

ÅRSKOMMENTAR 2022

Det är ett turbulent och tufft börsår som vi nu lägger bakom oss. Men det var inte bara aktiemarknaden som gick dåligt förra året, det gjorde alla aktiva klasser utom råvaror och kontanter. Som så ofta blir fastighetssektorn en hög-betaversion av börsen, det vill säga sektorn tenderar att gå lite mer extremt än börsen i stort – både på uppsidan och nedsidan. Så blev det även 2022. Efter ett fantastiskt 2021 med hög avkastning och god outperformance för ODIN Fastighet, så blev 2022 ett dåligt år med en underperformance mot vårt jämförelseindex.

2022 blev året när inflationen kom tillbaka och det riktigt ordentligt. Det fick centralbanker världen över att reagera kraftigt – lite för sent i många tyckte. Både återöppningen efter pandemin och Rysslands folkrättsvidriga invasion av Ukraina är faktorer som agerat katalysatorer för inflationens återkomst. Få hade kunnat föreställa sig att vi under året skulle få krig i Europa och den högsta inflationen på fyra decennier. Den höga inflationen har lett till att centralbanker över hela världen har tvärvänt sin räntepolitik och gått från nollränteregim till de högsta styrräntorna sedan finanskrisen. Fastighetssektorn tillsammans med andra räntekänsliga sektorer som teknologi straffades hårt av investerarna i kölvattnet av detta.

Inflation är ett tveeggat svärd

För att bekämpa den höga inflationen har centralbanker över hela världen tagit till räntevapnet. Från att ha hållit räntorna på extremt låga nivåer de senaste tio åren och dessutom i många fall använt kvantitativa lättnader för att hålla den ekonomiska aktiviteten uppe har centralbankerna nu höjt styrräntorna kraftigt. Riksbanken gick från att "lova" låga räntor länge till att höja från noll till 2,5 procent under året. Liknande kraftiga höjningar har vi sett i USA och eurozonen. Detta får en direkt effekt för fastighetssektorn i form av högre finansierings-kostnader. Det synliggörs av hur den genomsnittliga låneräntan för våra innehav som har stigit från 1,6 till 2,4 procent under 2022.

Det är emellertid viktigt att komma ihåg att inflationen är ett tveeggat svärd: Samtidigt som räntorna och därmed räntekostnaderna ökar kraftigt på grund av hög inflation, ger fastigheter ett inflationsskydd genom att de flesta hyreskontrakt är indexreglerade med KPI-index. De relevanta KPI-justeringarna för 2023 är 10,9 procent i Sverige och 6,5 procent i Norge. Det är inget bolag som har 100 procent KPI-justering, men de flesta kommersiella bolagen har en mycket hög andel.

Finansieringskostnaderna har ökat kraftigt, men kommer successivt

Finansieringskostnaderna har som sagt skjutit i höjden och i slutet av året hade tremånaders interbankräntan i Sverige stigit från strax under noll till 2,6 procent och i Norge från 1,0 till 3,2 procent. Detta påverkar givetvis bolagens kassaflöden avsevärt då bank och obligationsskuld är knutna till dessa referensräntor. Dessutom har bankerna blivit mer restriktiva i sin utlåning och marginalerna som de lägger på har ökat något. Detta är dock för nyupplåning idag. De flesta av våra bolag har varit duktiga på att hantera sin ränte- och kreditexponering såtillvida att de har bundit både räntor och löptider. Det betyder att denna kraftiga ökning i finansieringskostnader kommer att jobba sig in i bolagens resultaträkningar över tid. Det är till skillnad från KPI-justeringen av hyresintäkterna kommer direkt från "dag 1".

För våra innehav är det vägda snittet på räntebindning 2,5 år, vilket innebär att det tar 2,5 år innan nuvarande finansieringsvillkor har påverkat hela låneportföljen. En tredjedel av våra företag har en fast ränta på 3 år eller mer.

Förvaltare:



Nils Hast

Varför investera i fonden?

Genom aktiefonden ODIN Fastighet kan du ta del av värdeskapningen på den nordiska fastighetsmarknaden. Målet är att uppnå en konkurrens-kraftig avkastning i förhållande till risken i de bolag vi investerar. Generella svängningar på börsen påverkar prissättningen av portföljen. Som vi uppfattar det är dessa svängningar ofta betydligt större än svängningarna i fastighetsvärdena. I sådana lägen försöker vi dra nytta av svängningarna för att skapa balans i portföljen.

