

Carta Trimestral Ammus Gestió Sicav. Segundo Trimestre 2024

Hemos finalizado el segundo trimestre del año con una revalorización del -0,8% acumulado en el año, otro trimestre con un mercado prácticamente plano, en el que todavía la clase de activo de los REITS sigue en una tendencia lateral.

RENTABILIDADES ANUALES

2024	2023	2022	2021
-0,8%	5,10%	-23,23%	24,85%

RENTABILIDADES ACUMULADAS

	Acumulado 2024	en 1 mes	en 3 meses	en 1 año	en 3 años	en 5 años	Valor Liquidativo 28/06/2024
Rentabilidad	-0,76%	2,67%	-0,32%	5,17%	-4,50%	0,48%	10,449

En la anterior carta trimestral ya comentábamos las circunstancias y razones de esta lateralidad en la valoración de esta clase de activo. Los REITs son activos que pueden considerarse como *proxy bonds* debido al alto dividendo y que son compañías obligadas a repartir un muy alto porcentaje de las rentas generadas por los activos inmobiliarios que están en cartera. La fuerte volatilidad en tipos de interés que hemos seguido viendo este año y que ya se dio en el 2023 han penalizado a esta clase de activo en general, ya que mayores tipos penalizan la valoración de dichos activos.

¿Qué podemos esperar de esta segunda mitad de año que comienza? En línea con los datos de inflación de abril y mayo, esperamos que siga este proceso desinflacionario y podamos alcanzar niveles cercanos al 2% objetivo tanto en EE. UU. como en Europa, el BCE ya ha iniciado sus bajadas de tipos y la FED podría hacerlo en septiembre. Si se consigue esta cuadratura mágica de control de inflación que permita realizar más bajadas de tipos y al mismo tiempo evitar la recesión, veremos cómo el mercado alcista continuará en los próximos meses. ¿Qué puede hacer descarrilar este escenario casi idílico? Pues la política, en el momento de escribir este comentario, esperamos en Francia unas cámaras legislativas ninguna mayoría absoluta, en EE.UU. se tiene miedo a una victoria de Trump. No es un tema ideológico, es un tema económico, un control de las cámaras en Francia por Le Pen o por el Frente Popular dispararían su gasto público y su deuda y un control férreo de Trump (presidencia más cámara de representantes más senado) seguramente llevaría a un descontrol adicional de la deuda en EE.UU. El mercado quiere resultados electorales donde el ganador o ganadora tenga que pactar y negociar y sus propuestas más radicales queden aisladas, esto también sería válido para otros partidos políticos. Los mercados financieros quieren una economía estable, predecible y con un control de la deuda, quien gane es lo de menos. Las elecciones presidenciales de noviembre en los EE.UU. estarán marcadas en rojo.



Análisis de la cartera

A nivel geográfico, durante este trimestre los REITs en Japón han tenido un comportamiento muy negativo, ajustando en parte las fuertes revalorizaciones que habían tenido en los anteriores doce meses, pero la razón de este ajuste viene principalmente dada por el repunte que Japón está teniendo en su curva de tipos de interés. El final de las políticas monetarias y más en concreto el final de la política de fijación de la curva ha hecho que los tipos largos fluctúen por encima del 1%, afectando a las valoraciones de los REITS.

En Europa los REITs franceses también han sufrido, la incertidumbre política previa a las elecciones ha pasado factura, miedo a nuevas regulaciones combinado con un aumento de los tipos en Francia por una mayor percepción de riesgo-país, lo que se ha traducido en un mayor impacto en los activos franceses de riesgo en general.

A nivel sectorial los REITs de salud, que incluyen propietarios de hospitales y residencias de la tercera edad han tenido una muy fuerte revalorización este trimestre, destacar algunos nombres como Ventas Inc. (+18,5%) y Welltower (+13%), ambas centradas en residencias para personas mayores.

Como detractor de rentabilidad señalar el sector de REITs Industriales, cierta ralentización económica se ha traducido en este trimestre en una reducción en sus ratios de ocupación, destacar la caída de Prologis (-12%), siendo este sector y el de oficinas los únicos que están reduciendo sus ratios de ocupación.

Alexandria Real State Equities Inc.

Alexandria es un REIT muy interesante, a medio camino entre un REIT de salud y uno de oficinas, donde es el propietario de instalaciones de research en ciencias de la salud en colaboración con algunas de las principales universidades de los EE.UU., en áreas como Greater Boston (Lilly Institute y Moderna's Global headquarters), San Francisco Bay, San Diego, Seattle, Maryland y New York. Podemos definir a Alexandria como una compañía que da un fuerte soporte al desarrollo de la industria de la salud, no solo invirtiendo en instalaciones sino además incluso invirtiendo en *start ups* de biotecnología.

Su estrategia es crear *Clusters* de colaboración con grandes universidades y compañías como Eli Lilly, Bristol Myers, Novo Nordisk y Vertex entre las más conocidas.

Su ratio de ocupación histórico está en el 95% y tiene una Margen sobre EBITDA del 69% muy por encima de la media de los REITS en su conjunto. Supone actualmente una de las posiciones con un mayor valor intrínseco dentro de la cartera, con una calidad y solidez financiera muy fuerte.

Omega Healthcare Investors Inc.

Omega es uno de los principales tenedores en los EE.UU. y en el Reino Unido de residencias de la tercera edad y hospitales, instalaciones que principalmente alquilan a operadores del sector.

Trabajan con 73 operadores que gestionan 866 propiedades con 84 mil plazas.



Omega tiene un atractivo dividendo del 8% en un sector donde la demanda no para de crecer al mismo tiempo que las plazas a nivel global se reducen.

Destacamos la diversificación de operadores, recientemente hemos visto en otros REITs similares como la quiebra de un operador ha supuesto un grave problema, en este caso una quiebra similar supondría un impacto limitado, de ahí la importancia en diversificación. En estos momentos cotiza a un múltiplo Price to FFO de apenas 11 veces, combinado con un crecimiento histórico del 6,3% del FFO creemos que es una posición muy atractiva a nivel de valoración y en un sector con un claro viento de cola a nivel estructural.

Perspectivas

Es sector de los REITs lleva varios años de travesía en el desierto, si bien el 2023 finalizó el vehículo con una rentabilidad del 5,1%, esta se dio prácticamente en el último mes después de navegar lateralmente todo el año después de un 2022 muy negativo para el sector. Este año, de momento, nos estamos moviendo por un patrón similar, el repunte de tipos que hemos sufrido en esta primera mitad del año ha pesado mucho en el sector, si bien este último trimestre la cartera ha estado prácticamente plana, la buena noticia es que nos indica que el suelo del sector ya lo hemos visto, en circunstancias normales.

En Europa los tipos ya han bajado y en EE.UU. comenzarán a bajar después del verano, es cierto que hay algunos segmentos de REITs con tensiones en sus ratios de ocupación, pero en general estos se mantienen en niveles elevados, siendo el ratio agregado de la cartera del 93,37%. Todo esto nos lleva a creer que estamos ante una atractiva oportunidad en un sector excesivamente castigado. A nivel sectorial nuestra principal sobreponderación es en REITs de Salud (Hospitales más Residencias de la Tercera Edad, mientras que somos cautelosos con los REIT's puros de alquiler de oficinas.

Principales magnitudes

