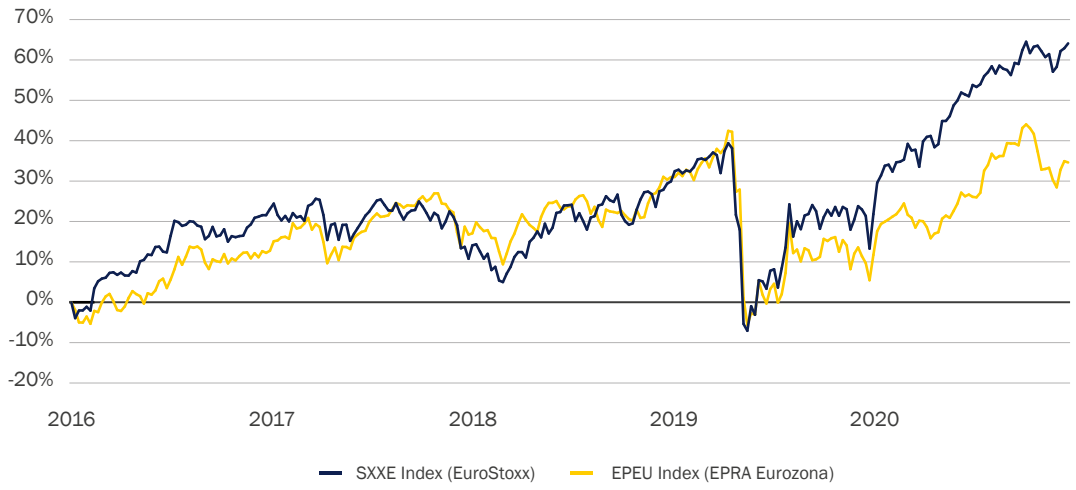
Nota settoriale: il Real Estate quotato nell'Eurozona

Paul Reuge
Gestore
di R-co Thematic Real Estate
Rothschild & Co
Asset Management Europe

Di fronte alla quinta ondata e quasi due anni dopo l'inizio della crisi sanitaria, qual è la situazione del settore e le prospettive per il 2022?

Il settore immobiliare quotato non ha ancora recuperato totalmente le perdite della crisi sanitaria e risulta indietro rispetto ad altri settori. L'indice EPRA Eurozone è ancora in calo dopo il crollo dei mercati a marzo 2020, e ciò non sorprende alla luce dei molteplici confinamenti e restrizioni che hanno colpito duramente interi settori dell'industria immobiliare (in particolare: strutture commerciali, hotel, uffici).

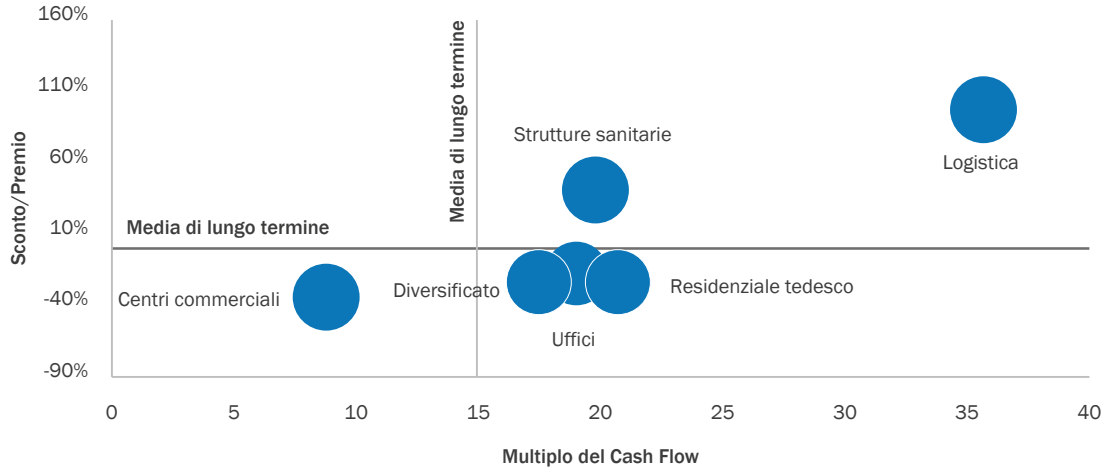
Evoluzione dell'indice



Fonte: Bloomberg – Novembre 2021.

