

## VUOSIKOMMENTIT 2022

Tämä on ollut myrskyisä ja vaikea osakemarkkinavuosi, jonka jätämme nyt taaksemme. Mutta ei ainoastaan osakemarkkinoilla ole mennyt huonosti viime vuonna, vaan kaikilla omaisuusluokilla hyödykkeitä ja käteistä lukuun ottamatta. Fantastisen vuoden 2021, korkean tuoton ja ODIN Kiinteistön hyvän suorituksen jälkeen, 2022 oli huono vuosi.

2022 oli vuosi, jolloin inflaatio palasi. Tämä sai keskuspankit ympäri maailmaa reagoimaan voimakkaasti -monien mielestä hieman liian myöhään. Sekä pandemian jälkeinen uudelleen avaaminen että Venäjän laitton hyökkäys Ukrainaan ovat tekijöitä, jotka toimivat katalysaattoreina inflaation palautumisessa.

Harva olisi voinut kuvitella, että vuoden aikana meillä on sota Euroopassa ja korkein inflaatio neljään vuosikymmeneen. Korkea inflaatio on johtanut siihen, että keskuspankit kaikkialla maailmassa ovat muuttaneet korkopolitiikkaansa ja siirtyneet nollakorkojärjestelmästä korkeimpaan ohjauskorkoon sitten finanssikriisin. Tämän seurauksena sijoittajat rankaisivat ankarasti kiinteistösektoria ja muita korkoherkkiä sektoreita, kuten teknologiaa.

### Inflaatio on kaksiteräinen miekka

Korkean inflaation torjumiseksi keskuspankit ympäri maailmaa ovat ottaneet käyttöön korkoaseen. Keskuspankit ovat pitäneet korot äärimmäisen alhaisella tasolla viimeisen kymmenen vuoden ajan ja useissa tapauksissa käyttäneet määrällistä keventämistä talouden toimeliaisuuden ylläpitämiseksi, mutta nyt keskuspankit ovat nostaneet ohjauskorkoja jyrkästi. Ruotsin Riksbank siirtyi matalista koroista nostamalla niitä nollostä 2,5 prosenttiin vuoden aikana. Olemme nähneet samanlaisia jyrkkiä nousuja Yhdysvalloissa ja euroalueella. Tällä on suora vaikutus kiinteistöalaan korkeampien rahoituskustannusten muodossa. Tämän tekee näkyväksi se, kuinka keskimääräinen lainakorko omistuksillemme on noussut 1,6 prosentista 2,4 prosenttiin vuonna 2022.

On kuitenkin tärkeää muistaa, että inflaatio on kaksiteräinen miekka: Samaan aikaan kun korot ja siten korkokustannukset nousevat jyrkästi korkean inflaation vuoksi, kiinteistöt tarjoavat inflaatio suojausta sillä, että useimmat vuokrasopimukset ovat kuluttajahintaindeksillä säänneltyjä. Vuoden 2023 kuluttajahintojen indeksikorjaukset ovat 10,9 % Ruotsissa ja 6,5 % Norjassa. Yhdelläkään yrityksellä ei ole 100 % CPI-säätöä, mutta useimmilla kaupallisilla yrityksillä on erittäin korkea prosenttiosuus.

### Keskity jälleenerahoitusriskiin ja likviditeettiin

Kiinteistöyhtiöiden suuntautuminen muuttui vuoden aikana korkoriskistä jälleenerahoitusriskiksi. Yritykset käyttävät pääasiassa kolmea rahoituslähdeä: pankkimarkkinat, Ruotsin joukkovelkakirjamarkkinat ja Euroopan joukkovelkakirjamarkkinat. Näistä nykyään vain pankkimarkkinat toimivat tyydyttävästi. Ruotsin joukkovelkakirjamarkkinat ovat avoinna korkeimman luottoluokituksen omaaville yrityksille, mutta käytännössä suljetut muille. Näemme samanlaisen tilanteen Euroopan joukkovelkakirjamarkkinoilla, joita Pohjoismaiden suurimmat kiinteistöyhtiöt ovat käyttäneet laajasti. Nyt näemme tämän käänteeseen. Joukkovelkakirjalainojen hinnat jälkimarkkinoilla näyttävät kaksinumeroiset tuotot joidenkin pitkien maturiteettien osalta, mikä osoittaa, että markkinat ovat suljettuina uusilta liikkeeseenlaskuilta.