Hur är fonden positionerad?

Fonden investerar primärt i näringsfastigheter på den nordiska marknaden. Alla investeringar görs i börsnoterade bolag som äger olika typer av fastigheter såsom kontor, hotell, köpcenter och lager. Fonden har flest kvadratmeter inom kontor. Lager och logistik utgör en väsentlig del och tillsammans utgör dessa segment över hälften av portföljen. Handel, bostäder, hotell med mera är också representerade i fonden.

Geografiskt är runt 80 procent i Sverige och runt 20 procent i Norge och Finland. Vi letar efter bolag som över tid uppvisat god tillväxt och avkastning på kapital i kombination med låg finansiell risk, goda utsikter och också gärna ett lågt pris på aktien i förhållande till resultat och kassaflöde.

[Läs om ODIN-modellen här>>](#)

Fokus på refinansieringsrisk och likviditet

Under året har fokus för fastighetsbolagen förändrats från ränterisk till refinansieringsrisk. Företagen använder huvudsakligen tre finansieringskällor: bankmarknaden, den svenska obligationsmarknaden och den europeiska obligationsmarknaden. Av dessa är det idag bara bankmarknaden som fungerar tillfredsställande. Den svenska obligationsmarknaden är öppen för företag med högsta kreditvärdighet, men i praktiken stängd för övriga. En liknande situation ser vi på den europeiska obligationsmarknaden, som har varit flitigt använd av de största nordiska fastighetsbolagen och tillfört dem gott om kapital till ett mycket attraktivt pris. Vi ser nu en vändning av detta. Priserna på obligationer på andrahandsmarknaden indikerar tvåsiffriga räntor för vissa längre löptider och indikerar att marknaden är stängd för nyemissioner.

Det kan låta dramatiskt att marknaden är stängd, men det är något som sker i high yield-segmentet från tid till annan. I investment grade är det emellertid mer ovanligt. Detta belyser hur viktigt det är för fastighetsbolag med mycket obligationsfinansiering att ha långa löptider och likviditet (kassa, kassaflöde och back-up faciliteter) för att hantera kommande förfall. Nu är det viktigaste för bolagen att säkra likviditet och refinansiering och fokusera på att generera kassaflöde. Vi tror att detta på lång sikt kommer att vara till störst nytta för aktieägarna, även om det handlar om att prioritera banker och kapitalmarknaden på kort sikt.

Bidragsgivare

Alla våra innehav bidrog negativt till avkastningen i 2022. De minst negativa bidragen kom från Emilshus, Pandox och Kojamo. Emilshus börsnoterades i början av juni och det är därför inte konstigt att det står för det minsta negativa bidraget till fonden. Pandox har sjunkit relativt lite jämfört med resten av fastighetssektorn, eftersom hotellmarknaden har varit het under hela sensommar och hösten då konsumenterna sttit med sparade medel efter covid-19-pandemin och äntligen kunnat resa som restriktioner har hävts. Kojamo är den minsta positionen i fonden och aktien har utvecklats väl relativt, vilket resulterar i ett litet negativt bidrag.

De största negativa bidragen kom från SBB, Balder och Nyfosa. SBB var fjolårets bästa bidragsgivare, men har haft det tufft i ränteuppgången och i spåren av de uppmärksammade blankare som attackerat bolaget och aktien. Den snabba tillväxten inom SBB och en färgstark entreprenör som gillar att sticka ut hakan drog säkerligen till sig de uppmärksammade blankarna. Metoden som några av blankarna använder är att sälja kort aktier och obligationer i ett företag och sedan publicera negativa och i flera fall tvivelaktiga rapporter om bolaget. Deras mål är att aktiekursen och obligationerna ska falla och generera vinst när de köper tillbaka sina korta positioner på lägre nivåer. Förekomsten av blankare är naturlig och inget fel med det. I

det här fallet är dock frågan om det har förekommit ett samarbete mellan flera aktörer som det borde upplysts om.

