,5%). De meeste dividenduitkeringen werden door het Fonds ontvangen in de maanden april, mei en juni.

Analyse relatieve performance van het Fonds

De performance van de portefeuille, bestaande uit Europees beursgenoteerd vastgoed, wordt afgezet tegen een benchmark die bestaat uit een combinatie van de volgende indices:

- 50% FTSE EPRA/NAREIT Developed Europe Liquid 40 Ex UK Capped Total Return Net;
- 50% FTSE EPRA/NAREIT Developed Europe Liquid 40 Capped Total Return Net.

Het Fonds behaalde medio 2025 een koersrendement voor aftrek fondskosten van 9,69%. De combinatie van hierboven genoemde indices kende medio 2025 een absoluut rendement van 10,30% (benchmarkrendement). De aangestelde asset managers lieten een verschillend beeld zien ten aanzien van relatieve performance medio 2025, zie hieronder:

- AXA REIM SGP: 10,40% (relatief resultaat: 0,10%)
- Van Lanschot Kempen Investment Management: 10,17% (relatief resultaat: -/- 0,13%)

Met name in de maand april, als gevolg van 'Liberation Day', werkten de positioneringen van beide asset managers in het nadeel van de relatieve performance. Desondanks slaagden beiden asset managers om de relatieve performance (enigszins) recht te trekken. Zoals beschreven op pagina 10 behoorden bedrijven die zich richten op zorgvastgoed en winkels tot de groep met de positiefste koersontwikkelingen. Een groot gedeelte van de positieve relatieve performance medio 2025 was toe te schrijven aan de positioneringen ten aanzien van voorgenoemde bedrijven.

De directie bedankt de medewerkers van het fondsteam van a.s.r. real estate alsmede de overige betrokkenen voor hun inzet voor het Fonds in 2025.

Utrecht, 29 augustus 2025

ASR Real Estate B.V.
Namens ASR Property Fund

De heer D. Gort
CEO

De heer M.P.L. Kroot
CFRO

Financiële resultaten eerste halfjaar 2025



Balans per 30 juni 2025

Voor resultaatbestemming (bedragen x € 1.000)

Balans			
	Toelichting	30 juni 2025	31 december 2024
ACTIVA			
Vastgoed beleggingen			
Beursgenoteerde vastgoedaandelen	1.1	257.770	263.259
		257.770	263.259
Vorderingen en overlopende posten			
Vorderingen en overlopende activa	2.1	3.517	282
Belastingvorderingen	2.2	1.378	1415
		4.895	1.697
Overige activa			
Liquide middelen	3.1	2.117	2.753
		2.117	2.753
Totaal activa		264.783	267.709
PASSIVA			
Eigen vermogen			
Geplaatst aandelenkapitaal	4.1	249.909	279.768
Overige reserve	4.1	(13.155)	(4.897)
Onverdeeld resultaat	4.1	23.842	(8.258)
		260.596	266.613
Kortlopende schulden			
Overige schulden	5.1	4.187	1.096
		4.187	1.096
Totaal passiva		264.783	267.709

Winst- en verliesrekening

(bedragen x € 1.000)

Winst- en verliesrekening			
	Toelichting	H1 2025	H1 2024
OPBRENGSTEN UIT BELEGGINGEN			
Beursgenoteerde vastgoedaandelen			
Dividend beursgenoteerde vastgoedaandelen	6	6.494	5.823
Interestbaten		4	33
Totaal opbrengsten uit beleggingen		6.498	5.856
WAARDERINGSRESULTATEN			
Gerealiseerde waardeveranderingen			
Gerealiseerd koersresultaat beursgenoteerde vastgoedaandelen	8.1	137	1.363
Gerealiseerd valutaresultaat beursgenoteerde vastgoedaandelen	8.1	419	284
		556	1.647
Ongerealiseerde waardeveranderingen			
Ongerealiseerd koersresultaat beursgenoteerde vastgoedaandelen	8.2	18.502	(17.258)
Ongerealiseerd valutaresultaat beursgenoteerde vastgoedaandelen	8.2	(943)	(1.108)
		17.559	(18.366)
Overige koers- en valutaresultaten		(22)	(45)
Totaal waarderingsresultaten		18.093	(16.764)
Totaal bedrijfsresultaat		24.591	(10.908)
KOSTEN			
Beheerkosten	9.1	(597)	(586)
Administratiekosten	9.2	(53)	(48)
Overige kosten	9.4	(99)	(73)
Som der bedrijfskosten		(749)	(707)
Resultaat voor belastingen		23.842	(11.615)
Belastingen		-	-
Resultaat na belastingen		23.842	(11.615)

