



MOUNT Globalnego Rynku Nieruchomości FIZ

RAPORT 1/2024

Zastrzeżenie Prawne

Przedstawione informacje finansowe odnoszące się do Mount Globalnego Rynku Nieruchomości FIZ (Fundusz) są wynikiem inwestycyjnym osiągniętym w zaprezentowanym okresie historycznym i nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Ze względu na skład portfela inwestycyjnego Funduszu wartość aktywów netto Funduszu może cechować się dużą zmiennością. Fundusz nie gwarantuje realizacji celu inwestycyjnego, a indywidualna stopa zwrotu uzależniona jest od wartości certyfikatów inwestycyjnych w momencie ich wykupu przez Fundusz oraz od wartości opłat manipulacyjnych i podatku od dochodów kapitałowych. Inwestycja w Fundusz obarczona jest ryzykiem inwestycyjnym, a uczestnik Funduszu musi liczyć się z możliwością utraty przynajmniej części wpłaconych środków. Przed nabyciem certyfikatów inwestycyjnych należy zapoznać się statutem i prospektem – w szczególności w zakresie prowadzonej polityki inwestycyjnej, ryzyk oraz pobieranych opłat i ponoszonych kosztów, a także konsekwencjami prawnymi i podatkowymi uczestnictwa w Funduszu. Prospekt Funduszu wraz z dokumentami Funduszu znajduje się na stronie internetowej Mount TFI S.A. w odpowiedniej zakładce. Niniejsze materiały nie stanowią oferty w rozumieniu art. 66 Kodeksu cywilnego i mają charakter wyłącznie informacyjny. Nie należy ich traktować jako rekomendacji inwestowania w jakiegokolwiek produkty, porady inwestycyjnej lub formy doradztwa. Niniejsze materiały nie mogą stanowić podstawy podjęcia decyzji inwestycyjnej o nabyciu certyfikatów Funduszu. Mount TFI S.A. prowadzi działalność na podstawie zezwolenia Komisji Nadzoru Finansowego z dnia 28.04.2009r. Organem nadzoru dla Mount TFI S.A. jest Komisja Nadzoru Finansowego.

2024 rok na globalnych rynkach nieruchomości rozpoczął się zwiększoną zmiennością. Styczeń i luty to korekta silnych wzrostów które miały miejsca w listopadzie i grudniu 2023.

Z uwagi na wysoką podaż w pierwszych dwóch miesiącach bieżącego roku i odbicie wyprzedanego rynku w marcu, największy wpływ na wynik miały pozycje zabezpieczające – zarówno krótkie, jak i długie. Poprawnie odczytaliśmy sygnały dotyczące kierunku rynku, zarządzając wysokością ekspozycji długiej netto.

Budowana od ostatnich miesięcy minionego roku pozycja w REIT-ach handlowych stanowiła najlepszy sektorowy zakład w portfelu. Sezon wyników za 2024 rok jedynie utwierdził nas w przekonaniu, że ten mocno wyprzedany segment jest obecnie jednocześnie jednym z najbardziej atrakcyjnych fundamentalnie, z czynszami rosnącymi w tempie zbliżonym do 10% r/r. Szerzej na temat kondycji handlu pisaliśmy przy okazji ostatniego komentarza kwartalnego.

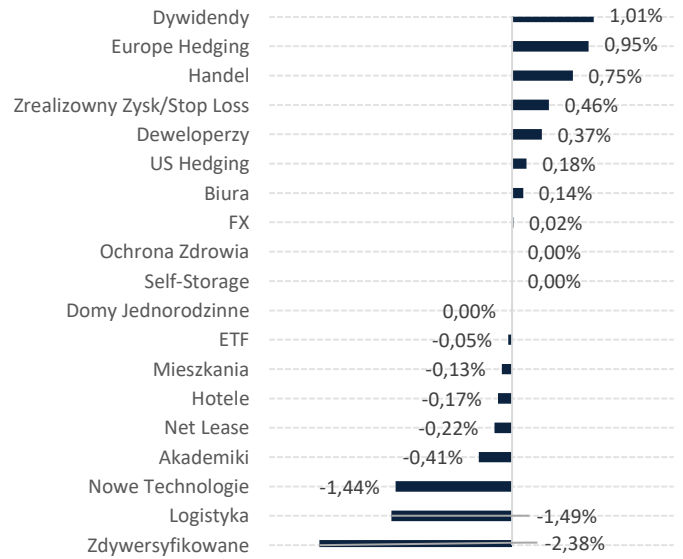
Największa sektorowo pozycja w portfelu, czyli logistyka, ze względu na swój dominujący udział, była również największym ujemnym kontrybutorem w minionym kwartale. Nie zmieniamy jednak naszego przekonania co do kondycji i bardzo dobrych perspektyw sektora, wykorzystując przeceny które miały miejsce w styczniu i lutym do dobudowania pozycji.