För Balder och Nyfosa handlar det mer om att de är stora positioner i fonden som därför ger stora bidrag, i år negativt bidrag. I Balders fall har en stor bostadsexponering och hög andel kapitalmarknadsfinansiering sannolikt också spelat in. Nyfosa har en relativt kort räntebindning och fokus på tillväxt, som har straffat dem i år. Vi märker att även om fastighetssektorn i sin helhet har sjunkit rejält i år så är det bolag med bostadsexponering, hög belåningsgrad och betydliga refinansieringsbehov som underperformat.

Förändringar i portföljen

Under året har vi varit involverade i två börsintroduktioner. I slutet av mars var vi corner stone-investerare när SLP, Swedish Logistic Property, börsnoterades. Som namnet antyder är detta ett fastighetsbolag som verkar inom lager- och logistiksegmenten. Bolaget har en tydlig agenda för tillväxt med ett mål om vinsttillväxt på minst 15 procent per år. Bolagets verkställande direktör, Peter Strand, är också en av grundarna till företaget och har erfarenhet från Victoria Park. Bolaget har ett antal välkända namn på ägarlistan; Erik Selin som är huvudägare och verkställande direktör i fastighetsbolaget Balder kan nämnas. Det blev en framgångsrik notering av SLP och aktien gick upp över 40 procent första handelsdagen.

I början av juni deltog vi i börsnoteringen av Emilshus – även här som hörnstensinvestorare. Emilshus har Småland som hemmamarknad och finns främst inom segmenten lager, lätt industri och handel. Även här är det ett bolag med en agenda för tillväxt och med syfte att öka både substansvärdet och vinsten från fastighetsförvaltningen med 15 procent vardera. På ägarsidan är, förutom grundarna, även Sagax och NP3 fortfarande aktiva i företaget.

I övrigt har vi gjort mindre förändringar i portföljen där ökningen i Wihlborgs och minskningen i Kojamo förtjänar att nämnas.

Största positioner

Vår tre största positioner i fonden är Sagax, Castellum och Balder. Sagax har länge varit vårt största innehav och det är ett starkt fastighetsbolag som har visat större motståndskraft än de flesta till den ränteuppgång vi nu ser. Bolaget har bundit räntan i 3,4 år och där endast 2 procent av låneportföljen förfaller 2023. Samtidigt har bolaget lyckats sälja fastigheter till över bokförda värden under perioden och har nu ett par miljarder i kontanter. Dessutom säkrade bolaget nyligen tre miljarder i kreditfaciliteter från två nordiska banker och genererar ett årligt kassaflöde på cirka tre miljarder kronor. Detta ger möjligheter att vara nettoköpare på en orolig marknad, där flera aktörer kan få

problem, och bana väg för lukrativa förvärv som kan generera långsiktigt aktieägarvärde och tillväxt.

Castellum är vårt näst största innehav och har haft ett turbulent år. Det har hänt mycket i bolaget där Akeliusfären (via Akelius Residential Property) inträtt som huvudägare genom att förvärva två tredjedelar av tidigare huvudägaren Rutger Arnhults aktieinnehav, motsvarande 12,2 procent av aktiekapitalet. Det är positivt att Akelius kommit in i Castellum som då får en huvudägare med "djupa fickor" och som har uttryckt att han vill stötta bolaget och försvara bolagets kreditbetyg. Samtidigt agerar Castellum i vår mening helt riktigt i att säkra kreditlinjer och likviditet genom att sälja fastigheter. Bolaget har en spännande fastighetsportfölj som ger högre direktavkastning än många av konkurrenterna. Dessutom prissätts bolaget till en rejäl rabatt på substansvärdet om 50 procent och på en kassaflödesmultipel på 11x. Vi ser detta som ett av de mer attraktiva fastighetsbolagen på börsen just nu. Rutger Arnhult har varit vd i Castellum under året, men annonserade strax före årsskiftet att han ska avgå som vd. I skrivande stund är ny vd inte ännu utsedd.

Vårt tredje största innehav är Balder. Bolaget har varit ett av Nordens största fastighetsbolag under lång tid och har levererat stark historisk avkastning till aktieägarna. Balders stora exponering mot bostadssegmentet (57 procent) och hög andel obligationsmarknaden har tyngt bolaget och skapat osäkerhet på kort sikt. Balder har dock genom sin VD och huvudägare, Erik Selin, visat att man klarar av att ta sig igenom svåra marknader och skapa bra värde över tid.