Kasstroomoverzicht

(bedragen x € 1.000)

Kasstroomoverzicht			
	Toelichting	30 juni 2025	31 december 2024
Kasstroom uit beleggingsactiviteiten			
Bedrijfsresultaat (exclusief koers en omrekeningsverschillen op liquide middelen)		23.864	(8.182)
Gerealiseerde waardeveranderingen	8.1	(556)	(3.116)
Ongerealiseerde waardeveranderingen	8.2	(17.559)	17.328
Aankopen beursgenoteerd vastgoed	1.1	(29.201)	(125.806)
Verkopen beursgenoteerd vastgoed	1.1	52.804	121.789
Mutatie kortlopende vorderingen	2	(3.198)	400
Mutatie kortlopende schulden	5	3.091	734
Kasstroom uit beleggingsactiviteiten		29.245	3.147
Kasstroom uit financieringsactiviteiten			
Toetredingen fonds	4	6.977	74.285
Uittredingen fonds	4	(36.837)	(75.439)
Kasstroom uit financieringsactiviteiten		(29.860)	(1.154)
Netto kasstroom		(615)	1.993
Koers en omrekeningsverschillen op liquide middelen		(22)	(75)
Mutatie liquide middelen		(636)	1.918
Liquide middelen vorig boekjaar		2.753	835
Mutatie liquide middelen		(636)	1.918
Saldo liquide middelen		2.117	2.753

Toelichting op de balans per 30 juni 2025

(bedragen x € 1.000 tenzij anders aangegeven)

1 Vastgoed beleggingen

1.1 Beursgenoteerd vastgoed

Beursgenoteerd vastgoed	
	H1 2025
Stand 1 januari 2025	263.259
Aankopen	29.201
Verkopen	(52.804)
Gerealiseerd koers en valutaresultaat	556
Ongerealiseerd koers en valutaresultaat	17.559
Stand per 30 juni 2025	257.770

De beursgenoteerde vastgoedaandelenportefeuille bestaat volledig uit Europese beursgenoteerde vastgoedaandelen.

1.2 De portefeuille omloopfactor

De portefeuille omloopfactor (POF) in 2025 was 31,17 (2024: 58,84). De POF geeft de omloopsnelheid van de beleggingen aan ten opzichte van het gemiddeld vermogen. Een POF van 1,85 betekent dat in 1 jaar 1,85% van alle beleggingen zijn gekocht of verkocht.

2 Vorderingen en overlopende posten

2.1 Vorderingen en overlopende activa

Vorderingen en overlopende activa		
(bedragen x € 1.000)	30 juni 2025	31 december 2024
Dividend vorderingen	858	280
Nog te ontvangen van participanten	-	2
Te ontvangen inzake vastgoedaandelen	2.659	-
Totaal	3.517	282

De overige vorderingen betreft met name de nog te ontvangen dividenden m.b.t. het beursgenoteerd vastgoed.

Alle vorderingen en overlopende activa hebben een looptijd van korter dan 1 jaar.

2.2 Belastingvorderingen

Belastingvorderingen		
	30 juni 2025	31 december 2024
Nog te ontvangen dividend- en bronbelasting	1.378	1.415
Totaal	1.378	1.415

Dividend- en bronbelasting hebben een looptijd van korter dan 1 jaar.

