

PAM DISTRESSED OPPORTUNITIES AB (publ) - Q1 2025

PAM Distressed Opportunities ("PDO") är ett investeringsbolag som startades i slutet av 2023 för att tillvarata potentiell avkastning i kommande styrränteskifte. Mot bakgrund av en då kraftigt inverterad räntekurva, sjunkande BNP-utsikter, kraftiga baseeffekter samt faktumet att stora delar av KPI kunde härledas till stigande ränte- och boendekostnader, drogs slutsatsen att inflationen skulle fortsätta sjunka och att Riksbanken skulle sänka styrräntan. Via emittering av preferensaktier har PDO erhållit kapital att primärt investera i fastighetsobligationer vilka i varierande utsträckning handlas till stora rabatter mot nominellt belopp. Investeringarna bygger på att lägre räntor ska ge fastighetsbolagen lägre upplåningskostnader, förbättrade möjligheter till refinansiering och fastighetsförsäljningar samt att en lägre ränta ökar riskviljan i kreditmarknaden och därmed priserna på företagsobligationer. Resultatet i PDO kommer förenklat från erhållna kuponger och realiserade värdeförändringar där preferensaktierna erhåller all utdelning. Efter tre hela verksamhetsår, och därefter vart tredje år, kan inlösen av preferensaktier begäras till substansvärdet. Emittenter PDO ytterligare preferensaktier kommer det att ske till substansvärde. Följ utvecklingen på www.pdoinvest.se.

Kreditmarknaden Q1 – Handelskriget är igång – risk för högre inflation och lägre tillväxt!

Det första kvartalet 2025 slutade i stor osäkerhet. Osäkerhet kring ekonomisk tillväxt finns nu på nedsidan medan inflationsriskerna på kort sikt finns på uppsidan. Båda orosmolnen kommer till övervägande del från Donald Trumps utspel om *Reciprocal Tariffs*, höga importtullar med avsikt att finansiera det amerikanska budgetunderskottet och utlovade skattesänkningar. **Make America great again** är så här långt in i mandatperioden en mycket kostsam historia för alla parter.

Pådrivet av Donald Trump kom under slutet av det första kvartalet och ingången till det andra kvartalet en kalldusch av nya tullar på mellan 10 och 50 procent, vilka för Europas del medför 20 procents tull på amerikansk import av europeiska varor. Som svar på detta lovar EU:s Ursula von der Leyen motåtgärder för att skydda EU:s intressen. Vår slutsats är att inget gott kommer av införandet av tullar och tariffer samt väntade motåtgärder. Den amerikanska ekonomin som under det sista kvartalet 2024, växte men 2,8 procent jämfört med samma kvartal året innan, beräknas nu av större amerikanska investmentbanker gå in i recession under 2025 med mellan -0,5 och 0,5 procents tillväxt om inte handelspolitiken ändras. Parallellt dras till tidigare och jämförbara tullinföranden av amerikanska presidenter under slutet av 1800-talet och på 30-talet vilka efterföljts av depressioner. Magnituden av globala börsnedgångar har inte låtit vänta på sig och kapitalflöden ut ur USA har därtill skapat stora valutakursrörelser vilket kan ses i USDSEK som försvagats med drygt 10 procent sedan årsskiftet. Mått i svenska kronor är aktiekursnedgångarna i amerikanska bolag mycket kraftiga men pga den stora osäkerheten kring effekterna av hur tullarna kommer att slå mot försäljning, vinster, generell ekonomisk tillväxt, inflation och styrräntor är det för tidigt att dra slutsatser kring om kursnedgångarna är befogade.