### Salkunhoitaja



Nils Hast

### Miksi sijoittaa ODIN Kiinteistö -rahastoon?

Tavoitteena on antaa kilpailukykyistä tuottoa suhteessa sijoituskohteena olevien yhtiöiden sisältämään riskiin. Yleiset pörssin heilahtelut vaikuttavat salkun hinnoitteluun. Käsitksemme mukaan heilahtelut ovat usein huomattavasti suurempia kuin kiinteistöjen arvon vaihtelut.

### Miten ODIN Kiinteistö on positioitu?

ODIN Kiinteistö sijoittaa pääasiassa liikekiinteistöihin, mutta Pohjoismaiden markkinoilla myös joihinkin asuinkiinteistöihin. Kaikki sijoitukset kohdistuvat pörssinoteerattuihin yhtiöihin, jotka omistavat erityyppisiä kiinteistöjä, kuten toimistoja, hotelleja, ostoskeskuksia ja varastoja. Rahaston neliömääristä suurin osa on toimistoja, mutta myös varastot ja logistiikka muodostavat huomattavan osan salkusta. Yhteensä nämä segmentit käsittävät yli puolet salkusta. Myymälät, asunnot, hotellit ja muut kiinteistöt ovat myös edustettuina. Maantieteellisesti noin ¾ sijaitsee Ruotsissa, ja noin 20 % on Norjassa ja Suomessa. Pyrimme laajentamaan salkkua myös eri maiden sisällä, meillä on sijoituksia alkaen Pohjois-Ruotsista aina Tukholman Stureplanille.

**Lue lisää ODIN-menettelämästä tästä >>**

## Eniten rahaston tuottoon vaikuttaneet yhtiöt

Kaikki omistuksemme vaikuttivat negatiivisesti vuoden 2022 tuottoon. Vähiten negatiivista panosta tuli **Emilshusilta**, **Pandoxilta** ja **Kojamolta**. Emilshus listautui pörssiin kesäkuun alussa, joten ei ole yllättävää, että sen osuus rahastoon on pienin. Pandox on pudonnut suhteellisen vähän muuhun kiinteistöalaaan verrattuna, sillä hotellimarkkinat ovat olleet kuumat koko loppukesän ja syksyn, kun kuluttajat istuivat covid-19-pandemian säästöillä ja pääsivät vihdoinkin matkustamaan rajoitusten poistuttua. Kojamo on rahaston pienin sijoitus ja osake on menestynyt suhteellisen hyvin, mikä on johtanut ainoastaan pieneen negatiiviseen panokseen.

Suurimmat negatiiviset panokset tulivat **SBB:ltä**, **Balderilta** ja **Nyfosalta**. SBB oli viime vuoden paras nousija, mutta se on kokenut vaikeita aikoja korkojen nousun ja yhtiön ja osakkeen kimppuun hyökänneiden korkean profiilin shorttaajien jälkeen.

Balderille ja Nyfosalle kyse on enemmän siitä, että ne ovat suuria sijoituksia rahastossa, ja vaikuttavat paljon rahaston tuottoon. Balderin tapauksessa myös suurella asutuspainolla ja suurella pääomamarkkinarahoituksella oli luultavasti merkitystä. Nyfosalla on suhteellisen lyhyt kiinteä korkosidonta ja panostaa kasvuun, mikä on rankaissut heitä tänä vuonna. Havaitsemme, että vaikka kiinteistöala on kokonaisuudessaan laskenut tänä vuonna merkittävästi, heikommin menestyneet ovat yritykset, joilla on paljon asuntoja, suuri velkavipu ja merkittäviä jälleenerahoitustarpeita.

Saattaa kuulostaa dramaattiselta, että markkinat ovat kiinni, mutta korkean tuoton segmentissä sitä tapahtuu ajoittain. Investointitasolla se on kuitenkin epätavallisempaa. Tämä korostaa, kuinka tärkeää on, että kiinteistöyhtiöillä, joilla on paljon joukkovelkakirjarahoitusta, on pitkät laina-ajat ja likviditeetti (kassa, kassavirta ja vararahastot) tulevien erääntyvien maksujen suorittamiseksi. Nyt yrityksille tärkeintä on maksuvalmiuden ja jälleenerahoituksen turvaaminen sekä keskittyminen kassavirran tuottamiseen. Uskomme, että pitkällä aikavälillä tästä on suurin hyöty osakkeenomistajille, vaikka kyse onkin pankkien ja pääomamarkkinoiden priorisoinnista lyhyellä aikavälillä.

