

Ammus Gestió SICAV.

Carta Trimestral - Cuarto Trimestre de 2024.

Después de un tercer trimestre muy bueno el final del 2024 ha sido, en general, un trimestre complicado para las estrategias de REITS a nivel global, en este contexto Ammus ha caído un -4,04% y finaliza el año en un +4,84% positivo.

Los REITS es un activo sensible a los tipos de interés y el fuerte repunte que ha habido de tipos a nivel global ha impactado directamente en su valoración. El tipo 10 años en EE.UU. finalizó septiembre en un 3,78% y este repuntó en el último trimestre en el 4,5715, en Europa el 10 años del Bund alemán repuntó de un, 2,12% a un 2,37%.

Tabla 1. Rentabilidades Anuales.

2024	2023	2022	2021
4,85%	5,10%	-23,23%	24,85%

Año 2025, "America First. The Final Chapter"

El año pasado en estas mismas fechas ya anticipábamos que el 2024 podría ser un buen año si se cumplía el "Ciclo de los Presidentes", históricamente la bolsa norteamericana se ha portado de manera positiva en años donde el presidente se enfrenta a la reelección ya que focalizan su esfuerzo en la economía para salir victoriosos en la reelección. Como bien saben, ha funcionado a nivel económico, pero por otras razones el Sr. Biden no ha conseguido su objetivo.

La clave del año ha sido que se ha dado por controlada la inflación, los principales bancos centrales han comenzado un ciclo de bajadas de tipos y por supuesto y por encima de todo el comportamiento de las 7 magníficas. El S&P500 cierra con un 23% de rentabilidad, pero si cogemos el S&P500 ponderando todos los valores con el mismo peso su rentabilidad apenas se ha situado por encima del 10%. Europa, como es habitual, con rentabilidades muy discretas, el Stoxx 600 un pobre 6%, la crisis política en Francia y la fuerte crisis del sector del Automóvil ha pesado mucho, pero Alemania y España han tenido un muy buen comportamiento con rentabilidades alrededor del 18%. Hemos vuelto a ver un mercado muy concentrado donde unas pocas acciones han aportado la mayor parte de la rentabilidad: Mag7 en EE. UU., SAP y Rheinmetall en el DAX e IAG, Inditex y el Sector Bancario en el IBEX.

Oro y Bitcoin son los activos estrellas de este año, la geopolítica, la acumulación de oro en algunos países han hecho que tanto el Oro como el Bitcoin hayan





acumulado grandes ganancias. El Bitcoin se ha visto favorecido por una mayor percepción de activo refugio similar al Oro y el fuerte espaldarazo recibido por la nueva administración del Sr. Trump donde incluso ha planteado la posibilidad de tener Bitcoins como reserva estratégica. ¿Es el espaldarazo final al Bitcoin? Veremos a lo largo de este año, nos parece contradictorio que la filosofía que está detrás del Bitcoin hable de descentralización y liberación de los bancos centrales y que sin embargo la mayor parte del Bitcoin se acumule en unas pocas cuentas. Al final el valor vendrá dado por el que se le quiera otorgar y el posicionamiento de los gobiernos hacia el tendrá mucho que decir, creemos que la adopción del Bitcoin como reserva estratégica se debe más a un movimiento de la nueva administración Trump en defensa del dólar. Sin embargo, el Bitcoin tiene una muy elevada correlación con el Nasdaq y con la liquidez del sistema, podemos afirmar que se ha convertido en un activo con un comportamiento muy similar a otros activos financieros y muy dependientes de las denostadas monedas "FIAT", su comportamiento ha sido muy similar al de un ETF sobre las "7 magníficas".

No podemos finalizar sin hablar de Nvidia y de la IA, igual que el año pasado, sigue sin tener competencia en la fabricación de chips para la IA, la nueva revolución industrial del siglo XXI, sus beneficios se multiplican al mismo tiempo que su cotización en bolsa, una de las grandes cuestiones para el año que viene es si se acelera esta evolución, para esto será clave que la IA comience a devolver rentabilidad económica y demostrar que no es una burbuja.

Para el año 2025 tenemos tres ejes principales a vigilar: a la inflación; al Sr. Trump y la Geopolítica, cualquiera de los tres por sí solo puede hacer descarrilar el actual escenario de complacencia que evita la recesión, los tres están íntimamente relacionados entre sí.

