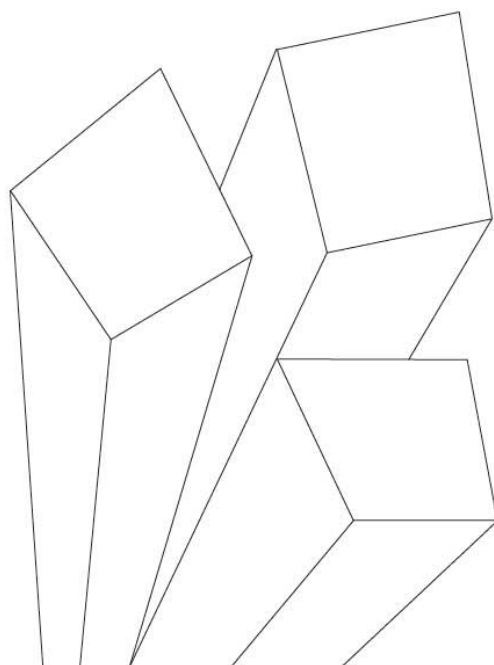


Real Estate investování napříč cyklem

Téma čtvrtletí
Q2 2023



DÁVÁME *financím* ŘÁD
A *smysluplnou* BUDOUCNOST

EMUN

Úvod

Sektor nemovitostí je typický výraznými cykly, které jsou nejvíce ovlivněny výší úrokových sazeb, za které se projekty financují, a ekonomickým klimatem, které ovlivňuje nabídku a poptávku volných prostor. V současnosti se nacházíme ve fázi vysokých úrokových sazeb a snížené ekonomické aktivity. Historicky v průběhu takovýchto období výnosy Real Estate investic stagnovaly nebo byly podprůměrné. Po skončení těchto méně příznivých období však historicky docházelo v následujících několika letech k výrazně nadprůměrným zhodnocením. Investoři volící správnou strategii pro daný realitní cyklus byli navíc odměněni dodatečnými výnosy v porovnání s trhem.

Přehled hlavních nemovitostních strategií

Equity Core, Core+

Strategie equity Core je tradiční „buy and hold“ přístup k nemovitostnímu investování. Zaměřuje se na stabilizované nemovitosti generující příjem na etablovaných trzích, typicky v prémiových lokalitách s nízkým rizikovým profilem. Hlavním cílem je generovat stabilní, průběžný příjem z nájmu, s potenciálem pro mírné kapitálové zhodnocení v průběhu času. Držba je obvykle dlouhodobá až trvalá (nemovitosti se neplánují prodávat). Strategie Core+ navíc obsahuje určité základní prvky zvyšování hodnoty jako optimalizaci nájemních smluv, nebo zajištění doobsazení. Typické čisté zhodnocení se pohybuje od 3 do 10 % p.a. dle výše (a nákladovosti) finanční páky.

Value-Add

Cílem strategie Value-add je doručit nemovitostnímu projektu přidanou hodnotu, za účelem růstu příjmů z nájmu, potažmo ceny nemovitosti. Obvykle se jedná o akvizici projektů s velmi nízkou obsazeností, nutností celkové obměny nájemnického mixu či zajištění refinancování. Value-add je rizikovější než tradiční strategie Core, protože vyžaduje odborné znalosti v identifikaci příležitostí, projektovém řízení a optimalizaci provozu. Na druhou stranu nabízí potenciál vyšších výnosů, protože kromě příjmu z nájmu nabízí vyšší potenciál kapitálového zhodnocení z dosaženého růstu ceny nemovitosti. Typické zhodnocení se pohybuje v rozmezí 7 – 12 % p.a.

Opportunistic

Opportunistic strategie hledají výrazně nadprůměrné výnosy z investic do nemovitostí s vyšším investorským rizikem, jako jsou brownfield a greenfield developerské projekty, kompletní přestavby a rekonstrukce, akvizice projektů v okrajových (ale rychle rostoucích) trzích nebo odkup předlužených „distressed“ nemovitostních projektů. Tyto strategie jsou nejnáročnější na exekuci a nezávislejší na know-how investora v porovnání s ostatními strategiemi, kde má větší podíl na zhodnocení běžná tržní aktivita. Typické cílené zhodnocení je v rozmezí 10 – 20 % p.a.