## Muutoksia rahastossa

Vuoden aikana olemme olleet mukana kahdessa listautumisannissa. Maaliskuun lopussa olimme kulmakivisijoittajia, kun **SLP**, Swedish Logistic Property, listautui pörssiin. Kuten nimestä voi päätellä, kyseessä on varasto- ja logistiikkasegmenteillä toimiva kiinteistöyhtiö. Yhtiöllä on selkeä kasvusuunnitelma, jonka tavoitteena on vähintään 15 %:n vuotuinen tuloskasvu. SLP:n listautuminen onnistui ja osake nousi yli 40 prosenttia ensimmäisenä kaupankäyntipäivänä.

Osallistuimme kesäkuun alussa **Emilshusin** pörssilistaukseen - täällä taas kulmakivisijoittajana. Emilshusin kotimarkkina on Smoolanti, ja se toimii pääasiassa varasto-, kevyen teollisuuden ja kaupan segmenteissä. Tässäkin kyseessä on kasvua tavoitteleva yritys, jonka tavoitteena on kasvattaa sekä substanssiarvoa että kiinteistönhoidon tuottoa kumpikin 15 %.

Muuten olemme tehneet salkussa pieniä muutoksia.

## Suurimmat omistukset

Kolme suurinta asemaamme rahastossa ovat **Sagax**, **Castellum** ja **Balder**. Sagax on pitkään ollut suurin omistusosuutemme, ja se on vahva kiinteistöyhtiö, joka on osoittanut useasti korkojen nousua, jota nytkin näemme. Yhtiö on kiinnittänyt koron 3,4 vuodeksi ja jossa vain 2 % lainakannasta eräänny vuonna 2023. Samaan aikaan yhtiö on onnistunut myymään kiinteistöjä kirjanpitoarvon yläpuolella kauden aikana ja sillä on nyt pari miljardia kruunua käteistä. Lisäksi yhtiö sai äskettäin kolme miljardia kruunua luottolimiittia kahdelta pohjoismaiselta pankilta, ja sen vuotuinen kassavirta on noin kolme miljardia kruunua. Tämä tarjoaa mahdollisuuksia olla netto-ostaja vaikeuksissa olevilla markkinoilla, joilla useat toimijat voivat joutua vaikeuksiin. Tämä tasoittaa tietä kannattaville yritysostoille, jotka voivat tuottaa pitkän aikavälin omistaja-arvoa ja kasvua.

**Castellum** on toiseksi suurin omistusosuutemme, ja vuosi on ollut myrskyisä. On myönteistä, että Akelius on liittynyt Castellumiin, joka saa siten "syvät taskut" omaavan pääomistajan, joka on ilmaissut haluavansa tukea yritystä ja puolustaa yhtiön luottoluokitusta. Samalla Castellum toimii mielestämme aivan oikein turvatessaan luottolimiittejä ja maksuvalmiutta myymällä kiinteistöjä. Yhtiöllä on jännittävä kiinteistöportfolio, joka tarjoaa korkeamman osinkotuoton kuin monet sen kilpailijat. Lisäksi yhtiö on hinnoiteltu merkittävällä alennuksella 50 % substanssiarvoon ja 11-kertaisella kassavirtakertoimella. Pidämme tätä yhtenä houkuttelevimmista kiinteistöyhtiöistä pörssissä tällä hetkellä.

Kolmanneksi suurin omistusosuutemme on **Balder**. Yritys on ollut pitkään yksi Pohjoismaiden suurimmista kiinteistöyhtiöistä ja tuottanut osakkeenomistajille vahvaa historiallista tuottoa. Balderin suuri panostus asuntosektorille (57 %) ja korkea osuus joukkovelkakirjamarkkinoista on painanut yhtiötä ja luonut epävarmuutta lyhyellä aikavälillä. Toimitusjohtajansa ja pääomistajansa Erik Selinin kautta Balder on kuitenkin osoittanut, että se pystyy selviytymään vaikeistakin markkinoista ja luomaan hyvää arvoa ajan mittaan.

## Näkymät

Miten asetamme itsemme ja mitä voimme odottaa vuodelta 2023? Vuosi on ollut osakemarkkinoilla kova kiinteistöalalle ja ODIN Kiinteistöille. Mutta jos katsomme salkun yrityksiä, ne menestyvät edelleen hyvin. Edessä on kuitenkin epäilemättä kovemmat ajat, ja vuoden 2023 suurimmat haasteet ovat kassavirtapaineet, jotka johtuvat kohonneista

rahoituskustannuksista, jälleerahoitusriskistä ja nousevasta laina-arvosta. Tämä johtaa riskiin luottoluokituksen alentamisesta ja lainaehtojen rikkomisesta. Investment grade -luokituksen omaaville suurille yrityksille on tärkeää pystyä säilyttämään luottoluokitus. Vastatakseen näihin riskeihin yritysten on keskityttävä lainanantajiinsa varmistaakseen, että niillä on paras mahdollinen pääsy pankki- ja pääomamarkkinoille. Kasvutavoitteet on tässä tilanteessa pysäytettävä niin kauan, kun ei täyty rahoittajien asettamia vaatimuksia hyvällä marginaalilla.