Nei fatti, poi, alcuni segmenti del settore immobiliare, come quello della logistica o delle strutture sanitarie, hanno beneficiato della crisi e registrato performance divergenti e valutazioni eccezionali. In media, gli investitori sono disposti a pagare per il settore della logistica più di 35 volte i flussi di cassa attesi del 2022 e oltre il 100% di premio sul patrimonio netto (stimato a fine 2021), mentre rimangono prudenti con 8.7 volte i flussi di cassa e uno sconto del 40% sui centri commerciali.

Polarizzazione del settore



Fonte: Rothschild & Co Asset Management Europe – Novembre 2021.

La prima metà dell'anno ha visto un'iniziale normalizzazione del settore con buone performance delle società immobiliari commerciali. Questa tendenza si è poi interrotta nel mese di giugno a seguito dei timori degli investitori sulla diffusione della nuova variante Delta e dei problemi relativi alle interruzioni delle catene produttive. Il concomitante calo dei tassi d'interesse reale ha poi favorito ancora una volta i titoli *growth*(1) a scapito dei titoli *value*(2).

Nel terzo trimestre, poi, con la diffusione dei buoni risultati aziendali e la normalizzazione della situazione sanitaria che ha consentito il ritorno dei consumatori nelle strutture commerciali, gli investitori sono tornati a investire sul segmento.

	Media 3T 21 rispetto al 3T 19	
	Europa*	**USA****
Tasso di riscossione degli affitti	90%	97%
Presenze	81%	95%
Fatturato delle strutture	-6,50%	11%
Negoziazione del contratto di locazione	~15%	20%
Tasso di occupazione	95,2% (-1,88%)	93% (-3,6%)
Inversione media	-0,90%	-20%
Multiplo del flusso di cassa 2022	9,5	15,0
LTV (Rapporto Loan-to-Value)	42%	45%

** Dati basati su un campione di società immobiliari europee.*
*** Dati di Simon Property.*
Fonte: Invest Securities, UBS, Bloomberg, Rothschild & Co Asset Management Europe – Novembre 2021.

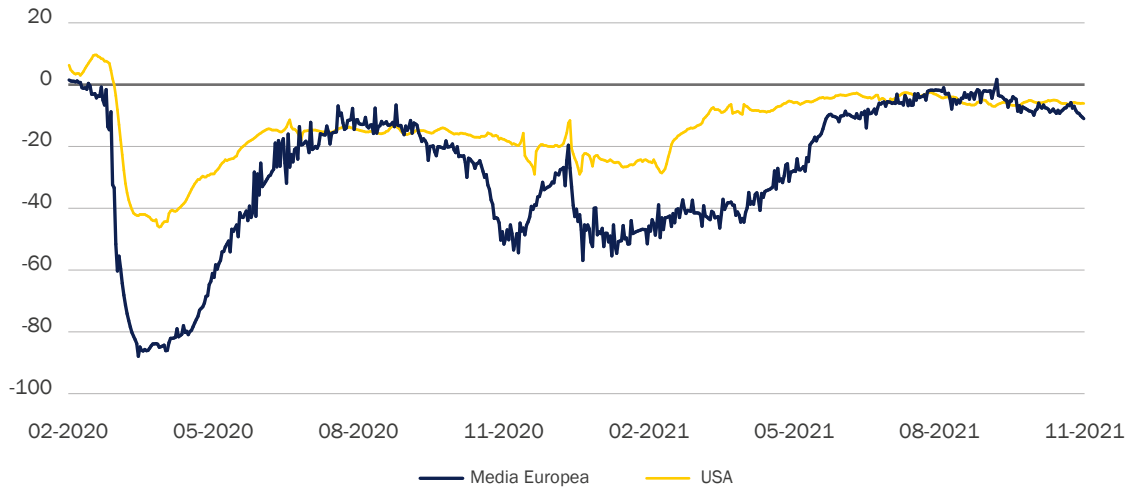
Il potenziale di rivalutazione è significativo, soprattutto negli Stati uniti, dove la performance delle società immobiliari commerciali ha superato da inizio anno a novembre il 50% (~70% per Simon Property), con un tasso di penetrazione dell'e-commerce superiore alla media europea continentale (20% vs. poco meno del 15%) e una densità di centri commerciali cinque volte superiore.