3 Overige activa

3.1 Liquide middelen

Liquide middelen		
	30 juni 2025	31 december 2024
Banksaldi	2.117	2.753
Totaal	2.117	2.753

4 Eigen vermogen

4.1 Overzicht van mutaties in het eigen vermogen

	Geplaatst aandelen kapitaal	Overige reserve	Onverdeeld resultaat	Totaal eigen vermogen
Stand 1 januari 2024	280.922	(53.789)	48.892	276.025
Resultaat voorgaand boekjaar	-	48.892	(48.892)	-
Toetredingen	74.285	-	-	74.285
Uittredingen	(75.439)	-	-	(75.439)
Resultaat lopend boekjaar	-	-	(8.258)	(8.258)
Stand 31 december 2024	279.768	(4.897)	(8.258)	266.613
Resultaat voorgaand boekjaar	-	(8.258)	8.258	-
Toetredingen	6.977	-	-	6.977
Uittredingen	(36.837)	-	-	(36.837)
Resultaat lopend boekjaar	-	-	23.842	23.842
Stand 30 juni 2025	249.909	(13.155)	23.842	260.596

5 Kortlopende schulden

5.1 Overige schulden

Overige schulden		
	30 juni 2025	31 december 2024
Nog te betalen beheervergoeding	288	311
Nog te betalen accountantskosten	52	67
Nog te betalen administratievergoeding	8	4
Nog te betalen inzake vastgoedaandelen	330	671
Nog te betalen aan participanten	3.460	8
Overige kortlopende schulden	49	35
Totaal	4.187	1.096

De kortlopende schulden hebben een looptijd korter dan 1 jaar.

Toelichting op de winst- en verliesrekening

(bedragen x € 1.000 tenzij anders aangegeven)

6 Dividend beursgenoteerde vastgoedaandelen

In deze post zijn de ontvangen dividenden op beursgenoteerde vastgoedaandelen met inbegrip van de terug te ontvangen bronbelasting verantwoord.

7 Overige baten & lasten

Hieronder zijn verantwoord de interestbaten voor aangehouden liquiditeiten en vorderingen.

8 Waarderingsresultaten

In deze post zijn de resultaten op beleggingen als gevolg van koers- en valutawijzigingen en verkoopresultaten verantwoord.

8.1 Gerealiseerde waardeveranderingen

Gerealiseerde waardeveranderingen		
	H1 2025	H1 2024
BEURSGENOTEERD VASTGOED		
Koersresultaat positief	137	1.363
Koersresultaat negatief	-	-
Totaal koersresultaat	137	1.363
Valutareresultaat positief	419	284
Valutareresultaat negatief	-	-
Totaal valutareresultaat	419	284
Totaal gerealiseerde waardeveranderingen	556	1.647

8.2 Ongerealiseerde waardeveranderingen

Ongerealiseerde waardeveranderingen		
	H1 2025	H1 2024
BEURSGENOTEERD VASTGOED		
Koersresultaat positief	18.502	-
Koersresultaat negatief		(17.258)
Totaal koersresultaat	18.502	(17.258)
Valutareresultaat positief	-	-
Valutareresultaat negatief	(943)	(1.108)
Totaal valutareresultaat	(943)	(1.108)
Totaal ongerealiseerde waardeveranderingen	17.559	(18.366)

9 Kosten

9.1 Beheerkosten

Beheerkosten		
	H1 2025	H1 2024
Vergoeding ten behoeve van beheer van het fondsvermogen	589	577
Bewaarloon Custodian	8	9
Totaal	597	586

Vergoeding ten behoeve van beheer van het Fondsvermogen

De beheerder van het Fonds, ASR Real Estate B.V., ontvangt in 2025 voor het beheer een vergoeding van 0,45% van het fondsvermogen. Het fonds betaalt geen prestatievergoeding.