Creemos que el próximo año puede ser muy interesante, cisnes negros y blancos pueden combinarse, pero a priori un mundo de tipos de interés a la baja combinado con una incipiente nueva revolución industrial es una combinación muy positiva, en el pasado cuando se han dado ambos efectos hemos visto mercados al alza durante largos períodos de tiempo. Con permiso de la geopolítica y del Sr. Trump.

Hasta el mes de septiembre fue un año positivo para activos sensibles a tipos de interés pero el repunte sufrido por estos ha penalizado este tipo de activos.



Análisis de la Cartera.

Como ya hemos adelantado previamente, ha sido un mes difícil para los activos sensibles a tipos en general y para los REITS en particular. El fuerte repunte en muchas curvas de tipos, especialmente la norteamericana, pero también la europea, ha sido la razón para este repunte.

El culpable ha sido principalmente la curva norteamericana reaccionó negativamente a los primeros datos de inflación de septiembre y octubre y también a las encuestas que pronosticaban una probable victoria del Sr. Trump, cuyo programa era considerado inflacionario, principalmente por las medidas de guerra comercial que lleva en su programa. También señalar que, quizás, es igualmente culpable el exceso de optimismo que había en septiembre sobre futuras bajadas de tipos en el año 2025, el mercado ha reaccionado y finalizamos el año con unas expectativas de bajadas de tipos en EE.UU. mucho más ajustada que las previstas hace apenas unos pocos meses.

El comportamiento negativo ha sido generalizado a nivel geográfico, en Europa hemos visto caídas generalizadas entre un -10% y un -12%. En EE. UU igualmente se han dado caídas en el sector, sin embargo, hay un sector que es la excepción y del cual ya habíamos hablado en cartas previas, los *Datacenters REITS* han tenido un excelente trimestre, *Digital Realty Trust* y *Equinix* subiendo un 10% y un 6% respectivamente. Ambas son dos de las tres principales posiciones y nos han ayudado a tener un mes menos malo que las rentabilidades del sector.

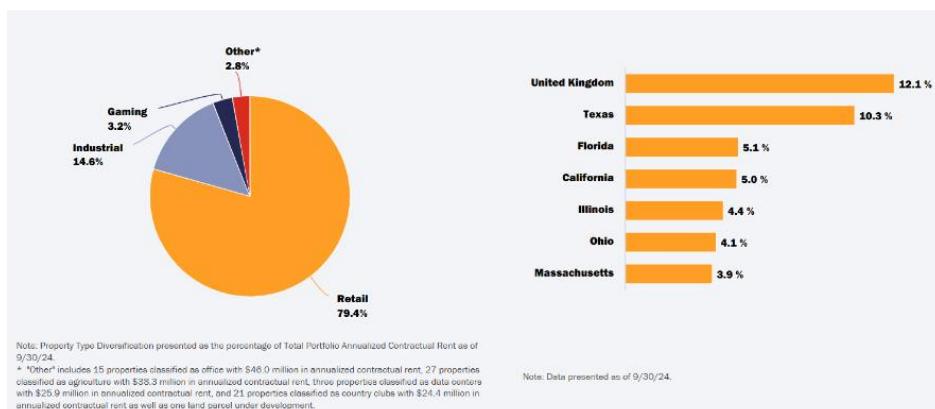
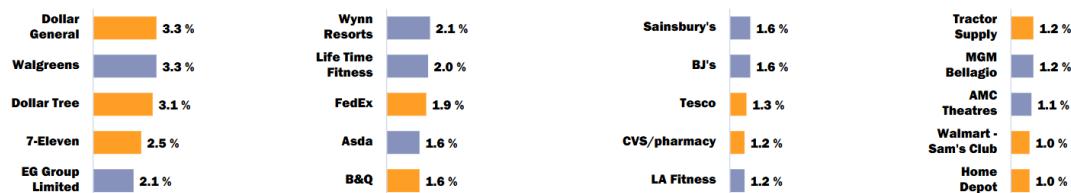
Realty Income "The monthly dividend company"

El REIT de los dividendos mensuales, en los 29 años que lleva cotizando en bolsa ha experimentado crecimiento positivo en todos los años y también ha aumentado su dividendo.

Queremos plasmar a través del análisis de Realty Income (que es aplicable a la mayor parte de los REITS de cartera) la fuerte infravaloración y valor oculto que existe actualmente en el mercado de REITS.

Antes que nada, Realty Income es propietario de centros comerciales donde basa su estrategia en activos *prime* con clientes de primer nivel. A nivel geográfico se extienden por los EE. UU y Europa. Vemos el reparto publicado por la propia compañía en su página web www.realtyincome.com

Durante todos estos años, incluyendo la crisis del COVID el nivel de ocupación se ha mantenido entre el 97% y 99%, debido a la calidad de sus activos y de sus arrendatarios.