L'"apocalisse" del commercio al dettaglio predetta da alcuni non si è verificata al di là dell'Atlantico e solo l'Europa
continentale continua a scontarla sui mercati azionari.

(1) Titoli con potenziale di crescita superiore alla media del settore o del mercato.
(2) Titoli che risentono in modo forte, netto ed evidente delle fasi del ciclo economico. Durante i periodi di ripresa sono i titoli che crescono maggiormente.

Alcuni indicatori sono in ritardo rispetto agli Stati Uniti, ma probabilmente riflettono il lag della ripresa economica e le restrizioni sanitarie ancora in vigore:

Indice di mobilità Google USA vs Europa



Fonte: Google Mobility – Novembre 2021.

È probabile che l'arrivo della quinta ondata di Covid-19 ritardi ancora una volta il recupero, tuttavia, le conseguenze economiche di ogni nuova ondata hanno finora seguito una regola di diminuzione. Possiamo quindi ragionevolmente ipotizzare il proseguimento di questo trend e tenere presente che servirebbe una chiusura delle attività economica nel 2022 di oltre 2 mesi e mezzo per invertire la tendenza al rialzo di affitti e flussi di cassa. Questo scenario particolarmente pessimista (inefficacia dei vaccini o altri trattamenti, aumento del rischio di varianti future, etc.) non può essere escluso totalmente, ma è per la maggior parte già scontato dai mercati, con flussi di cassa a 8.7x[3] e il multiplo già ridotto del 30%, rispetto a una media di lungo periodo stimata a 12x (a sua volta ridotta del 20% dalla media pre-covid di 15x).

I colli di bottiglia lungo la catena di approvvigionamento, d'altra parte, danneggeranno le vendite retail, sia fisiche, sia online. Uno fra molti, il caso di Gap, che nonostante maggiori vendite nel 2019, è stato poi fortemente penalizzato dalla chiusura delle fabbriche in Vietnam. Naturalmente, si tratta di un rischio diffuso, ma non applicabile uniformemente a tutte le aziende: alcune hanno forniture locali, altre hanno attivato leve logistiche per bypassare i porti congestionati, esteso i tempi di consegna e noleggiato i propri trasporti. Finché la domanda rimane forte, sostenuta dai risparmi in eccesso e dalla ripresa economica, il bilancio finale dovrebbe rimanere favorevole ai venditori.

L'aumento dell'inflazione e l'irripidimento della curva dei rendimenti post-pandemia potrebbero danneggiare il settore e mettere in pericolo la ripresa delle valutazioni degli immobili commerciali?

Storicamente, è quando gli shock inflazionistici sono sinonimo di recessione che gli effetti sull'economia immobiliare sono più deleteri.

