ODIN Kiinteistö EUR 31.12.2023

Rahastossa on osuusluokkia A, B, C ja D

SALKUNHOITAJAN KOMMENTIT

Viime vuosi oli vuosi, joka oli leimattu nousevalla inflaatiolla ja geopoliittisella epävarmuudella. Näin ollen 2023 oli jatkoa vuodelle 2022, jossa korkea inflaatio ja heilahtelevat korkomarkkinat ohjasivat tunnelmia osakemarkkinoilla ja kiinteistösektorilla.

Vuosi alkoi erittäin hyvin osakemarkkinoille ja kiinteistösektorille, jotka nousivat merkittävästi tammikuussa ja helmikuun alussa. Sen jälkeen julkaistiin makrotaloudellisia avainlukuja, jotka tukivat edelleen korkeaa inflaatiota, mikä nosti markkinakorkoja ja laski osakemarkkinoita. Samanaikaisesti heräsi pelko 'pankkikriisistä', joka vaikutti rahoitusmarkkinoihin. Kaikki alkoi 'pankkipakolaisuudesta' amerikkalaisessa niche-pankissa Silicon Valley Bankissa (SVB), pelosta talletusten menettämisen vuoksi. Obligaatioihin, joihin talletukset oli sijoitettu, oli laskenut arvonsa viime vuoden voimakkaan koronnousun seurauksena, ja koska kirjanpitosäännöt sallivat pankkien käyttää näitä 'pidä-erääntymiseen' -periaatteen mukaan, markkina-arvo oli paljon alhaisempi kuin kirjatut arvot.

Pelko vastaavista olosuhteista muissa pankeissa johti 'tartuntavaikutukseen' useisiin muihin amerikkalaisiin pankkeihin ja levisi myös Eurooppaan. Credit Suisse pelastettiin järjestelyllä, jonka teki sen sveitsiläinen isoveli UBS. Nämä tapahtumat loivat pelkoa 'tartuntavaikutuksista' koko pankkijärjestelmään ja vaikuttivat myös pohjoismaisten pankkien osakekursseihin.

Tapahtumat aiheuttivat suuria muutoksia korkomarkkinoilla, joissa luottoriskilisät nousivat ja levisivät kiinteistösektorille, jossa korkea velkavipu ja obligaatiot rahoitus vaikuttivat negatiivisesti. Kevään kuluessa inflaation hallitseminen osoittautui paljon vaikeammaksi, ja sekä markkinat että keskuspankit yliarvioivat, kuinka nopeasti se laskisi. Tämä johti voimakkaasti nouseviin markkinakorkoihin keväästä lokakuuhun asti, jolloin 10-vuotinen amerikkalainen valtionobligaatio saavutti 5 prosentin, korkeimman tason 16 vuoteen.

Kuitenkin lokakuun lopussa ja marraskuun alussa tunnelma kääntyi, kun useat makrotaloudelliset avainluvut osoittivat merkkejä laskevasta inflaatiosta. Samalla Yhdysvaltain keskuspankki kommentoi, että he nyt odottavat korkeimman korkotason saavuttamista ja vihjaavat korkoleikkauksista vuonna 2024. Markkinat reagoivat erittäin positiivisesti uutiseen ja seurauksena oli laskevat korkokäyrät, kun 10-vuotinen amerikkalainen valtionobligaatio laski alle 4 prosenttia. Tämä laukaisi voimakkaan mielialan muutoksen markkinoilla ja nosti kiinteistösektorin yli 30 prosenttiin.

Suuria eroja kaupallisen kiinteistön segmenttien välillä

Vuoden aikana oli useita negatiivisia uutisjuttuja pohjoismaisen kaupallisen kiinteistön alalta. Osa tästä oli perusteltua. Kuitenkin keskustelu sektorista on hieman yksipuolista, kun hyvin harvat yhtiöt saavat paljon huomiota ja se yleistetään koko sektorille. Erot segmenttien ja yritysten välillä pohjoismaisessa kaupallisessa kiinteistössä ovat hyvin suuria.

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. Käsityksemme 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 prosentin 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.