Utsikter framöver

Hur positionerar vi oss och vad kan vi förvänta oss av 2023? Det har varit ett tufft år på börsen för fastighetssektorn och för ODIN Fastighet. Men om vi ser på bolagen i portföljen så fortsätter de prestera väl. Det är dock ingen tvekan om att tuffare tider väntar och de främsta utmaningarna vi ser för 2023 är press på kassaflöde från högre finansieringskostnader, refinansieringsrisk och stigande belåningsgrader. Detta mynnar ut i risk för nedgradering av kreditbetyget och att man kommer i brott med lånevillkor. För de stora bolagen med investment grade rating är det avgörande att kunna behålla sitt kreditbetyg. För att möta dessa risker kommer det att krävas att bolagen fokuserar på sina långivare för att se till att man har bästa möjliga tillgång till bankmarknaden och kapitalmarknaden. Tillväxtambitioner måste stå tillbaka i det här läget så länge man inte med god marginal uppfyller det krav som kommer från sina finansörer. De bolag som visat att man är duktiga på att förvärva och utveckla bör överväga nyemissioner för

att kunna kapitalisera på att vara köpare i en marknad som kan bli tuffare. Vi ser tre områden som avgörande för att fastighetssektorn ska få en comeback: se slutet på räntehöjningscykeln, öppning av obligationsmarknaden och attrahera nytt kapital till sektorn. När alla dessa är på plats har vi antagligen passerat botten och väl så. Idag ser vi tecken som tyder på att räntehöjningscykeln kommer nå toppen i slutet av året, men tveksamhet råder fortfarande då språkbruket från centralbankerna fortfarande är aggressivt. Obligationsmarknaden är fortfarande i praktiken stängd men här ser vi tecken på förändring och att enstaka välansedda fastighetsbolag i BBB segmentet kunnat göra nyemissioner, dock inget av de nordiska bolagen. Vi har flera datapunkter på att nytt kapital kommer in i sektorn. I de flesta fall handlar det om att pensionskapital köper fastigheter eller portföljer i direktmarknaden. Men så har vi Akelius intåg i Castellum, som ju skedde genom aktiemarknaden. Dessa är positiva tecken och särskilt det sistnämnda tror vi kan få fler till att agera. Det hade varit välbehövligt då flera ägare har belåning högre upp i sin ägarstruktur – en belåning som det blivit tuffare att betjäna i det högre ränteläget.

Frågan är nu om den dramatiska nedgången vi sett i sektorn tillräckligt kompenserar för dessa risker. Ser vi till prissättningen av NAV i bolagen ligger sektorn på rekordlåga nivåer, och det är vår fond likaså, prissättningen på kassaflödesnivå ligger också på den lägsta nivån sedan finanskrisen. Sektorn och vår fond handlas nu på attraktiva nivåer i ett historiskt perspektiv. ODIN Fastighet är prissatt till 0,8 gånger substansvärdet idag och det kan jämföras med 1,4 gånger i början av året. Ser vi till prissättning mot kassaflöde är fonden 15 gånger idag, medan motsvarande siffra var 23 gånger i början av året. Så prissättningen ser attraktiv ut och ger kompensation för de tuffare marknadsutsikterna framöver.

Det är svårt att säga något om den kortsiktiga utvecklingen när det är ränterörelser och sentiment som verkar styra marknaden. Vi försöker hitta de företag vi anser är bäst lämpade att navigera i både goda och i lite tuffare tider och över tid leverera bra avkastning. Prissättningen har fallit tillbaka ordentligt och ser i ett historiskt perspektiv attraktiv ut. ODIN Fastighet är prissatt till 0,8 gånger substansvärdet idag och det kan jämföras med 1,4 gånger i början av året. Ser vi till prissättning mot kassaflöde är fonden 15 gånger idag, medan motsvarande siffra var 23 gånger i början av året.

Vi vill tacka våra andelsägare för det tålamod som visats och en långsiktighet på denna utmanande marknad och passar på att önska er ett riktigt Gott Nytt investeringsår.