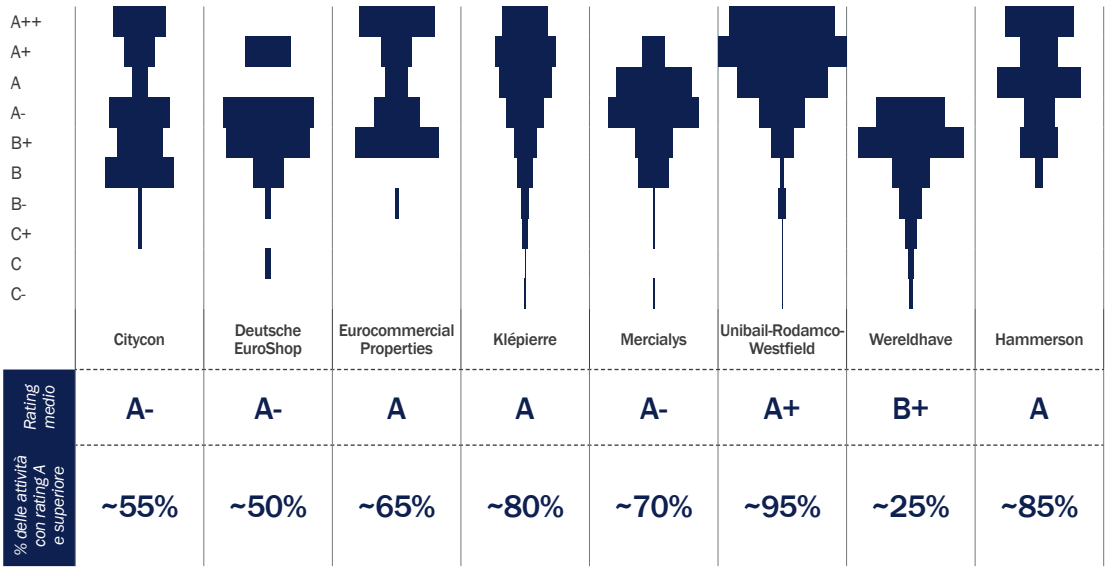
La questione riguarda quindi se l'attuale livello di crescita (+4.3% nel 2022 previsto dalla Commissione europea prima della diffusione della variante Omicron) possa essere mantenuto ed in tal caso, le società immobiliari non avranno difficoltà a inglobare l'inflazione nell'indicizzazione contrattuale delle locazioni e assorbire un aumento dei tassi (proporzionale all'inflazione e alla crescita). Questo scenario rimane favorevole alle società immobiliari commerciali.

Nel caso in cui lo shock dell'offerta dovesse ridurre considerevolmente la crescita, senza produrre effetti deflazionistici (stagflazione), solo i locatori di prime asset avranno la capacità di inglobare l'inflazione negli affitti.

(3) Fonte: Rothschild & Co Asset Management Europe – Novembre 2021.

La qualità delle proprietà immobiliari dei centri commerciali (ad eccezione di Wereldhave), molto al di sopra della media di mercato, dovrebbe aiutare a difendere i valori degli affitti:

Classificazione dei centri commerciali detenuti da società immobiliari[1]



	Citycon	Deutsche EuroShop	Eurocommercial Properties	Klépierre	Mercialys	Unibail-Rodamco-Westfield	Wereldhave	Hammerson
Rating medio	A-	A-	A	A	A-	A+	B+	A
% delle attività con rating A e superiore	~55%	~50%	~65%	~80%	~70%	~95%	~25%	~85%

(1) Pro-quota per affluenza alle sedi.

Source : Green Street, novembre 2021.

Posizionamento del portafoglio

Alla luce di quanto sopra, rimaniamo posizionati sul settore immobiliare al dettaglio. Le attuali valutazioni scontano un rischio asimmetrico con un'evoluzione già molto pessimistica della situazione sanitaria (i.e. una chiusura delle attività commerciali nel 2022, così come accaduto nel 2020 e parte del 2021). Inoltre, alcuni elementi contingenti, quali i ritardi nella produzione dei vaccini e la stagione invernale, permettono di prevedere un rinvio della crescita dal primo al secondo trimestre, se necessario. Gli investitori dovrebbero pertanto rivalutare una serie di elementi positivi per le società immobiliari commerciali, fra i quali:

- l'effetto di un anno con meno, o nessuna, restrizione;
- le previsioni di una forte crescita economica;
- i risparmi accumulati;
- i beni di qualità.