Logistiikkasegmentille, joka on rahaston suurin segmenttialtistus, näemme, että matematiikka toimii edelleen, ja että näillä yrityksillä on vähän merkkejä ongelmista. Päinvastoin näemme, että useat yrityksemme ovat voineet toimia päinvastaisesti ja käyttäneet tilaisuutta ostaa kiinteistöjä ja projekteja houkuttelevilla tasoilla. Logistiikkasegmentillä on paljon korkeampi tuotto kuin toimisto- ja asuntosegmentillä, joten kasvaneet korkokulut eivät ole aiheuttaneet näille yrityksille ongelmia taloudellisissa avainluvuissa.

Toimistoyrityksillä on ollut vaihtelevia tuloksia. Useat yritykset, jotka sijaitsevat keskeisillä paikoilla matalalla tuotolla, ovat joutuneet kirjoittamaan arvoja merkittävästi alas, samalla kun kasvaneet korkokulut ovat jättäneet selvät jäljet kassavirtoihin. Näemme, että useat vuokralaiset vähentävät neliömetrien määrää, ja toimistopaikan houkutteleva sijainti tulee entistä tärkeämmäksi. Ero niin kutsutun 'prime' ja laitakaupungin alueiden välillä kasvaa jatkuvasti toimistokiinteistöissä.

Asunto on se segmentti, joka on kokenut kovimmat ajat viimeisen kahden vuoden aikana, koska erittäin matalan tuoton ja suhteellisesti korkeamman velkaantumisasteen yhdistelmä on luonut haasteita useille taloudellisille avainluvuille. Ruotsalainen asuntomarkkina nähdään usein turvallisena sijoituskohteena epävarmoina aikoina. Tämä johtuu siitä, että säännelty vuokramarkkina pitää asuntojen tyhjyyden erittäin alhaisena, mikä aiheuttaa tarjonnan niukkuutta. Tämän seurauksena asuntosegmentillä on ollut huomattavasti matalampi tuotto verrattuna muihin kaupallisiin kiinteistösijoituksiin. Matala tuotto vaikuttaa voimakkaasti omaan pääomaan, koska pienet liikkeet koroissa ylöspäin yhdistettynä korkeaan velkaantumiseen vähentävät merkittävästi oma pääoman arvoja.

Transaktiomarkkinat

Kaupallisen kiinteistöalan transaktiomarkkinat toimivat mittarina sijoittajien tunnetiloille ja mielialalle kyseistä toimialaa kohtaan. Markkinat ovat edelleen hyvin vähäisen aktiviteetin leimaamia, ja on vain vähän datapisteitä, jotka antavat viitteitä markkinan todellisesta tuotosta (tuottovaatimuksista). Marraskuussa 2023 transaktiovolyymi Pohjoismaissa oli laskenut peräti 62 %. Tuotot ovat pysyneet suhteellisen alhaisina niissä transaktioissa, jotka on tehty. Kysymys on siitä, antavatko nämä transaktiot todellisen kuvan markkinasta, koska likviditeetin kuivuessa kaupaksi käyvät houkuttelevimmat ja likvidit kiinteistöt. Havaitsemme, että on rahaa sivussa valmiina tulemaan markkinoille, mutta nykyisillä hintatasoilla on edelleen etäisyyttä ostajien ja myyjien välillä.

Yrityksemme raportoivat, että ne pystyvät edelleen myymään kiinteistöjä lähes kirjattuihin arvoihin, mutta on huomioitava, että arvot on jo kirjattu alas 5-15 % (portfoliossa olevan keskiyrityksen arvot on kirjattu alas 6 %). Samalla arvioijien tuotot ovat alkaneet nousta, ja olemme nähneet prime-tuoton Oslossa, joka on noussut jopa 4,75 % ja Tukholmassa 4,0 %. Koska nämä ovat todellisia tuottoja, tasot alkavat olla paljon houkuttelevampia verrattuna pitkiin valtionobligaatioihin, jotka ovat nimellisiä. Transaktiomarkkinoilla on viivästysvaikutus, ja saattaa kestää pari neljännestä ennen kuin näemme tuotot, jotka heijastavat todellista tasoa. Yrityksillemme uskomme edelleen alaskirjauksia yksittäisissä positioissa, koska kirjat heijastavat edelleen liian matalaa tuottoa. Toisaalta uskomme, että tämä on hinnoiteltu osakekursseihin ja sen ei siksi pitäisi olla katalysaattori osakekurssien kehitykselle vuonna 2024.