Näemme kiinteistösektorin paluun kannalta ratkaisevana kolmea aluetta: koronnostosyklin päättymisen, joukkovelkakirjamarkkinoiden avaamisen ja uuden pääoman houkuttelemisen alalle. Kun nämä kaikki ovat paikoillaan, olemme luultavasti ohittaneet pohjan. Tänäpä näemme merkkejä siitä, että koronnostosykli saavuttaa huippunsa vuoden lopussa, mutta epäilyksiä on edelleen olemassa keskuspankkien kielen jatkuessa aggressiivisena. Joukkovelkakirjamarkkinat ovat vielä käytännössä kiinni, mutta tässä näkyy merkkejä muutoksista ja siitä, että muutama BBB-segmentin arvostettu kiinteistöyhtiö on pystynyt tekemään uusia liikkeeseenlaskuja, mutta ei yksikään pohjoismaisista yrityksistä. Mutta sitten meillä on Akeliuksen tulo Castellumiin, joka tapahtui osakemarkkinoiden kautta. Nämä ovat myönteisiä merkkejä, ja erityisesti jälkimmäisen uskomme saavan enemmän ihmisiä toimimaan.

Kysymys on nyt siitä, kompensoiko alalla kokemamme dramaattinen lasku näitä riskejä riittävästi. Jos katsomme NAV:n hinnoittelua yrityksissä, niin toimiala on ennätyksellisen alhaalla, kuten myös rahastomme. Edelleen kassavirtatason hinnoittelu on alimmalla tasolla sitten finanssikriisin. Ala ja rahastomme käyvät nyt kauppaa houkuttelevilla tasoilla historiallisesta näkökulmasta. ODIN Kiinteistö on tänään hinnoiteltu substanssiarvoon 0,8-kertainen ja sitä voidaan verrata 1,4-kertaiseen substanssiarvoon vuoden alussa. Jos tarkastellaan hinnoittelua kassavirtaa vastaan, rahasto on tänään 15-kertainen, kun vastaava luku oli vuoden alussa 23-kertainen. Joten hinnoittelu näyttää houkuttelevalta ja kompensoi tänään näkemämme tiukemmat markkinanäkymät. Lyhyen aikavälin kehityksestä on vaikea sanoa mitään, koska korkoliikkeet ja tunnelma näyttävät hallitsevan markkinoita. Pyrimme löytämään yrityksiä, joiden uskomme soveltuvan parhaiten sekä hyviin että hieman vaikeampiin aikoihin ja tuottamaan hyvää tuottoa ajan mittaan.

Haluamme kiittää osuudenomistajiamme kärsivällisyydestä ja pitkän tähtäimen näkemyksestä näillä haastavilla markkinoilla ja toivottaa heille oikein hyvää uutta vuotta.



## Tietoa rahastosta

Salkunhoitaja	Nils Hast
Salkunhoitajana alkaen	14.08.2020
Aloituspäivä	24.08.2000
C-luokan aloituspäivä	24.08.2000
Hallinnointipalkkio	1,50 %
Juoksevat kulut (Viime)	1,50 %
Osto-/Myyntipalkkio	0 %
Indeksi	VINX8600NO
Rahaston muoto	UCITS
Bloomberg-koodi	ODOECES NO
Sijoitusprofiili	Aktiivisesti hoidettu osakerahasto
Minimimerkintä	300 NOK
Pääomat yht.	319 mill EUR

## Riskiluvut EUR

	Salkku	Indeksi
Riskitaso	6 / 7	

\*) Volatiliteetissä käytetään yhden kuukauden tuottolukuja.