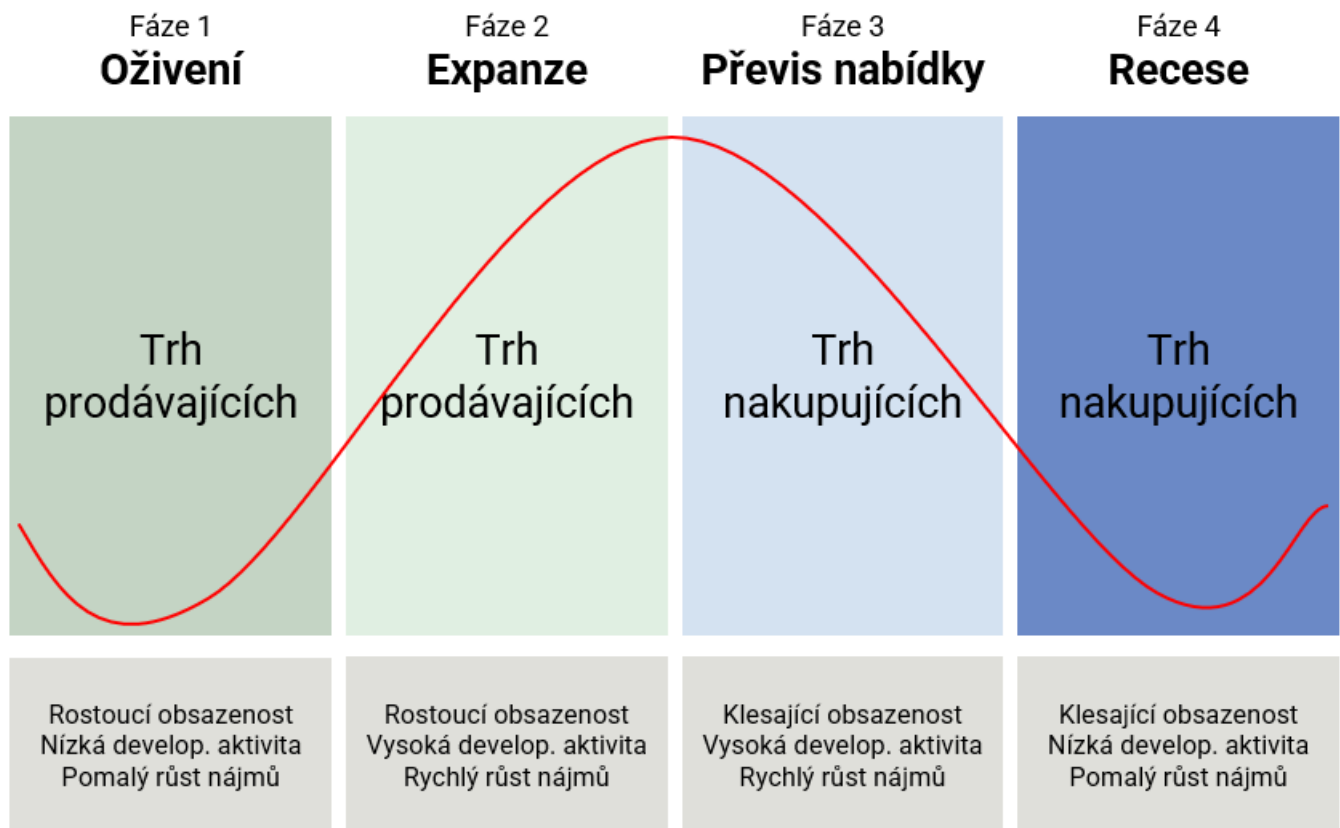
Real Estate debt

Real Estate debt odkazuje na investice do dluhových nástrojů zabezpečených nemovitostmi. V porovnání s ostatními strategiemi se jedná o nižší riziko, jelikož investor nenese přímé equity riziko investice. Jedná se o dluhové financování, které je typicky nadřízené equity investorům, ale podřízené bankovnímu financování (hypotékám). Cílené zhodnocení je obecně v rozmezí 5 – 10 % p.a. s vysokou cash-flow konverzí, ale bez možnosti kapitálového zhodnocení. Laicky řečeno je Real estate debt méně exponované na downside riziko, ale nenabízí možnost upside. Díky tomu je tato strategie méně náchylná na ekonomické cykly.