Oman pääoman emissiot

Voimakkaasti kasvaneet korkokustannukset ovat jättäneet jälkensä kiinteistöyhtiöiden kassavirtoihin, ja vuoden alussa odotettiin, että useiden yhtiöiden on tehtävä voimakkaasti laimentavia oman pääoman emissioita. Totuus on, että olemme nähneet useita emissioita, mutta yrityksiemme keskuudessa nämä jakautuvat offensiivisiin ja defensiivisiin emissioihin. Offensiiviset emissiot ovat sellaisia, joissa yritys haluaa hyödyntää markkinoita ostamaan houkuttelevaa kiinteistöjä tai projekteja, ja emissiota ei pääasiassa käytetä tukemaan tasetta ja varmistamaan likviditeettiä.

Toisaalta defensiiviset emissiot ovat sellaisia, joissa yritykset hankkivat omaa pääomaa pääasiassa tukemaan tasetta ja hankkimaan likviditeettiä lainojen erääntymisiin. Yrityksillemme olemme osallistuneet kymmeneen oman pääoman emissioon, joista viisi on ollut offensiivista ja viisi defensiivistä luonnetta.

Positiiviset vaikuttajat

Vuoden parhaat vaikuttajat olivat Balder, Castellum ja Self Storage Group. Balder oli rahaston paras vaikuttaja vuonna 2023, sen jälkeen, kun se oli yksi rahaston heikoimmista vaikuttajista edellisenä vuonna. Yhtiö on vuoden aikana kumonnut useita epävarmuustekijöitä. Balder on suojannut taseensa, S&P:n Investment grade -luokituksen ja turvannut likviditeetin kaikkien velkakirjojen uudelleenrahoittamiseksi koko vuoden 2025 ja osan vuoden 2026 erääntymisten osalta. Samalla yhtiö oli alhaisesti hinnoiteltu vuoden alussa, ja voimakkaasti laskeva korkokäyrä loppuvuodesta nosti osakkeen arvoa voimakkaasti.

Castellumille monet samat tekijät ovat ajaneet positiivista kurssikehitystä. Castellum hankki 10 miljardia SEK:a etuoikeutetulla oman pääoman emissiolla taseen turvaamiseksi ja tulevien vuosien velkakirjojen uudelleenrahoittamiseksi. Lisäksi yhtiö sai arvostetun kiinteistösijoittajan Roger Akeliuksen omistajakseen, ja markkinat ovat pitäneet yhtiön vuoden aikana

toteuttamista toimenpiteistä. Myös Castellum on turvannut rahoituksen kaikille velkakirjojen erääntymisille vuoteen 2025 ja suurimmalle osalle vuoden 2026 erääntymisiä. Self Storage Groupista tuli erittäin hyvä vaikuttaja korkean ostotarjouspreemion vuoksi yhtiön ostossa.

Negatiiviset vaikuttajat

Suurimmat negatiiviset vaikutukset tulivat SBB:ltä, Brinovalta ja ALM Equityltä. SBB oli tänä vuonna, kuten viime vuonnakin, rahaston suurin negatiivinen vaikuttaja. Yhtiö on tilanteessa, jossa uudelleenrahoitus ohjaa yhtiön strategisia päätöksiä. Suuret lainan erääntymiset ovat massiivisia, mutta yhtiö on turvannut likviditeetin ja rahoittaa uudelleen lähimmät velkakirjojen erääntymiset.

Brinovalle ja ALM Equitylle sekä likviditeettikomponentti että altistuminen asuntosektorille ja asuntojen kehittämiselle ovat vaikuttaneet negatiiviseen kehitykseen. Vaikka kiinteistösektori on noussut tänä vuonna, ovat pienemmät yhtiöt, jotka ovat sijoittautuneet ruotsalaiselle asuntojen vuokramarkkinalle ja yhtiöt, joilla on korkea velkaantumisaste ja suuret uudelleenrahoitustarpeet, kehittyneet negatiivisesti vuoden aikana.