La significativa ripresa del valore delle proprietà dei centri commerciali osservata al di là dell'Atlantico avvalora questo scenario.

Complessivamente, rimaniamo cauti alla luce dei livelli di valutazione raggiunti da alcune classi di attivi (i.e. logistica, sanità, stoccaggio) spinte dalla crisi sanitaria e dall'eccesso di liquidità, concentrando i nostri investimenti altrove. Per quanto riguarda le proprietà residenziali in Germania, esse presentano ancora una volta punti d'ingresso interessanti in ottica anche dell'eliminazione del rischio politico sull'aumento degli affitti. L'introduzione di un quadro normativo da parte della nuova coalizione al governo dovrebbe proteggere gli interessi dei proprietari e avere come effetto l'accelerazione del ritorno degli investitori. Le società immobiliari che trattano uffici sono ancora penalizzate dalla mancanza di visibilità sulle conseguenze del lavoro da remoto. Infine, la domanda degli utenti rimane forte per i beni di ultima costruzione che soddisfano i migliori standard ambientali. In questo ambito si possono trovare interessanti opportunità di investimento.

Completato l'8 dicembre 2021.

	Dall'inizio del 2021	2020	2019	2018	2017	2016	5 anni	Volatilità 1 anno
R-co Thematic Real Estate C EUR	**3,3%**	**-22,8%**	**21,6%**	**-7,5%**	**18,9%**	**4,5%**	**2,1%**	**15,0%**
IEIF Eurozone Net TR	-1,4%	-10,7%	21,5%	-9,9%	16,5%	3,6%	3,9%	12,7%

Fonte: Rothschild & Co Asset Management Europe, 30/11/2021.
Le cifre citate si riferiscono agli anni passati. La performance passata non è un indicatore affidabile della performance futura e non è costante nel tempo.
Essi tengono conto della totalità delle spese applicabili a livello del fondo (ad es. commissione di gestione) ma non di quelle applicabili a livello del cliente (supplemento di emissione, spese di deposito, ecc.).

Durata dell'investimento consigliata : 5 anni

Il livello di rischio di questo comparto è di 6 (volatilità compresa fra il 15% e il 25%) e riflette principalmente il suo posizionamento sul mercato delle azioni francesi del settore immobiliare e di fondiarie europee. I dati storici utilizzati per il calcolo di questo indicatore sintetico potrebbero non costituire un'indicazione affidabile circa il futuro profilo di rischio del comparto. La categoria di rischio associata al comparto non è garantita e potrebbe subire nel tempo variazioni sia positive che negative. Si noti che la categoria più bassa non indica un investimento privo di rischio. Il capitale non è garantito. Altri rischi che rivestono importanza significativa e che non sono adeguatamente rilevati dall'indicatore: Rischio di credito: rischio che l'emittente di uno strumento finanziario non assolva, anche solo in parte, agli obblighi di rimborso del capitale e di pagamento degli interessi. Influenza di tecniche quali i prodotti derivati: l'utilizzo dei prodotti derivati può amplificare l'impatto degli effetti dei movimenti di mercato del portafoglio. Il verificarsi di uno di questi rischi potrà determinare una diminuzione del valore patrimoniale netto del comparto. Per maggiori informazioni sul profilo di rischio e sui principali fattori che lo influenzano, si invita a consultare il prospetto.

Prima di investire, è necessario leggere attentamente il KIID e il prospetto dell'OICR, in particolare la sezione relativa ai rischi e alle commissioni, disponibile sul sito web di Rothschild & Co Asset Management Europe: am.eu.rothschildandco.com

I commenti contenuti in questo documento non devono essere considerati come consigli di investimento, fiscali o di altro tipo, o come una raccomandazione di investimento da parte di Rothschild & Co Asset Management Europe.