Fáze realitního cyklu

Realitní cyklus je charakterizován fázemi růstu a poklesu, ovlivněnými zejména nabídkou a poptávkou, úrokovými sazbami a výhledem inflace. Na realitním trhu se obvykle rozlišují 4 fáze cyklu: **Oživení** (Recovery), **Expanze** (Expansion), **Převis nabídky** (Hypersupply) a **Recese** (Recession):

Fáze Realitního cyklu



Obsazenost / poptávka

Zdroj: EMUN

Fáze 1: Oživení

Realitní cyklus začíná fází Oživení, charakteristický optimistickou opatrností, růstem poptávky a objemu transakcí a mírným růstem cen. Tato fáze obvykle nastává při prvním poklesu úrokových sazeb z vyšších hodnot. Valuace nemovitostí v této fázi již překonaly nejhlubší dna z předchozí recese a vrátily se k růstu. Na tyto pozitivní impulzy reaguje zprvu nízkým ale akcelerujícím růstem i developerská aktivita. Jsme v situaci trhu prodávajících, kdy sledujeme převis poptávky nad nabídkou (zejména kvůli velmi nízké nabídce). V této situaci se typicky vyplácí být trpělivý s držením nemovitostí.

Ve fázi Oživení, kdy se realitní trh stabilizoval, je řada dobrých akvizičních příležitostí. Vzhledem k nízkým valuacím a přijatelným cenám financování jsou vhodné strategie **Core(+)**, s plánem dlouhodobé držby nebo prodejem v pozdějších fázích cyklu.

V rámci sektorových strategií je typicky dobré investovat do procyklických nemovitostí typu retail nebo industrial, které jsou stále valuačně dostupné po nedávné recesi a zachytí velkou část růstu v následujících fázích.

Fáze 2: Expanze

Po Oživení obvykle nastane nejatraktivnější fáze nemovitostního cyklu, Expanze. Obvykle tato fáze největšího boju nastává v období nízkých úrokových sazeb, na dně úrokového cyklu. V této fázi strmě rostou ceny nemovitostí, což přeje spekulativní držbě. Prostředí je nadále vhodné zejména pro strategie **Core**, které dokáží levnou finanční pákou poměrně jednoduše znásobit rychlý růst tržních valuací. Na **oportunistické** straně jsou rovněž velmi výhodné developmentové strategie, obzvláště díky snadnosti financování a vysoké transakční aktivitě, která vede k rychlým prodejům.

Ve fázi expanze sledujeme souběžný růst na všech nemovitostních sektorech, zejména v komerčních nemovitostech, včetně kanceláří a retail prostor a obzvláště v industriálních nemovitostech, které jsou z realitních sektorů nejpříměji napojené na ekonomickou aktivitu, tj. nejcykličtější.

Fáze 3: Převís nabídky

Po fázi boomu přichází část cyklu nazývaná Převís nabídky. V této fázi je typicky možné sledovat vyšší inflační tlaky a rostoucí úrokové sazby, které využívají centrální banky pro cílené ochlazení přehřáté ekonomické aktivity. Vyšší sazby z trhu postupně vyhání nejprve spekulativní, později i dlouhodobé kupce. Maturuje vysoký počet stavebních projektů započatých za příznivých podmínek během předchozí expanze. Již tak drahé a stále rostoucí inflačně indexované nájmy začínají tlačit na poptávku, čímž sledujeme první poklesy obsazenosti. Nabídka nemovitostí tím poprvé začíná převyšovat poptávku a růst cen se zpomaluje nebo stagnuje – dostáváme se do situace trhu nakupujících, kdy se vyplácí být při akvizicích trpělivý a vybíravý.

