

# PAM DISTRESSED OPPORTUNITIES AB (publ)

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 baseffekter 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. Emitterar PDO ytterligare preferensaktier kommer det att ske till substansvärde. Följ utvecklingen på [www.pdoinvest.se](http://www.pdoinvest.se).

## Kreditmarknaden Q3 – Räntesänkningarnas tid är här!

Som en påföljd av att Riksbanken i augusti och september genomförde årets andra och tredje styrräntesänkning samt guidade för ytterligare två räntesänkningar det andra halvåret och sedan två till under det första halvåret 2025, har riskviljan stärkts i kreditmarknaden. Räntesänkningarna påverkar i stor utsträckning fastighetsbolagen med lägre räntekostnader och högre bokförda fastighetsvärden. Successivt bättre marknadsförutsättningar har också bidragit till att många fastighetsbolag kunnat refinansiera sina utestående obligationer till marknadsmässiga villkor vilket minskat refinansieringsrisken och sammantaget kreditrisken.

Faktumet att långräntorna i mycket stor utsträckning förekommit styrräntesänkningarna och det senaste året handlats väsentligt lägre än korta räntorna (skillnaden mellan en femårig statsobligation och en tremånaders statsskuldväxel var vid utgången av det tredje kvartalet -1,16 procent) bidrar till att emittenter kan låna mer fördelaktigt. En risk som detta skapar är att räntemarknaden i för stor utsträckning handlat ned femåringen, som trots den senaste räntesänkningen stigit från 1,63 procent till 1,72 procent de tre sista veckorna i september. Ett fullt möjligt scenario är att femåringen - som normalt handlas 0,61 procent över statsskuldväxlarna - återgår till denna "normal" dvs även om styrräntan sänks till 2 procent kan femåringen komma att stiga med nästan en procent. Något som talar för denna återgång till det "normala" är förväntningarna att svensk BNP ska stiga drygt 2 procent nästa år drivet av ökad konsumtion till följd av lägre boräntor. Detta kan i sin tur leda till högre priser och inflationsförväntningar vilket kan få långa räntor att stiga.

## PDO Q3 2024

PDO hade vid utgången av det tredje kvartalet ¾-delar av portföljen investerat i fastighetsobligationer och resterande del i bankobligationer och likviditet. Risken i portföljen är hög vilket synliggörs av att fastighetsobligationerna i genomsnitt handlas till 75 procent av nominellt belopp med kuponger på strax över 11 procent.

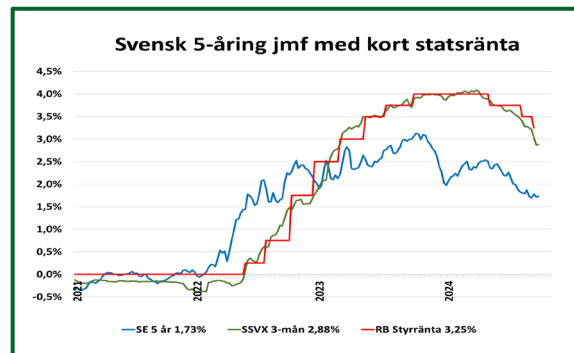
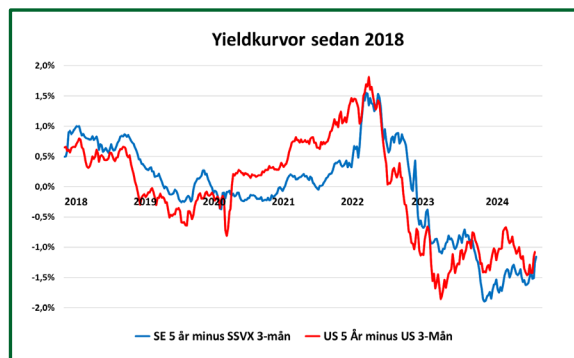
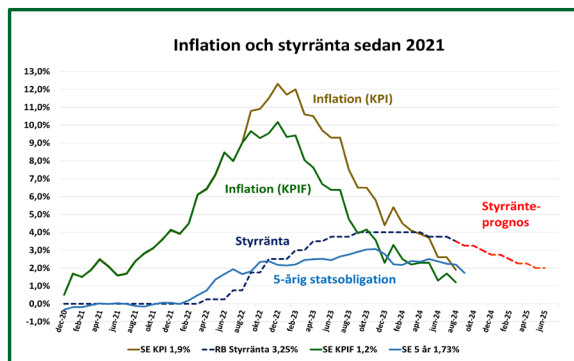
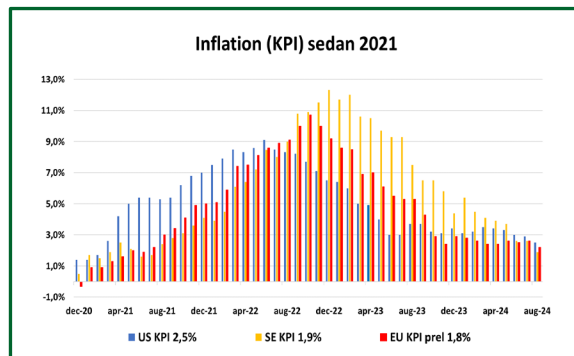
Starkast utveckling under det tredje kvartalet hade det hybrida obligationsinnehavet i *Heimstaden AB* (Stibor\* + 5,90 procent), vilka steg med drygt 50 procent varav den största kursstegringen skett senaste mitten av augusti. Utvecklingen har stärkts av att *Heimstaden AB*:s dotterbolag *Heimstaden Bostad* - efter två och ett halvt års frånvaro från emissionsmarknaden - under månadsskiftet augusti/september emitterade en två- och en treårig obligation om totalt 2,4 mdr kr till en förmånlig ränta om cirka 5,5 procent vid emissionstillfället.