PDO Q1 2025

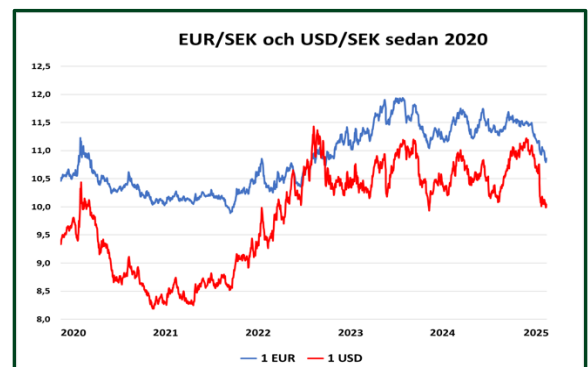
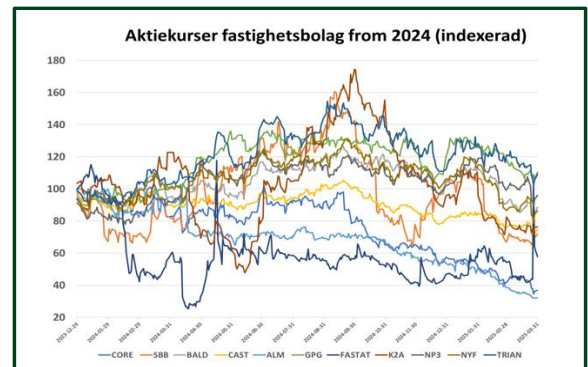
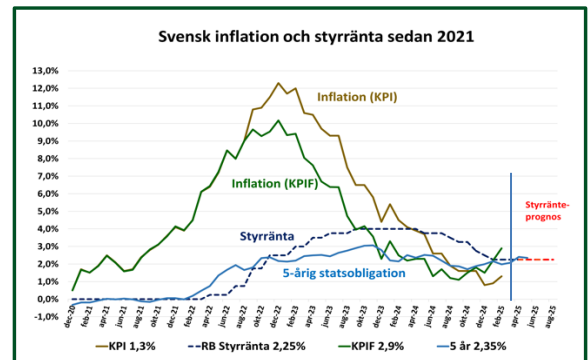
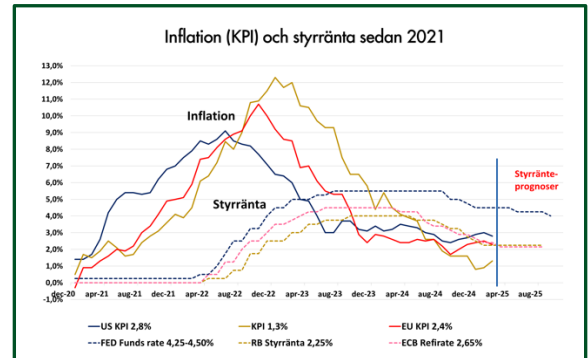
PDO hade vid utgången av det första kvartalet 55 procent av portföljen investerat i fastighetsobligationer och resterande del i bankobligationer och likviditet. Risken i portföljen har minskats under det första kvartalet då friställt kapital från återbetalda (förfallna) fastighetsobligationer investerats i bank- och finansobligationer samt behållits i kassan då de generella marknadsriskerna stigit under av kvartalet.

Starkast utveckling under det första kvartalet hade obligationsinnehavet i *Offentliga Hus* vars kurs steg med 15 procent från 80 till 92 i samband med att bolaget informerade att ackumulerade kupongerna sedan den senaste kupongutdelningen den 8 januari 2024 ska utbetalas i början av april. Dessa ackumulerade kuponger är nu inte längre osäkra fordringar och då de nu kompenseras för vid en försäljning av obligationerna, vilket de tidigare inte gjorde, inkluderas de i substansvärdet per den sista mars.

Exklusive kupongen i *Offentliga Hus* hade PDO vid utgången av det första kvartalet ackumulerade kupongfordringar på 2,07 procent av portföljvärdet. Dessa fordringar kategoriseras som osäkra och ingår inte i substansvärdet. Ackumulerade kuponger är inte avskrivna men upptas först i substansvärdet då emittenten beslutar att återuppta utdelningar, precis som i fallet med *Offentliga Hus*. Vår förhoppning är att samtliga emittenter som för närvarande ackumulerar någon form av kupongutbetalningar, under året ska återuppta dessa vilket då kommer att bidra till värdetillväxt och ökad likviditet.

Under det första kvartalet har nästan alla innehav i PDO bidragit till avkastning hänförligt till kurs och upplupna kuponger. Innehav som bidrog till negativ utveckling har haft en låg exponering och därtill har värdenedgångarna varit små. Det ligger i PDO:s placeringsmandat att investera i räntebärande värdepapper med betydande rabatt mot nominellt belopp vilket kommer att innebära att vissa placeringar periodvis eller avslutningsvis uppvisa en negativ utveckling.

Substansvärdet på preferensaktierna i PDO har sedan start i december 2023 preliminärt stigit med 18,71 procent varav preliminärt 3,76 procent under det första kvartalet. Denna utveckling kan generellt hänföras till Riksbankens styrräntesänkningar och en ökad riskvilja i kreditmarknaden. Detta skall dock inte ses som en garanti för att PDO når sitt avkastningsmål på 50 procent under tre år då underliggande obligationer är riskfyllda och värdet på preferensaktierna kan sjunka och även förlora sitt värde.



PAM DISTRESSED OPPORTUNITIES AB (publ) - Q1 2025

Utsikter för 2025

Sammantaget så eskalerar den osäkerheten som successivt ökat under det första kvartalet även under ingången av det andra kvartalet där mer information kring tullar, mottullar och andra handelsbegränsningar presenterades. Därtill väntas ytterligare information kring de kraftiga utbyggnaderna av försvarsindustri och infrastruktur som väntas i Tyskland och andra EU-länder. Även i Sverige väntas besked kring bland annat en större kärnkraftsutbyggnad utöver en kraftfull utbyggnad av den svenska försvarsmakten.

På räntemarknaden syns den senaste tidens tilltagande osäkerhet i ökade räntespreadar dvs ökad kompensation som investerare vill ha för att köpa obligationer med högre risk. Till detta skall adderas mycket stora valutakursrörelser där exempelvis dollarn försvagats med cirka 10 procent mot kronan sedan årsskiftet, vilket adderat ytterligare volatilitet för investerare.