Core strategie jsou během této fáze relativně méně atraktivní vzhledem k vyšší ceně financování, stagnujícím valuacím a klesající obsazenosti. Opportunistic strategie nedokáží těžit ani z prudkého růstu, který přeje developmentu, ani z poklesů, které přejí nákupům za distressed valuací. Z nemovitostních strategií je proto tato fáze cyklu ideální pro **Value-add** přístup. „Běžných“ stabilizovaných nemovitostí s plnou obsazeností je trh již satureovaný. Je tedy třeba aktivně přidat hodnotu např. nákupem podobsazených nemovitostí a aktivně přispět k růstu nájmu nebo rekonstrukcí nemovitostí např. za účelem dosažení lepších energetických vlastností nebo přilákání bonitnějších nájemníků. Tím investor vytvoří *aktivní* růst valuace ve chvíli, kdy tržní valuace stagnují.

Z hlediska sektorů je v této fázi růstu nemovitostního trhu obvykle rozumné investovat do méně cyklických sektorů jako rezidenční nemovitosti nebo vysoce specializované nemovitosti jako datacentra, telekomunikační věže nebo zdravotnické zařízení.

Fáze 4: Recese

Finální fáze realitního cyklu. Recese obvykle započne v době vysokých úrokových sazeb. Ty tlačí na cenu financování akvizic a výstavby. Transakční aktivita tedy klesá a s ní i valuace. Nemovitostní recese je typicky doprovázena ekonomickým zpomalením, které vede k poklesu obsazenosti.

Recese je na jedné straně složitá (vyšší míra rizika), ale nabízí také nejlepší příležitosti, kdy je vhodné zainvestovat pro dosažení nejvyšších celkových výnosů. Tato fáze je typicky dobrým časem pro **oportunistický** nákup nemovitostí pod tržní cenou, které je možné zrekonstruovat a prodat nebo pronajmout, až se ekonomika zotaví. Nicméně, načasování a výběr konkrétní investice je klíčový a investování v této fázi tedy vyžaduje velmi hlubokou expertízu. Další možností je během této fáze opustit equity riziko a využít situace vysokých sazeb a nedostupnosti běžného bankovního financování investováním do **Real estate debt** strategií.

Sektorově lze v recesi investovat nejčastěji do defenzivních sektorů a nejbonitnějších nemovitostí, které obstojí i v případě delšího trvání slabšího ekonomického prostředí. Jde například o sektor zdravotnictví, pronájmu rezidenčních nemovitostí, defenzivní infrastruktury apod. Oportunitní investoři ale mohou nakupovat i v rizikových sektorech s cílem dosažení nadměrných výnosů, zejména v individuálních sektorech, kde vidí pozitivní výhled do budoucna, např. kde převažují silné specifické tržní faktory nad makroekonomikou. Může jít o self-storage sklady, data centra, studentské ubytování a mnoho dalších specifických sektorů.

Ve které fázi realitního cyklu se nacházíme?

Identifikace fáze cyklu a výsledné časování trhu je pochopitelně jedna z nejkomplicovanějších a nejzrádnějších disciplín v investování a v realitách tomu rozhodně není jinak. Jsou však určité indikátory, které mohou s identifikací cyklu napomoci, zejména makro a tržní indikátory a investorský sentiment.