Avvertenze

Documento a carattere divulgativo, semplificato e non contrattuale. I commenti e le analisi contenuti nel presente documento sono forniti a scopo puramente informativo e non costituiscono una raccomandazione d'investimento, né una consulenza. Rothschild & Co Asset Management Europe non può ritenersi responsabile di decisioni prese sulla base degli elementi contenuti nel presente documento o ad essi ispirate (divieto di riproduzione totale o parziale salvo previa autorizzazione di Rothschild & Co Asset Management Europe). Qualora si faccia riferimento a dati esterni ai fini dell'elaborazione delle condizioni del presente documento, tali dati s'intendono provenienti da fonti ritenute attendibili, ma senza garanzia di esattezza o esaustività. Rothschild & Co Asset Management Europe non ha proceduto a una verifica indipendente delle informazioni contenute nel presente documento e non può pertanto ritenersi responsabile di eventuali errori o omissioni, né dell'interpreta-zione delle informazioni in esso contenute. La presente analisi ha validità esclusivamente ai fini della redazione del presente documento.

Tenuto conto del carattere soggettivo di alcune analisi, è opportuno sottolineare che eventuali informazioni, proiezioni, stime, previsioni, ipotesi e/o opinioni non sono necessariamente messe in pratica dai team di investimento di Rothschild & Co Asset Management Europe che agiscono basandosi sulle loro proprie convinzioni. Alcune dichiarazioni di carattere previsionale sono preparate sulla base di certe ipotesi, che potrebbero differire parzialmente o totalmente dalla realtà.

Qualsiasi stima ipotetica è, per sua natura, speculativa, ed è possibile che alcune, se non tutte, le ipotesi relative a queste illustrazioni ipotetiche non si concretizzino o divergano notevolmente dai risultati effettivi. Rothschild & Co Asset Management Europe declina qualsiasi responsabilità relativamente alle informazioni contenute nel presente documento e a qualsiasi tipo di decisione di investimento presa sulla base di tali informazioni.

R-co Thematic Real Estate è una Société d'Investissement au Capital Variable (società d'investimento a capitale variabile) registrata 789 648 409 RCS Parigi. R-co Valor Balanced è un comparto della SICAV "Rco", registrata all'844 443 390 RCS Parigi. Gli organismi di investimento collettivo (OIC) sopra riportati sono organizzati ai sensi della legislazione francese e regolamentati dall'Autorità dei mercati finanziari (AMF). Gli OIC possono essere registrati all'estero in vista della loro commercializzazione attiva. Gli investitori sono quindi tenuti a informarsi relativamente alle giurisdizioni nelle quali gli OIC sono effettivamente registrati. Per ogni giurisdizione gli investitori sono invitati a fare riferimento alle specificità proprie a ogni paese, riportate nella sezione "caratteristiche amministrative". Il presente do-cumento è pubblicato da Rothschild & Co Asset Management Europe, società di gestione di portafoglio autorizzata e regolamentata dall'Autorità dei mercati finanziari (www.amf-france. org) con il numero GP-17000014. Le informazioni presentate non sono destinate a essere diffuse e non costituiscono in alcun caso un invito rivolto ai cittadini degli Stati Uniti o ai loro mandatari. Le quote o azioni degli OIC descritti nel presente documento non sono e non saranno registrate negli Stati Uniti ai sensi dell'U.S. Securities Act del 1933 e successive mo-difiche ("Securities Act 1933") o ammesse in virtù di qualsiasi legge degli Stati Uniti. Tali quote o azioni dei suddetti OIC non devono essere offerte, vendute o trasferite negli Stati Uniti (inclusi i suoi territori e possedimenti), né avere come beneficiario diretto o indiretto una US Person, ai sensi del regolamento S del Securities Act, e soggetti equiparati, secondo quanto disposto dalla legge statunitense cosiddetta "HIRE" del 18 marzo 2010 e dal dispositivo FATCA. Le informazioni contenute nel presente documento non costituiscono una consulenza in investimenti, una raccomandazione di investimento o una consulenza fiscale. Le presenti informazioni non presumono l'adeguatezza degli OIC presentati alle esigenze, al profilo e all'es-perienza di ogni singolo investitore. In caso di dubbi sulle informazioni presentate sull'adeguatezza degli OIC alle vostre esigenze personali, e prima di qualsiasi decisione di investimento, vi raccomandiamo di contattare il vostro consulente finanziario o fiscale. L'investimento in quote o azioni di qualsiasi OIC non è privo di rischio. Prima di qualsiasi sottoscrizione in un OIC, leggere attentamente il prospetto informativo, ed in particolare il paragrafo relativo ai rischi, e il documento di informazioni chiave per l'investitore (KIID). Il Valore Patrimoniale Netto (NAV) è disponibile sul sito internet www.am.eu.rothschildandco.com.