Zapraszamy do dalszej części komentarza, gdzie szerzej odnosimy się do bieżących wycen, a także analizujemy jak w podobnych okolicznościach w przeszłości zachowywały się rynku REIT.

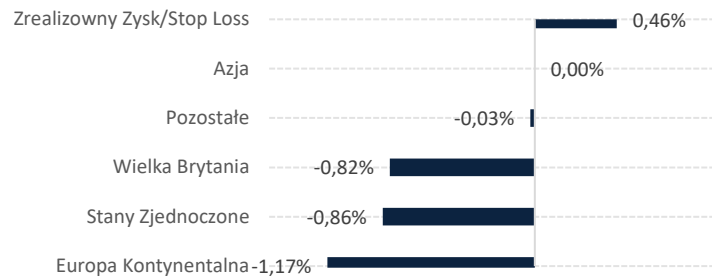
Zapraszamy tym bardziej, że jest to pierwszy publicznie dostępny komentarz do wyników. Liczymy, że w ciągu najbliższych dni certyfikaty inwestycyjne zostaną wprowadzone do obrotu na GPW.

Na plus: Wysoka kontrybucja pozycji zabezpieczających, dobra identyfikacja krótkoterminowego wykupienia (styczeń) i wyprzedania (początek marca) rynku

Na minus: Brak alfy na rynku amerykańskim



Atrybucja sektorowa do wyniku MGRN FIZ, I kwartał 2024 r.*

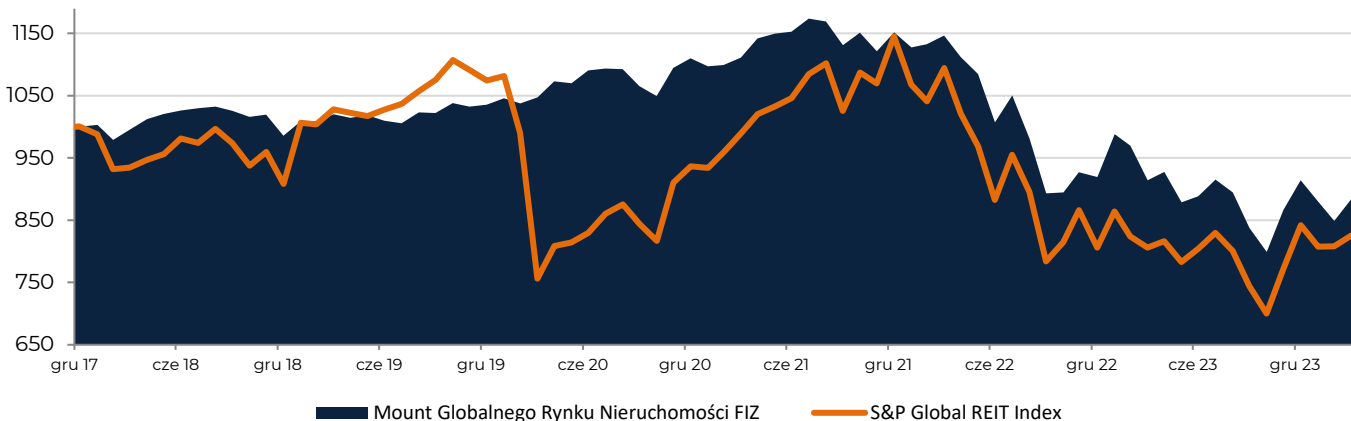


Atrybucja geograficzna do wyniku MGRN FIZ, I kwartał 2024 r.*

Stopy zwrotu na 31.03.2024

1M	3M	6M	YTD
+4,10%	-3,31%	+5,50%	-3,31%

Historia wycen – WANCI [PLN]