Makro a tržní indikátory

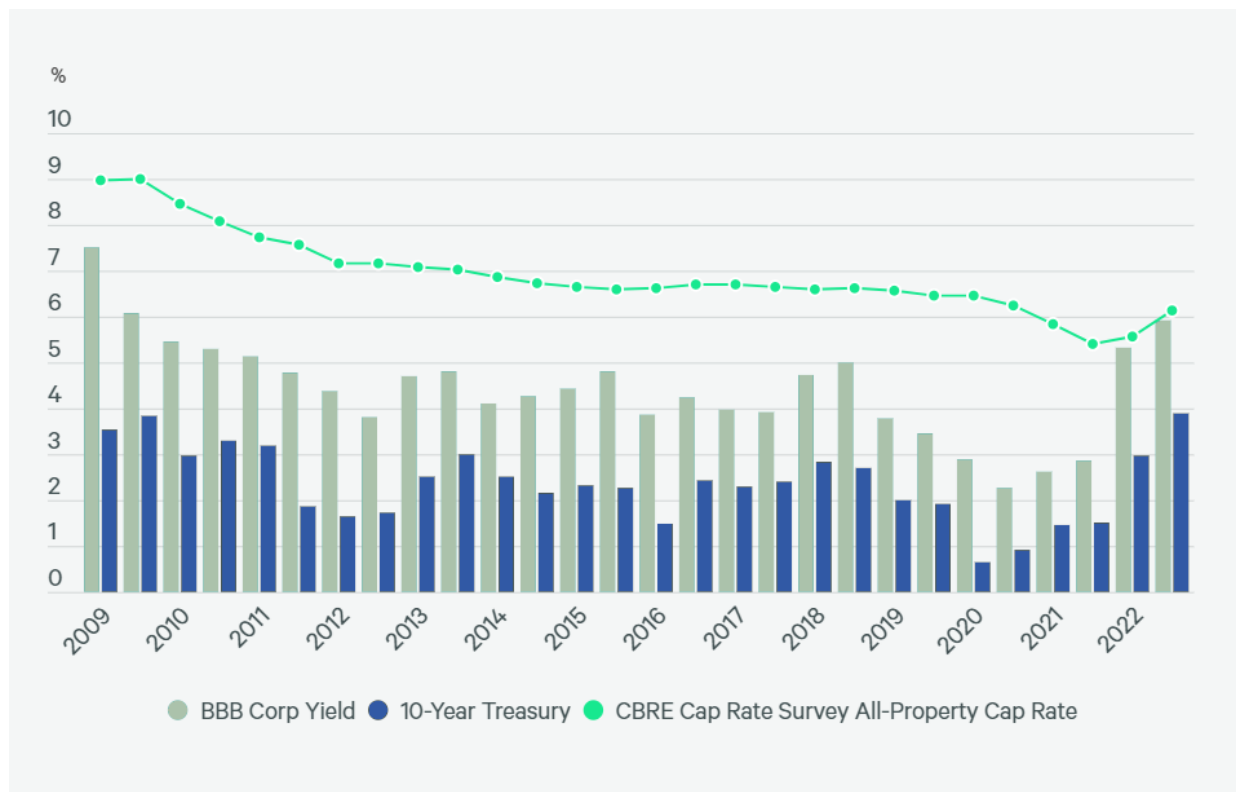
Vzhledem k velmi silnému historickému napojení realitních cyklů na úrokové sazby je pro korektní identifikaci realitní fáze ideální sledovat aktuální trendy sazeb v kombinaci se znaky pohybu na valuacích nemovitostí.

Z rešerše CBRE níže je možné sledovat patrný pohyb výnosů výše (tj. pokles valuací) na amerických nemovitostech napříč všemi sektory. První poklesy realitních valuací bylo možné sledovat zhruba 2 roky poté, co úrokové sazby na korporátních a státních dluhopisech dosáhly historického minima po konzistentním post-krizovém poklesu.

Pro zajímavost, prestižní mezinárodní instituce Bank for International Settlements provedla v roce 2017 mezinárodní studii kvartálních cen rezidenčních nemovitostí na datech ze 47 zemí světa pokrývající skoro půl století dat z USA

a relativně dlouhé časové série i u ostatních zemí. Závěrem je překvapivě silný vliv krátkých úrokových sazeb centrálních bank na ceny nemovitostí, zejména na trzích mimo USA. Zároveň ale ceny nemovitostí reagují postupně, ne skokově. Nejsilnější reakci nemovitosti zaznamenávají s cca 2letým zpožděním po změně sazeb. Proto současný rapidní růst sazeb nevedl k okamžitému výraznému poklesu cen většiny nemovitostí. Reakce cen na snižování sazeb bude většinou opět graduální. Zároveň studie odhalila, že americké sazby mají dominantní schopnost ovlivňovat ceny nemovitostí nejen v USA, ale po celém světě.