Le performance passate degli OIC descritti nel presente documento non costituiscono una garanzia delle performance future e possono indurre in errore. Tali risultati non sono costanti nel tempo. Il valore degli investimenti e dei redditi che ne deriva può variare al rialzo così come al ribasso, e non è garantito. Potrebbe accadere perciò, che l'investitore non recuperi l'importo inizialmente investito. Le variazioni dei tassi di cambio possono influenzare al rialzo così come al ribasso il valore degli investimenti e dei redditi che ne derivano, quando la valuta di riferimento dell'OIC è diversa dalla valuta del paese di residenza dell'investitore. Gli OIC la cui politica d'investimento mira in particolare mercati o settori specializzati (come i mercati emergenti) sono generalmente più volatili rispetto ai fondi più generali e diversificati. Per un OIC volatile, le fluttuazioni possono essere particolarmente significative, e il valore dell'investimento può perciò crollare bruscamente e fortemente. I risultati presentati non tengono conto delle eventuali spese e commissioni percepite in occasione della sottoscrizione e del riacquisto delle quote o azioni degli OIC interessati. I portafogli, prodotti o titoli presentati sono soggetti alle fluttuazioni del mercato e non è possibile garantire in alcun modo la loro evoluzione futura. Il trattamento fiscale dipende dalla situazione individuale di ciascun investitore, e può essere oggetto di modifiche.

Specificità per l'Italia:
Gli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (OICR) presentati sopra sono autorizzati alla distribuzione agli investitori istituzionali, alcuni dei quali possono anche essere autorizzati alla distribuzione al pubblico dalla "Commissione Nazionale per le Società e la Borsa" (CONSOB). Tuttavia, questo documento è destinato solo ai clienti istituzionali. I clienti istituzionali possono ottenere copie del prospetto, del Key Investor Information Document (KIID) e delle relazioni annuali e semestrali su www.am.eu.rothschildandco.com o gratuitamente su richiesta in formato cartaceo in italiano per il KIID e in inglese per il prospetto e le relazioni periodiche presso Rothschild & Co Asset Management Europe, Paris, Milan Branch, Via Passaggio Centrale 3 - 20123 Milano- ITALIA Rothschild & Co Asset Management Europe - 29 avenue de Messine - 75008 Paris società di gestione autorizzate dal AMF n° GP-17000014

Informazioni su Rothschild & Co Asset Management Europe
In qualità di divisione specializzata nella gestione patrimoniale del gruppo Rothschild & Co, offriamo servizi di gestione personalizzati a una vasta clientela di investitori istituzionali, intermediari finanziari e distributori. Il nostro sviluppo si basa su una gamma di fondi aperti, commercializzati sotto quattro marchi forti: Conviction, Valor, Thematic e 4Change, beneficiando della nostra esperienza a lungo termine nella gestione attiva e nella gestione di convinzione, nonché nella gestione delegata. Con sede a Parigi e una presenza in 10 paesi europei, gestiamo oltre 23 miliardi di euro e diamo lavoro a quasi 160 persone. Maggiori informazioni all'indirizzo: www.am.eu.rothschildandco.com

Il nostro sito web
am.eu.rothschildandco.com

Seguici su
LinkedIn

Rothschild & Co
Asset Management