Katsottaessa suhteellista tuottoa verrattuna viiteindeksiimme, toimme vähemmän tuottoa, ja siihen on pääasiassa kaksi syytä. Ensinnäkin korkeimman tuoton kiinteistösektorilla tuottaneet yhtiöt olivat suurimpia ja likvidimpiä yhtiöitä: Sagax, Balder ja Castellum. Kaikki nämä yhtiöt painavat yli 10 % viiteindeksissämme ja koska ODIN Kiinteistö on UCITS-rahasto, emme voi omistaa enempää kuin 10 % rahaston hallinnointipääomasta yksittäisessä positiossa. Markkinassa, jossa nämä yhtiöt tuottavat parhaiten, on luonnollista vastatuulta suhteellisessa tuotossa.

Toiseksi suurin tappiomme suhteessa viiteindeksiin oli ruotsalainen asuntoilmoitusyhtiö Hemnet. Yhtiön osake nousi 93 % Ruotsin kruunuissa ja toi yli kaksi prosenttiyksikköä tuottoa indeksille, mikä on enemmän kuin vuotuinen vähemmän tuottomme. Rahaston mandaatti on sijoittaa pohjoismaisiin kiinteistöosakkeisiin, jotka pääasiassa harjoittavat kiinteistöjen kehittämistä ja hallinnointia. Hemnet, joka toimii digitaalisten asuntoilmoitusten parissa, ei siis kuulu mandaattiimme, ja se on ainoa yhtiö indeksissä, joka ei harjoita kiinteistöjen kehittämistä tai hallinnointia.

Muutokset salkussa

Otimme viime vuonna salkkuun kaksi uutta yhtiötä. Syksyllä otimme K-Fastigheterin salkkuun, jossa sekä ostimme osakkeita markkinoilta että osallistuimme yhtiön suunnattuun emissioon. K-Fastigheter on ruotsalainen asuntojen rakentaja ja asuntojen hallinnoija. Helmikuussa saimme myös osakkeita Neobosta, kun se "spin-offattiin" SBB:ltä ja jaettiin osakkeenomistajille. Neobo on ruotsalainen kiinteistöyhtiö, joka hallinnoi ja kehittää vuokra-asuntoja Ruotsin kasvavilla alueilla.

Vuoden aikana olemme myyneet yhden yhtiön pois salkustamme. Norjalainen minivarastoyhtiö Self Storage Group (SSG) sai ostotarjouksen syyskuussa amerikkalaiselta eläkejätti TIAAlta, joka Nuveen Real Estaten kautta tarjosi 40 NOK osakkeelta.

Näkymät

ODIN Kiinteistön ja koko sektorin vahvan loppukirin jälkeen astumme uuteen vuoteen. Katsottaessa sektorin ensi vuoden arvioita, odotetaan erittäin vähäistä kasvua osakekohtaisessa oikaistussa tuloksessa. ODIN Kiinteistön keskivertoyhtiön odotetaan kasvavan 2 %. Useat yhtiöt eivät ole vielä täysin "selvinneet yli mäen" ja tarvitsevat edelleen toimia taseen vahvistamiseksi, joko kiinteistöjen myynnin tai mahdollisten oman pääoman emissioiden muodossa. Useat yhtiöt ovat hyötyneet pitkistä korkosidonnaisuuksista, eikä nopea korkojen nousu ole vielä vaikuttanut kaikkiin yhtiöihin täysimääräisesti. Useimmat yhtiöt ovat kuitenkin jo huomanneet tämän, ja useat yhtiömme ovat jo saaneet täyden vaikutuksen tästä.

Salkun keskimääräinen korkokustannus on nyt 3,7 % vuodessa, verrattuna 2,5 %:iin viime vuoden samaan aikaan. Korkosidonnaisuus on 60 % lainavolyymistä ja vastaa 2,3 vuoden kestoa. Ensi vuodelle näemme tilanteen, jossa yritysten välillä on suurempia eroja; niiden välillä, jotka voivat laajentaa ja säilyttää kiinteistöomaisuutensa ja samalla kasvattaa hallinnointitulostaan, ja niiden, jotka joutuvat käsittelemään tasettaan myymällä kiinteistöjä ja hankkimalla uutta pääomaa.