Przedstawione informacje finansowe odnoszące się do Mount Globalnego Rynku Nieruchomości FIZ (Fundusz) są wynikiem inwestycyjnym osiągniętym w zaprezentowanym okresie historycznym i nie stanowią gwarancji osiągnięcia podobnych wyników w przyszłości. Ze względu na skład portfela inwestycyjnego Funduszu wartość aktywów netto Funduszu może cechować się dużą zmiennością. Fundusz nie gwarantuje realizacji celu inwestycyjnego, a indywidualna stopa zwrotu uzależniona jest od wartości certyfikatów inwestycyjnych w momencie ich wykupu przez Fundusz oraz od wartości opłat manipulacyjnych i podatku od dochodów kapitałowych. Inwestycja w Fundusz obciążona jest ryzykiem inwestycyjnym, a uczestnik Funduszu musi liczyć się z możliwością utraty przynajmniej części wpłaconych środków

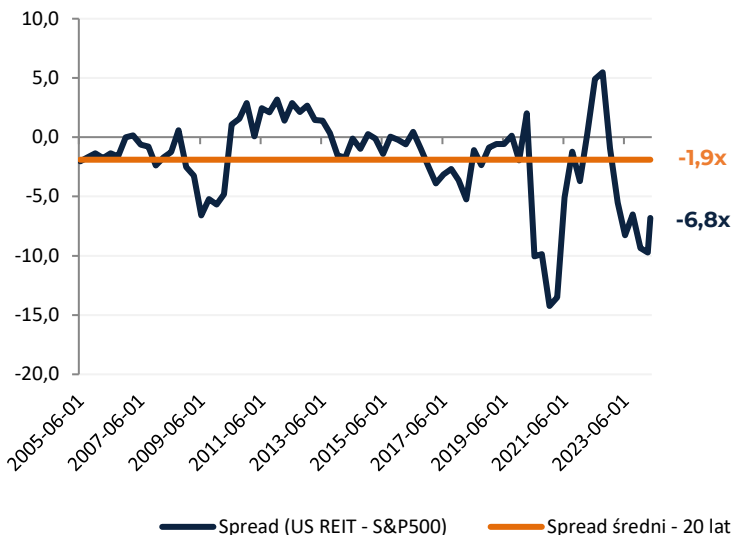
Sezon wyników za nami

Jednym z najważniejszych wydarzeń minionego kwartału był sezon wyników podsumowujący 2024 rok. Dane przekazane przez REIT-y były generalnie lepsze niż konsensus, zaś jedynie 5% spółek zaskoczyło negatywnie. Spośród spółek które zawiodły wymienić należy te z segmentu Cell Tower, którym cięży wolniejszy od zakładanego rozwój sieci 5G.

Zagregowane zyski REIT-ów amerykańskich (liczone jako FFO) za miniony rok według NAREIT były najwyższe w historii. Co istotne, koszty obsługi długu nie rosą już od dwóch kwartałów i znajduje się obecnie na średnim poziomie z lat 2014-2019. Emisje obligacji przeprowadzane przez REIT-y już w 2024 roku przemawiają za tym, że najwyższe koszty nowego finansowania mamy już raczej za sobą.

Dominującym tematem w prezentacjach kwartalnych pozostaje inflacja. Jak podaje Factset, ten termin był wspominany co najmniej raz w przypadku 254 spółek z S&P500 przy okazji omawiania wyników¹. Jakby na potwierdzenie tych obaw, ostatni, marcowy odczyt inflacji CPI w Stanach Zjednoczonych był wyższy od oczekiwań (3,5% vs 3,4%). O tym jak odczytujemy te dane będą mogli Państwo przeczytać w drugiej części komentarza.

Spread pomiędzy P/FFO US REIT-ów a P/E S&P500²



Wyceny w relacji do szerokich rynków akcji

Zakończony sezon wyników to również dobry czas, aby przyrzeć się wycenom REIT-ów na tle szerokich rynków akcji. Wykres po lewej stronie przedstawia różnicę pomiędzy mnożnikiem Cena/Zysk dla amerykańskich REIT-ów i S&P500. Celowo użyte zostały mnożniki wyprzedzające, aby inkorporować już potencjał wzrostu zysków.