Bewaarloon Custodian

Voor de bewaarneming van de vastgoedaandelen in de beleggingsportefeuille is het Fond bewaarloon verschuldigd aan de custodian die afhankelijk is van het land waar het aandeel genoteerd is tussen de 0,3 en 0,8 basispunten. De overige kosten die rechtstreeks verband houden met het beheer van beleggingen, zoals settlement kosten, corporate actions en transactiekosten worden gedragen door en rechtstreeks ten laste gebracht van het Fonds.

9.2 Administratie kosten

Het Fonds is jaarlijks een vergoeding verschuldigd, gelijk aan:

- €48 duizend voor de administratieve werkzaamheden voor de beheerder van het fonds;
- 1,25 basispunt van het fondsvermogen voor administratieve werkzaamheden van de administrateur van het fonds.

9.3 Interestbaten / interestlasten

Hieronder zijn verantwoord de interestlasten voor aangehouden liquide middelen.

9.4 Overige kosten

Overige kosten		
	H1 2025	H1 2024
Accountantskosten	52	50
Overige kosten	47	23
Totaal	99	73

Werknemers

Het Fonds heeft in het eerste halfjaar van 2025 geen personeel in dienst. De werknemers die werkzaamheden verrichten voor het Fonds zijn in dienst van a.s.r. real estate. De personeelskosten worden door de beheerder, via een beheerfee, volledig doorbelast aan het fonds.

Gebeurtenissen na balansdatum

Gedurende H1 2025 hebben er geen relevante gebeurtenissen plaatsgevonden.

Bijlage 1: Portefeuille beursgenoteerd vastgoed per 30 juni 2025

Portefeuille vastgoedaandelen 30 juni 2024

Land	Naam aandeel	Marktwaaarde (x € 1.000)	Belang
België	Cofinimmo	5.729	
	Aedifica SA	6.257	
	Warehouses De Pauw SCA	8.678	
		20.664	8,02%
Duitsland	TAG Immobilien	6.902	
	LEG Immobilien	13.741	
	Vonovia SE	24.372	
		45.015	17,46%
Finland	Kojamo RG	2.659	
		2.659	1,03%
Frankrijk	Covivio SA Fonc. Des Regions	7.512	
	Gecina	9.750	
	Klépierre SA	13.184	
	Unibail Rodamco SE	17.427	
		47.873	18,57%
Luxemburg	Aroundtown	3.394	
		3.394	1,32%
Oostenrijk	CA Immobilien Anlagen AG	1.477	
		1.477	0,56%
Spanje	Inmobiliaria Colonial	5.244	
	Merlin Properties	10.623	
		15.867	6,16%
Verenigd Koninkrijk	Lon & Stam Pty	3.311	
	Segro PLC	9.680	
	Derwent London PLC	3.314	
	Tritax Big Box REIT PLC	3.127	
	British Land Co	5.109	
	Primary Health Properties PLC REIT	509	
	Safestore Holdings PLC	1.718	
	Big Yellow Group PLC	2.912	
	Unite Group PLC	3.580	
	Grainger PLC	2.702	
	Supermarket Income REIT PLC	344	
	Land Securities Group PLC	3.657	
		39.963	15,50%
Zweden	Fabege AB	4.385	
	Castellum AB	9.103	
	Sagax	7.515	
	AB Hufvudstaten AB	3.419	
	Wallenstam Byggnads AB	2.461	
	Wihlborgs Fastigheter AB	5.884	
	Fastighets-B SHS shares	7.854	
		40.621	15,76%

Land	Naam aandeel	Marktwaaarde (x € 1.000)	Belang
Zwitserland	PSP Swiss Property	15.961	
	AllReal Holding Ltd.	5.421	
	Swiss Prime Site	19.654	
		41.036	15,92%
Totaal beleggingen vastgoedaandelen		257.770	100%

Colofon

© 2025

Tekst

a.s.r. real estate

Ontwerp

TD Cascade, Amsterdam

www.asrrealestate.nl