PDO har ingen exponering mot värdepapper denominerade i dollar eller i bolag vars försäljning eller verksamhet har direkt exponering mot USA. En konkret effekt av det generella marknadsklimatet är dock att Klarna efter det första kvartalets utgång valde att skjuta upp sin planerade börsnotering i USA, vilket fått priserna på Klarnas obligationer, vilka PDO innehar, att sjunka då en börsnotering beräknas inkludera även en ökning av det egna kapitalet via en aktieemission.

Cirka 45 procent av all amerikansk import kommer från Kina (18), Canada (14) och Mexiko (14) medan Europa står för drygt 10 procent. De största striderna kring de införda handelstullarna kommer således att ske i Central- och Nordamerika samt i USA:s handel med Kina. Endast cirka 0,5 procent av amerikansk import kommer från Sverige medan 9 procent av svensk export går till USA. Värdet på exporten till USA är cirka 2,5 gånger större än värdet på importen från USA.

Sverige: Riksbankens protokoll från det senaste räntebesked den 20 mars gör gällande att återhämtningen i den svenska ekonomin har inletts, men att konjunkturläget fortfarande är svagt. Riksbanken höjde vid mötet sin BNP-prognos marginellt till 1,9 procent för 2025 från tidigare 1,8 procent, men sänker samtidigt prognosen för 2026 till 2,4 procent från tidigare 2,6 procent. Den nedreviderade prognosen för 2026 förklaras av en långsammare återhämtning på arbetsmarknaden och förändringar i europeisk handelspolitik samt betydande politisk osäkerhet kopplade till Donald Trump. Riksbanken guidade vidare för en övergående KPIF-inflation på 2,5 procent för 2025 ned till 1,9 procent för 2026 och 2,0 procent 2027.

Riksbankens räntebana gav den 20 mars att styrräntan skall ligga kvar vid 2,25 procent fram till 2028 vilket sammantaget med deras inflationsprognoser signalerar att fler styrräntesänkningar inte är att vänta. Men skulle effekten av tullarna slå kraftigt mot svensk ekonomi kan Riksbanken komma att behöva revidera sin räntebana och öppna för räntesänkningar. Den dramatiska utvecklingen efter kvartalskiftet indikerar att detta är ett troligt scenario.

USA: Den amerikanska centralbanken Fed har, i likhet med Riksbanken, intagit en avvaktande hållning och beslöt vid sitt marsmöte att behålla sin styrränta vid intervallet 4,25-5,00 procent. Förklaringen återfinns huvudsakligen i höjda inflationsförväntningar baserat på implementering av tullar men också rimligen på effekter från väntade skattesänkningar. Fed står fast vid sin prognos om två räntesänkningar 2025 då utsikterna för en svagare tillväxt delvis balanseras av utsikterna för högre inflation. Finansmarknadsutvecklingen efter kvartalskiftet och väsentligt lägre tillväxtutsikter gör dock att flera banker nu tror att Fed kommer att behöva sänka räntan drygt en procent härifrån för att hindra USA från att gå in i recession.

Europa: ECB beslutade i början av mars, i enlighet med marknadens förväntningar, att sänka sina styrräntor med 25 bps vilket gjorde att Refiräntan sänktes till 2,65 procent. ECB höjde samtidigt sin inflationsprognos för 2025 till 2,3 procent från tidigare 2,1 procent och sänkte sin BNP-prognos för euroområdet till 0,9 procent för 2025 från tidigare 1,1 procent samt för 2026 till 1,2 procent från tidigare 1,4 procent. På samma sätt som i USA och även delvis i Sverige, föranleder dock den senaste tidens marknadsrörelser en mer pragmatisk hållning även för ECB vilket öppnar för ytterligare räntesänkningar om effekterna av tullarna får större utsträckning än befarat på världsekonomin.

Base Case för PDO under 2025 består

Sjunkande räntor som en effekt av svagare tillväxt i Europa och successiva nedrevideringar av svensk tillväxt, minskar räntekostnaderna för fastighetsbolagen samt ökar fastighetsvärdena. Låga korträntor kommer att bestå under hela 2025 och större delen av 2026 mot bakgrund av priserna på terminsmarknaden. Successivt bättre lönsamhet och högre soliditet minskar kreditrisken vilket redan gett fastighetsbolagen access till kreditmarknaden. Med fortsatt förbättrade möjligheter att refinansiera befintliga skulder och erhålla finansiering till nya projekt ökar aktiviteten på transaktionsmarknaden vilket förbättrar möjligheterna att avyttra fastighetsbestånd och därmed minska skuldsättningen.

Sammantaget resulterar dessa kedjereaktioner i att riskviljan inom fastighetsmarknaden såväl som hos finansiella aktörer kommer fortsätta att öka. Att stora delar av detta investerarsentiment redan slagit igenom i prissättningen på kreditmarknaden är ett tecken på att vår arbetshypotes sedan hösten 2023 stämmer. Dock kvarstår flera emittenter utan access till transaktions- och kapitalmarknaden vilket skapar goda förutsättningar för PDO under 2025.