**Grafico 1. Distribución de la cartera de Reality Income.****Grafico 2. Principales 20 clientes de Reality Income.**

Note: All data presented as of 9/30/24. Our 20 largest clients are presented based on percentage of total portfolio annualized contractual rent, which does not give effect to deferred rent. Amounts for each client are calculated independently; therefore, the individual percentages may not sum to the total. Orange indicates investment grade clients that are companies or their subsidiaries with a credit rating, as of the balance sheet date, of Baa3/BBB- or higher from one of the three major rating agencies (Moody's/S&P/Fitch).

Como podemos observar, sus principales 20 clientes son empresas de primer nivel, lo que le da un carácter marcadamente defensivo.

Si nos centramos en su valoración, su múltiplo Precio frente a Flujo Operativo cotiza a mínimos históricos alrededor de 12 veces y su rentabilidad por dividendo cerca del 6%, máximos históricos.

AvalonBay Communities Inc.

REIT residencial que cotiza en EE. UU. especializado en el desarrollo, adquisición y administración de comunidades de apartamentos.

Como datos principales, hay que destacar que es propietaria de 305 comunidades con 93 mil unidades residenciales, salió a cotizar en 1993 dando a sus accionistas una rentabilidad anualizada del 12% y desde el año 2000 el crecimiento de su dividendo ha sido del 4,9% anualizado.

Su ratio de ocupación medio histórico asciende a 95,5% lo que muestra una sólida ocupación y gestión. Dentro del sector residencial es nuestra principal posición.

American Tower Corporation.

Ya hemos hablado varias veces de AMT, el REIT más grande operador de torres de telecomunicación, pieza clave en las interconexiones entre centros de datos.



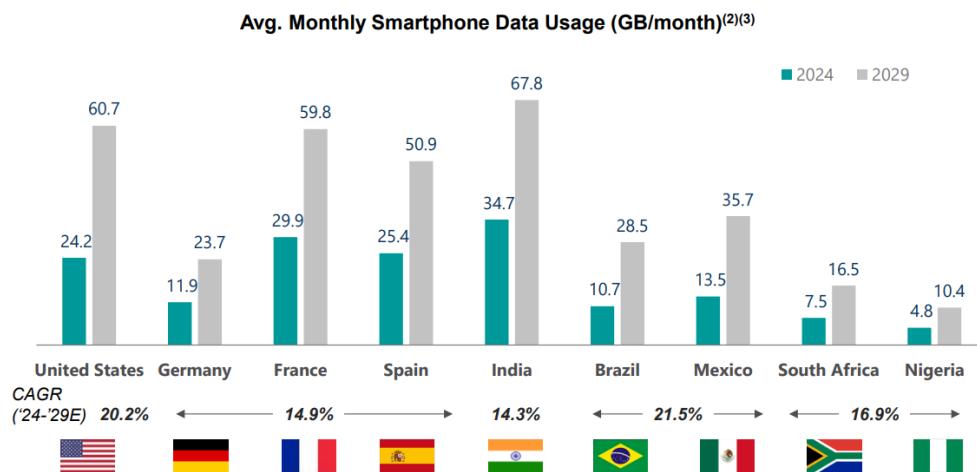
Propietarios de 148 mil torres de telecomunicación repartidas en todos los continentes.

AMT tiene una tendencia secular, los datos móviles crecen exponencialmente año tras año y las previsiones de AMT son de un crecimiento doble dígito anualizado de uso de datos por smartphone, como comentan en su último *investor presentation* en www.americantower.com

Grafico 3. Segmentación geográfica de la cartera de American Tower.



Grafico 4. Uso medio mensual de Smartphones por países.