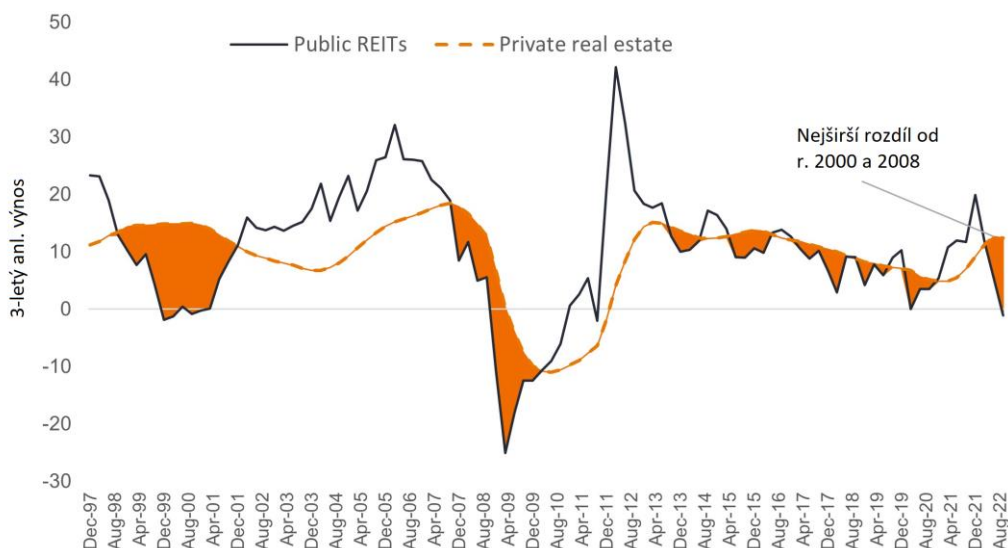
Výnosy na nemovitostech vs. výnosy na dluhopisech v USA



Zdroj: CBRE

Zadruhé, současná valuační mezera mezi hodnotami privátních a veřejně obchodovaných investic je na historicky velmi vysokých úrovních, podobných jako v letech 2000 a 2008. Existuje tedy pravděpodobnost, že veřejně obchodované akcie nemovitostních společností předpovídají budoucí směr širšího realitního trhu.