W ciągu ostatnich 20 lat, amerykańskie REIT-y notowane były średnio na wskaźnikach nieco (1,9x) niższych niż S&P500, z zasadniczo niewielkimi odchyleniami w obie strony.

Na dzień 12.04.2024 wynosiły one jednak w wartościach bezwzględnych 13,8x dla REIT-ów i 20,6x dla S&P500, co dawało najniższy spread od 2021 roku. Niedowartościowanie względem szerokich rynków akcji jest obecnie wyższe niż w „kryzysowym” 2009 roku. Aby ceny REIT-ów względem rynków akcji miały utrzymać długoterminny parytet, musiałyby wzrosnąć o niemal 50%.

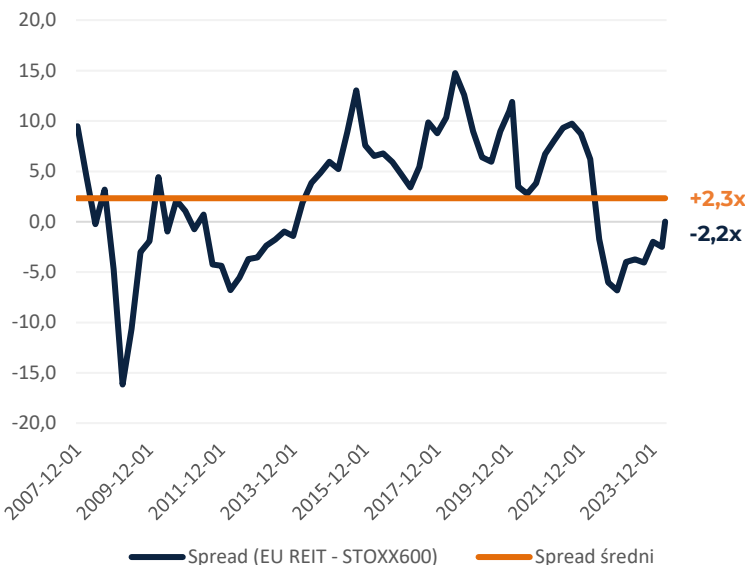
Podobnie wygląda sytuacja w Europie. Na dzień sporządzenia niniejszego komentarza europejskie REIT-y były wyceniane na 12,8-krotność zysków, zaś szeroki europejski indeks (Stoxx600) na 15,2-krotność.

Co ciekawe, od kiedy dane pozwalają na miarodajny obraz, tj. od 2007 roku, europejskie REIT-y były notowane średnio z premią do szerokich rynków akcji – inwestorzy skłonni byli zapłacić więcej za jednostkę zysku.

Ostatni odczyt spreadu na poziomie -2,2x oznacza, że gdyby jego wartość miała wrócić do średnich poziomów, ceny REIT-ów musiałyby wzrosnąć o 35%.

Jesteśmy zdania, że REIT-y są obecnie jednym z niewielu niedowartościowanych sektorów rynku akcji w skali globalnej.

Spread pomiędzy P/FFO EU REIT-ów a P/E STOXX600³



1) <https://insight.factset.com/earnings-insight-infographic-q4-2023-by-the-numbers>

2) Spread liczony jako różnica obserwacji kwartalnych wskaźników NTM P/FFO (REIT-y) i NTM P/E (S&P500) na podstawie danych LSEG Eikon (P/FFO) i LSEG Datastream (P/E). Ostatnia obserwacja pochodzi z dnia 12.04.2024. Średnia liczona jest jako prosta średnia arytmetyczna obserwacji kwartalnych.

3) Spread liczony jako różnica obserwacji kwartalnych wskaźników NTM P/FFO lub P/EPR EARNINGS (REIT-y) i NTM P/E (STOXX600) na podstawie danych LSEG Eikon (P/FFO) i LSEG Datastream (P/E). Ostatnia obserwacja pochodzi z dnia 12.04.2024. Średnia liczona jest jako prosta średnia arytmetyczna obserwacji kwartalnych.