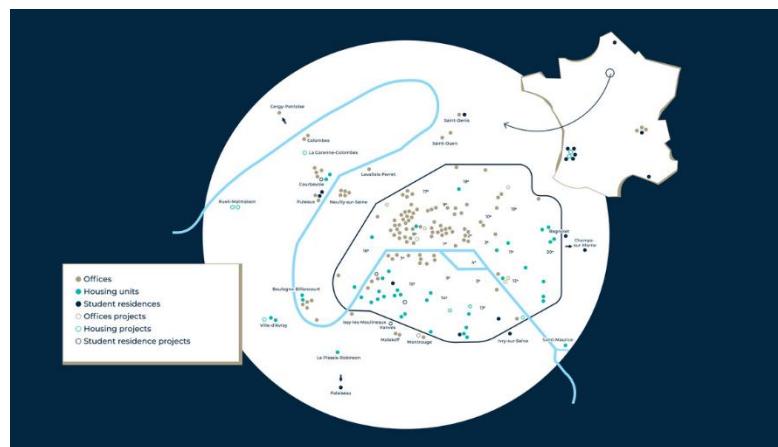
A nivel financiero el histórico de AMT es muy sólido con un crecimiento anualizado de su Cash Flow Operativo por acción del 9% en los últimos diez años, ahora cotiza con un múltiplo dentro de su rango histórico más bajo, lo que supone una buena oportunidad de un tipo de activo único y con un negocio en constante crecimiento.



Gecina S.A.

Gecina es una empresa inmobiliaria francesa que se especializa en la gestión, desarrollo y arrendamiento de propiedades residenciales y de oficinas en áreas urbanas, con un enfoque particular en París y su región metropolitana. Tiene un ratio de ocupación del 94% y una rentabilidad por dividendo cercano al 6%.

El castigo recibido en REITS europeos estos últimos años los lleva a unas valoraciones muy bajas, cotizando a un 60% de su valor contable, un nivel realmente histórico.



Las valoraciones que comenzamos a ver en REITS europeos no tienen ningún sentido, en este caso hablamos de inmuebles en Francia concentrados principalmente en el área de París. En el caso de Gecina cotizando a múltiplos históricamente bajos precio muy por debajo de su valor contable y manteniendo una tasa de ocupación cercano al 96%. Sin ningún sentido.

Perspectivas 2025

Ya hemos comentado que este último trimestre del año ha sido un retroceso en una evolución positiva debido al relajamiento de tipos que se ha dado hasta el mes de septiembre, el fuerte repunte de tipos explicado previamente ha hecho sufrir a esta clase de activo.

No puede dejar de destacar el sector de REITS europeos, hemos visto el poco sentido a la valoración de Gecina, si vemos otros REITS europeos de cartera vemos a Vonovia en Alemania cotizando por debajo de su valor contable y de su media histórica y manteniendo un ratio de ocupación del 98% y la última adquisición de la cartera *LEG Immobilien* cotizando a un 76% de su valor contable pero manteniendo un nivel de ocupación del 96%.

A medida que los tipos se estabilicen veremos una normalización en las valoraciones, los REITS industriales, de datacenters y de torres de



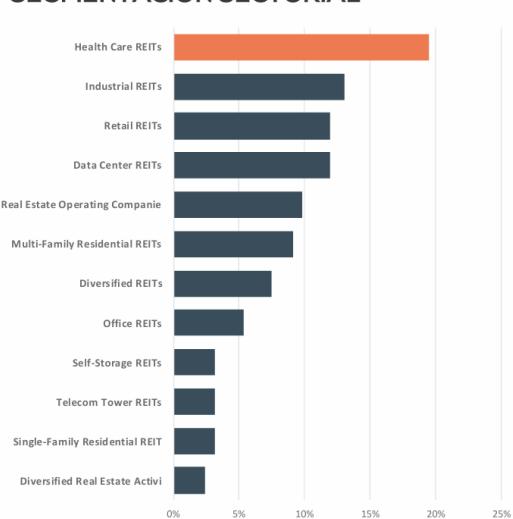
telecomunicación tienen vientos de cola tendenciales muy positivos para la cartera. En Europa una normalización geopolítica puede aflorar una gran cantidad de valor oculto. Somos optimista con la estrategia, los niveles de ocupación agregados se han mantenido muy elevados y esperamos que en EE.UU. la administración Trump favorezca de manera importante la economía doméstica que impactaría positivamente en la cartera.

Principales magnitudes de la SICAV.

POSICIONES PRINCIPALES

Top Position	Company	Exposure
1	Equinix Inc	6,41%
2	Simon Property Group Inc	5,74%
3	Digital Realty Trust Inc	5,49%
4	Welltower Inc	5,28%
5	Prologis Inc	4,88%
6	AvalonBay Communities Inc	4,47%
7	Vonovia SE	4,31%
8	Realty Income Corp	3,81%
9	Swiss Prime Site AG	3,73%
10	Ventas Inc	3,27%
Total 39	Top 10 Positions	47,40%

SEGMENTACIÓN SECTORIAL



SEGMENTACIÓN GEOGRÁFICA