Spread mezi valuacemi veřejně obchodovaných REITs a mimoburzovních nemovitostí

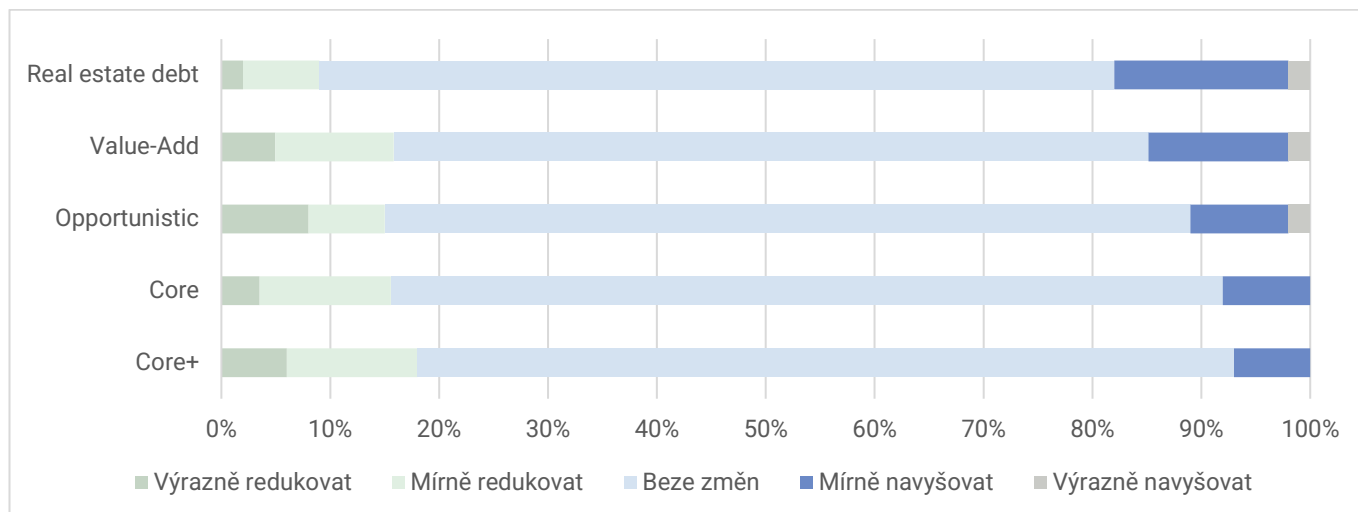


Zdroj: Janus Henderson

Sentiment

Kromě „hard-data“ makroekonomických a tržních údajů lze čerpat i ze sentimentu investorů, který lze aspoň částečně vyčíslit z průzkumů Real estate investorů a konzultačních agentur.

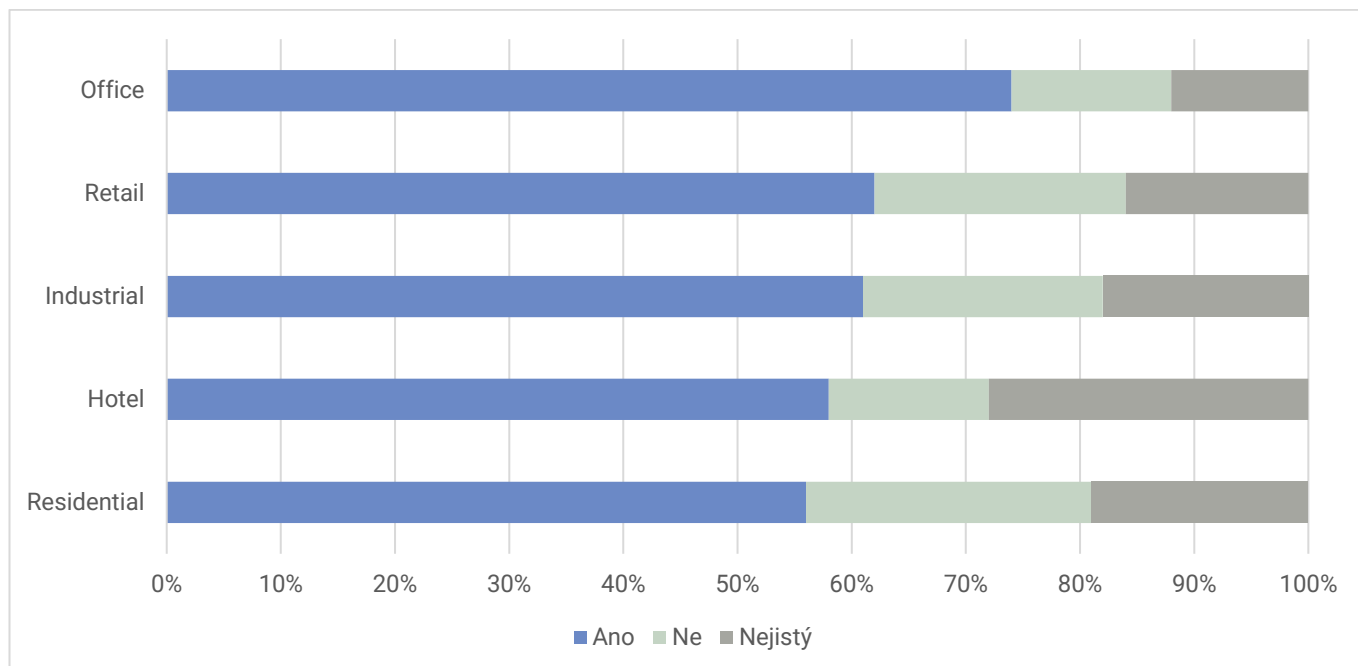
Preference globálních investorů do Real Estate pro rok 2023