Ett annat innehav vars kurs stigit kraftigt sedan halvårsskiftet är det hybrida obligationsinnehavet i *Offentliga Hus* (Stibor\* + 6,85 procent) vilket stigit med drygt 30 procent under kvartalet. *Offentliga Hus* har via auktionsförfaranden återköpt 297 mkr av den hybrida obligationsskulden på 575 mkr och skulle i teorin mycket väl kunna lösa in resterande obligationer vid första inlösenstillfället den 7 januari nästa år. *Offentliga Hus* är helägt av börsnoterade *SBB* och detta lån är med bred marginal *SBB*:s dyraste obligationslån. Likviditet för ett obligationslösen skulle kunna komma från en framgångsrik IPO av *Sveafastigheter*, ett annat av *SBB*:s helägda dotterbolag. En IPO är beslutad och i samband med den är också en större försäljning av *SBB*:s aktier (49 procent) i *Sveafastigheter* planerad.

*Klöverns* hybridobligation (Stibor\* + 8 procent) är efter innehavet i *Offentliga Hus*, ovan, PDO:s största innehav. Obligationen löper sedan sommaren 2023 med kvartalsvis inlösenmöjlighet för *Klövern* vars huvudägare *Corem* under mitten av september emitterade 1,3 mdr kr (Stibor\* + 2,95 procent) med delavsikt att lösa den hybrida obligationen på 1,3 mdr kr. Varje kvartal som *Klövern* inte löser in obligationen ger PDO nästan 3 procents kupongavkastning. *Corem* har två fastigheter på Manhattan vilka avses att säljas efter att fastigheterna nått full uthyrning. Likviden från dessa försäljningar har tidigare angetts som finansiering för hybridobligationsinlösen.

Substansvärdet på preferensaktierna i PDO har sedan start i december 2023 preliminärt stigit med drygt 12 procent varav 7 procent under det tredje kvartalet. Denna utveckling kan hänföras till Riksbankens senaste sänkning av styrränta och räntebana. 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.

\*Stibor är en marknadsränta som 2024-09-30 var 3,084 procent och som styr obligationens totalkupong.



## Utsikter för slutet av 2024 och 2025

Baserat på Riksbankens protokoll från mötet i september, där räntebanan för 2024 marginellt sänktes, är nu Riksbankens prognos att styrräntan sänks även de kvarvarande två mötena i november och december samt möjligen med 50 baspunkter vid något av mötena. Därtill har Riksbanken öppnat för ytterligare två styrräntesänkningar under våren 2025 med bedömning att styrräntan är 2 procent sommaren 2025. Dessa sänkningar kommer successivt att minska upplåningskostnaderna för emittenterna, men också med cirka fyra månaders fördröjning att påverka korta boräntor i snarlik utsträckning vilket kommer att öka hushållens konsumtionsutrymme och bidra till ökad tillväxt de närmaste åren.

Inflationen i Sverige har sjunkit kraftigt sedan 2023 och mätt som KPIF (fast ränta) har inflationen sedan juni i år understigit Riksbankens mål på 2 procent för att i augusti vara 1,2 procent mätt på årsbasis. Mätt som KPI understeg inflationen marginellt 2 procent i augusti men kommer under det närmaste året att pressas av lägre räntekostnader, vars vikt i varukorgen blir väsentligt högre efter årsskiftet då SCB gör en rebalansering. Givet att energipriserna inte ökar kraftigt under den kommande vintern så är det troligt att vi får deflation mätt som KPI redan i slutet av 2024 eller i början av 2025. Även om Riksbanken inte använder KPI som primärt referensmått så kommer detta ge stöd för kommande styrräntesänkningar.