Viime viikkojen laskevan korkokäyrän mielenkiintoinen seuraus on, että pitkä "swap-korko", jota yhtiöt voivat käyttää vaihtaakseen muuttuvan osan korkokustannuksistaan kiinteään korkoon, on laskenut huomattavasti ja luonut "ikkunan", jossa yhtiöt voivat nyt saada yli 1,5 % alhaisemman rahoituskustannuksen turvaamalla koron viideksi vuodeksi. Jos useat yhtiöt päättävät käyttää tätä hyväkseen, se vahvistaa ensi vuoden oikaistua osakekohtaista tulosta ja voi siten olla arvioiden korjausliikkeen ajuri.

Mitä tarvitaan kiinteistösektorin jatkavan nousuaan vuonna 2024?

Kuten vuoden alussa korostimme, kolme asiaa on tapahduttava, jotta sentimentti kiinteistösektoria kohtaan kääntyy. Ensinnäkin meidän on nähtävä korkojen nousukauden loppu. Uskoimme näkevämme tämän kevään/ kesän aikana, mutta inflaatio on osoittautunut vaikeaksi kesyttää keskuspankeille. Kuitenkin tämä kääntyi syksyllä, ja markkinat ovat hinnoitelleet kuusi korkojen laskua Yhdysvalloissa ensi vuodelle.

Toiseksi meidän on nähtävä, että obligaatiomarkkinat avautuvat uudelleen. Vuoden aikana olemme nähneet useita toimijoita, jotka ovat "kastaneet varpaansa" tähän markkinaan ja laskeneet liikkeelle pienempiä summia. Vuoden loppua kohden näemme, että Investment grade -yhtiöt, kuten Fabege ja Castellum, ovat laskeneet liikkeelle noin kahden prosenttiyksikön luottoriskilisällä, ja näin ollen näyttää siltä, että obligaatiomarkkinat ovat avautumassa yhä enemmän.

Lopuksi sektorille on tultava uutta pääomaa. Havaitsemme, että suuri osa likviditeetistä odottaa sijoittamista sektoriin. Näemme erityisesti kansainvälisten toimijoiden suurta kiinnostusta pohjoismaista kiinteistöä kohtaan. Kuitenkin halutaan alennusta kirjattuihin arvoihin nähden, ja nykyisillä tasoilla on edelleen vähän aktiviteettia, mutta, jos hinta laskee, on näkyvissä suurta kiinnostusta. Tämä erottaa nykyisen tilanteen finanssikriisistä, jolloin useimmat toimijat olivat täysin sijoittaneet sektoriin.

Kun nyt yritämme katsoa kristallipalloon vuodelle 2024, on vaikea ennustaa, mihin suuntaan sektori kulkee, koska se lyhyellä aikavälillä ohjataan makrotaloudellisilla avainluvuilla ja korkokäyrällä. Pitkäaikaisena sijoittajana kaupalliseen kiinteistöön on kyse oikeiden yhtiöiden valitsemisesta, jotka pitkällä aikavälillä maksimoivat pitkäaikaiset arvontekijät, jotka tiivistämme neliömetrien kasvuna yhdistettynä kasvaviin vuokrahintoihin, vuokrausasteeseen ja operatiiviseen tehokkuuteen.

Ympäristössä, jossa rahoituksen saatavuus kiristyy ja tulee kalliimmaksi, on paljon vaikeampaa kasvattaa neliömetrien määrää samalla vauhdilla kuin lyhyellä aikavälillä. Yhtiöt sopeutuvat uusiin markkinaolosuhteisiin, ja yhä useammat viivästykset ja projektien peruutukset luovat jossain vaiheessa tilanteen, jossa alijäämä alueesta on korvattava. Se, mitä nyt näemme, on syklin määritelmä, ja yhtiöt, jotka ovat "pitäneet uimapöksyt yllä vuoroveden aikana", tulevat vahvistumaan tästä. Jatkamme siis sijoittamista pitkän aikavälin strategialla niihin yhtiöihin, joiden uskomme pitkällä aikavälillä tuottavan suurimman tuoton osakkeenomistajille korkean pääoman tuoton ja vahvan ja kasvavan kassavirran kautta.

Haluamme kiittää osuudenomistajiamme heidän kärsivällisyydestään ja pitkäaikaisesta näkemyksestään tässä haastavassa markkinassa ja haluamme toivottaa heille oikein hyvää uutta vuotta.