Zdroj: EMUN, PERE, Patrizia investor survey 2023

Například z průzkumu Patrizia investor survey 2023 vyplývá, že z hlediska zvyšování Real Estate investiční alokace byly v roce 2022 populární strategie jednodušší na exekuci, zejména Core a Core+. Letos se situace otočila. Tyto strategie se dostaly na spodek zájmu a do popředí se derou strategie fixed income, zajištěné dluhem nebo nemovitostmi, a také strategie value-add. Populární jsou také strategie brown-to-green, kdy investor renovuje nemovitosti, aby vyhovovaly nej přísnějším „zeleným“ standardům. Ještě v loňském roce plánovalo zvýšit alokaci do sektoru Real Estate přes 60 % investorů. Letos je to podstatně méně. Velká většina je nejistá v dalších krocích a bude vyčkávat bez výrazné změny alokace. Průzkum tedy indikuje rostoucí zájem investorů o strategie, které typicky lépe performují v pozdních fázích realitního cyklu. Zároveň však na tržním sentimentu není znát panické snižování alokace, typické pro období recese.

Věříte, že v příštích dvou letech přijde znatelný růst defaultů?



Zdroj: CBRE

Vzhledem k faktorům výše je pravděpodobné, že se nacházíme někde na přelomu nemovitostních fází Převis nabídky a Recese.

Existuje však velmi výrazná disperze výkonů a očekávání v jednotlivých sektorech realit. Příkladem na negativním konci spektra jsou například kancelářské prostory. Office sektor je pod velkým tlakem, který ale byl primárně způsoben „home-office“ trendem započatým v COVIDu. Růst sazeb byl jen katalyzátorem. Ostatní segmenty komerčních nemovitostí jsou na tom podstatně lépe, i když prudký růst úrokových sazeb negativně ovlivňuje velkou většinu nemovitostního trhu.

Naopak některé segmenty, např. logistika, jsou postiženy velmi málo díky dobrému fundamentálnímu výhledu (nízká míra neobsazenosti, vysoká poptávka atd.) a ceny veřejně obchodovaných realitních fondů z oblasti logistiky jsou momentálně u řady z nich na svých historických maximech.

Jak na současnou situaci na trhu nemovitostí nahlíží Emun?

Aktuální vývoj v ekonomickém a nemovitostním cyklu indikuje, že spekulativní nákupy nemovitostí za jakýchkoliv valuací nebudou fungovat jako v minulosti. Domníváme se, že konec období ultra nízkých úrokových sazeb povede nejen k cyklické, ale k hlubší změně strategií realitního trhu. Sazby sice mírně klesnou, ale pravděpodobně budou mnoho let oscilovat okolo vyšších úrovní, než jsme byli zvyklí, a bude chybět výrazný trend dlouhodobého snižování sazeb k nule. Na těchto dvou faktorech především byly založeny jednoduché strategie Core a Core+, které profitovaly z růstu valuací nemovitostních trhů (yield compression), který byl znásobený levnou pákou, nikoliv přidanou hodnotou nemovitostních investorů. Tato éra ultra nízkých sazeb se velmi pravděpodobně v příštích letech nebude opakovat, a s ní ani éra silných výnosů strategií Core a Core+.

Věříme, že situace v nadcházejícím makroekonomickém prostředí bude podstatně složitější. Očekáváme vyšší míru defaultů, těžší přístup k financování a nadále rostoucí požadavky na investice do udržitelnosti nemovitostí. Rovněž očekáváme širší disperzi výnosů mezi jednotlivými nemovitostními sektory.

V nadcházejícím prostředí tedy preferujeme **oportunistické** strategie, které dokáží agilně využít klesajících valuací. Přikláníme se k flexibilnímu přístupu napříč nemovitostními sektory a regiony. V neposlední řadě pak preferujeme investování s manažery s dlouholetým ověřeným track recordem, kteří vykazovali schopnost přečkat ideálně vícero plných nemovitostních cyklů, a kteří mají kvalitní přístup k různorodým zdrojům financování.