I USA har inflationen (KPI) under 2024 rört sig sidledes kring 3 procent, vilket är över Federal Reserves mål på 2 procent, för att i augusti ta ett kliv ner till 2,5 procent. Detta bidrog till att Fed i september sänkte sin styrränta med 50 baspunkter till intervallet 4,75 – 5,00 procent. En snarlig utveckling har setts i Europa där KPI sjönk från 2,6 procent i juli till 2,2 procent i augusti och preliminärt 1,8 procent i september, vilket föranledde ECB att i september sänka styrräntan med 25 baspunkter, för andra gången i år. Både Fed och ECB väntas sänka sina respektive styrräntor med ytterligare minst 150 baspunkter fram till om och med sommaren 2025.

## PDO Q4 2024

Utvecklingen på fastighetsmarknaden har vänt. *Heimstaden Bostad*, ett av Europas största hyresfastighetsbolag, värderade upp sitt fastighetsbestånd marginellt (1,1 procent) under det första halvåret vilket är ett steg i rätt riktning. Antalet transaktioner på fastighetsmarknaden har ökat och fastighetsbolag har i ökande utsträckning och till marknadsmässiga villkor kunnat refinansiera obligationsförfall i kreditmarknaden vilket behjälpts av relativt låga lånräntor.

Med en kommande IPO av *Sveafastigheter* står vi inför en större transaktion där 27,5 mdr i företrädevis hyresfastigheter skall börsnoteras och 49 procent av aktierna skall säljas av *SBB* till nya investerare. Det är en transaktion som för ett år sedan hade varit mycket svår genomförd men som nu med tydlighet kommer visa ifall både riskviljan och intresset för svenska fastighetsbolag återvänt. Som vi skrivit kan detta bidra till lösen av utestående obligationer.

I PDO:s portfölj finns och ska finnas obligationer med kraftig kurspotential. De fem mest framträdande innehaven i denna grupp har viktade snittkurser under 70 procent av nominellt belopp vilket förenklat ger att innehaven, cirka 20 procent av portföljen, bara hänförligt till kursen kan stiga med över 40 procent. Men samtidigt indikerar kursrabatterna också en betydande kredit- och i många fall även ränterisk.

PDO:s kompletterande innehav i bank- och nischbanksobligationer är av subordinerad karaktär med snittkuponger på 10,8 procent där emittenterna generellt utvecklats väl. Med sjunkande inflation kommer reallöner successivt att öka och andelen dåliga lån troligen minska vilket tillsammans med lägre räntekostnader bör ge dessa emittenter förbättrad lönsamhet och tillgång till billigare kapital. Vi fortsätter att bevaka primärkärnkapalet (CET1) för respektive emittent för att i största möjliga mån försöka förekomma risker förknippade med oförmåga att refinansiera utestående obligationer.

## Base Case

Sjunkande korträntor gör att räntekostnaderna minskar för fastighetsbolagen samt att fastighetsvärdena stiger. Bättre lönsamhet och successivt högre soliditet gör att kreditrisken minskar vilket ökar accessen till kreditmarknaden. Med ökade 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 ökar. Detta förändrade investerarsentiment förekommer ofta de faktiska effekterna hos de underliggande bolagen vilket med önskvärd tydlighet skett redan i slutet av 2023 och har sedan dess sakta men säkert förverkligats hos de emittenter vi bevakar. Givet detta finns mycket goda förutsättningar för slutet av 2024 och 2025.

**INFORMATION:** Huruvida PDO får rätt avseende styrräntesänkningar och utvecklingen för primärt fastighetsbolagens obligationer är ingen garanti för PDO:s framtida avkastning. PDO:s substansvärde kan både öka och minska i värde och det är inte säkert att en investerare får tillbaka hela det insatta kapitalet. Ytterligare information finns att hämta på [www.pdoinvest.se](http://www.pdoinvest.se). Informationen i detta marknadsbrev tillhör PDO och är endast avsedd som allmän uppdatering. Den ska inte ses som ett placeringsråd eller en rekommendation. Informationen kan visa sig vara inkorrekt, ofullständig eller inaktuell. PDO ansvarar inte för skada, vare sig direkt eller indirekt på grund av eventuella brister eller fel i detta marknadsbrev. Informationen får inte kopieras, ändras eller vidare distribueras utan PDO:s medgivande.