## Markkina-arvo (miljardi NOK)

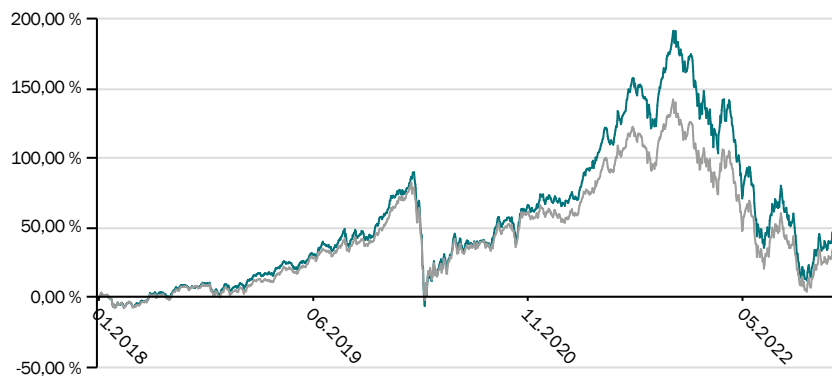
20-100	40,47 %
<20	57,43 %

## Tuottohistoria % (EUR)\*

	1kk	v a	1 v.	3 v.	5 v.	10 v.	Perustamisesta
Salkku, vuositasolla	1,21	-50,34	-50,34	-7,48	6,30	10,01	12,93
Indeksi, vuositasolla	0,03	-44,95	-44,95	-8,49	4,47	10,27	10,73
Salkku, kertynyt	-	-	-	-20,81	35,75	159,66	1 412,19
Indeksi, kertynyt	-	-	-	-23,37	24,43	165,70	874,25

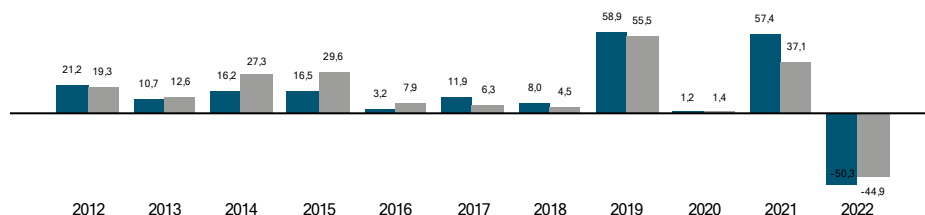
\* 12 kk ja sitä pidemmät tuotot ovat keskimääräisiä vuosittaisia tuottoja. Kertynyt tuotto on ajanjakson kokonaistuotto. Tuottoluvut, ennen osuusluokan perustamista, perustuvat vanhimman osuusluokan tuottoihin huomioiden osuusluokan hallinnointipalkkion.

## Kehitys viim. 5 v. % (EUR)



■ ODIN Eiendom C EUR ■ Indeksi

## Vuosittainen tuotto % (EUR)



■ ODIN Eiendom C EUR ■ Indeksi

## 5 eniten tuottanutta omistusta 1 kk (EUR)

Nyfosa	0,45 %
Fortinova Fastigheter B	0,44 %
NP3 Fastigheter	0,36 %
Sagax B	0,31 %
Balder B	0,24 %

## 5 eniten tuottanutta omistusta v a (EUR)

Neobo Fastigheter	-0,01 %
Fastighetsbolaget Emilshus B	-0,12 %
Pandox	-0,19 %
Eiendomsspar	-0,24 %
Kojamo	-0,24 %

## 5 vähiten tuottanutta omistusta 1 kk (EUR)

FastPartner A	-0,39 %
Stendorren Fastigheter B	-0,22 %
K2A Knaust & Andersson B	-0,20 %
Self Storage Group	-0,20 %
Wihlborgs	-0,18 %

## 5 vähiten tuottanutta omistusta v a (EUR)

Samhallsbyggnadsbolaget i	-5,50 %
Balder B	-4,74 %
Nyfosa	-3,24 %
Corem Property B	-2,89 %
NP3 Fastigheter	-2,72 %

Signatory of:



## 10 suurinta omistusta

	31.12.2022
Sagax B	8,79 %
Castellum	7,32 %
Balder B	6,54 %
Stendorren Fastigheter B	5,84 %
Nyfosa	5,79 %
NP3 Fastigheter	4,59 %
Fabege	4,44 %
Wihlborgs	4,36 %
Catena	4,06 %
Platzer Fastigheter	4,06 %

## Maantieteellinen jakauma

	31.12.2022	
	Salkku	Indeksi
Ruotsi	91,97 %	79,16 %
Norja	5,29 %	7,20 %
Suomi	0,64 %	8,02 %

## Toimialajakauma

	31.12.2022	
	Salkku	Indeksi
Kiinteistöt	94,26 %	92,97 %
Teollisuustuotteet- ja palvelut	3,64 %	0,00 %