Gorący odczyt inflacyjny

Pierwsze dni kwietnia przyniosły rynkom odczyt amerykańskiej inflacji za marzec. Okazał się on wyższy od rynkowego konsensusu – 3,5% vs 3,4% oczekiwane przez rynek. To na nowo rozpoczęło dyskusje o timingu obniżek stóp procentowych przez FED. Implikowane z instrumentów pochodnych prawdopodobieństwo pierwszej obniżki przesunęło się z czerwca na lipiec – choć trzeba zaznaczyć, że szansę na cięcie podczas lipcowego posiedzenia są niemal takie same jak na pozostawienie stóp bez zmian¹. Naturalnie byłoby to złą informacją dla REIT-ów. To właśnie wzrost stóp procentowych był najistotniejszym katalizatorem spadków w 2022 roku.

Inflacja inflacji nierówna

Warto jednak przyjrzeć się dekompozycji CPI. Tabela po prawej stronie przedstawia wybrane składowe marcowego odczytu inflacji. Warto zwrócić uwagę, że składową, która miała największy wpływ na wysoką wartość wskaźnika (z wagą ponad 36%) był wzrost cen czynszów i ich ekwiwalentów.

Oznacza to, wysoki odczyt inflacyjny to zasługa przede wszystkim szybko rosnących czynszów. Dla REIT-ów zatem marcowy odczyt nie jest jednoznacznie negatywny. Oznacza on bowiem, że, przynajmniej w segmentach mieszkaniowych, czynsze wciąż cechują się wysoką dynamiką – co więcej, dynamiką wyższą niż inflacja.

Z jednej strony mamy zatem do czynienia z potencjalnym, nawet trzymiesięcznym odłożeniem w czasie decyzji FED. Z drugiej natomiast potwierdzenie, że czynsze, przynajmniej w segmentach mieszkaniowych, wciąż rosną szybko. W naszej optyce efekt netto jest długoterminowo pozytywny dla REIT-ów. Opóźnienie obniżek stóp nawet o trzy miesiące nie zmieni fundamentalnie ich standingu finansowego. Z drugiej strony FED będzie w tym roku obniżał stopy – inflacja wyraźnie się schłodziła.

Stopa zwrotu amerykańskich REIT-ów po podwyżkach stóp procentowych³

Okres	12-miesięczny zwrot po zakończeniu podwyżek
Luty 1995 – Styczeń 1995	+19,8%
Marzec 1997 – Sierpień 1997	+16,5%
Maj 2000 – Grudzień 2000	+18,9%
Czerwiec 2006 – Lipiec 2007	+30,2%
Grudzień 2015 – Listopad 2016	+5,4%
Grudzień 2018 – Czerwiec 2019	+17,8%
Średnia	+18,1%

Marcowy odczyt inflacji w USA²

	Waga	Wzrost r/r
CPI		3.5%
Żywność	13.5%	2.2%
Energia	6.7%	2.1%
Ubrania	2.6%	0.4%
Pojazdy nowe	3.7%	-0.1%
Mieszkania i czynsze	36.2%	5.7%
Usługi medyczne	6.5%	2.1%
Usługi transportowe	6.4%	10.7%

Odliczanie

Okres następujący po zacieśnianiu monetarnym to historycznie bardzo dobry czas dla REIT-ów. Czynsze indeksowane inflacją wciąż rosną, cena kapitału dłużnego spada, zaś inwestorzy chętniej kupują akcje REIT-ów, ze względu na niższy koszt alternatywny.

Od lat 90, każdy roczny okres po zakończeniu podwyżek stóp procentowych w USA cechował się wysoką i dodatnią stopą zwrotu REIT-ów. Każdy cykl jest inny i istnieje szereg czynników specyficznych, jednak historia może dostarczyć nam pewnej kierunkowej wiedzy.

Być może w bieżącym cyklu uporczywość inflacji każe inwestorom czekać nieco dłużej na decyzję FED, jednak obniżki stóp powinny mieć miejsce w tym roku.

W naszym portfelu przeważają obecnie REIT-y europejskie, ze względu na bardziej wymowne argumenty po stronie EBC – tam spodziewamy się pierwszego cięcia już w czerwcu.

Z pozdrowieniami

Jakub Pacholec
Zarządzający Funduszem

1) Countdown to FED, CME FedWatch Tool, dostęp: 12.04.2024
2) Opracowanie własne na podstawie Table 1. Consumer Price Index for All Urban Consumers (CPI-U): U.S. city average, by expenditure category, March 2024, US Bureau of Labor Statistics
3) Opracowanie własne na podstawie 3 Reasons to own listed REITs today, 2024, Cohen and Steers