

# PAM DISTRESSED OPPORTUNITIES AB (publ) - Q4 2024

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

## Kreditmarknaden Q4 - Slutet på räntesänkningarna närmar sig

I december sänkte Riksbanken som väntat styrräntan med 25 baspunkter till 2,50 procent och guidade för ytterligare en sänkning till 2,25 procent under det första halvåret 2025. Sammanlagt blev det fem räntesänkningar under 2024 med totalt 150 baspunkter från 4,00 procent ned till 2,50 procent. Riksbanken höjde i december sin inflationsprognos för KPI till 2,00 procent för 2025 från tidigare 1,60 procent. Detta indikerar att slutet på räntesänkningarna börjar närma sig och att aviserad sänkning till 2,25 procent kan komma att bli den sista i denna räntesänkingscykel. Stöd för att vi närmar oss slutet på räntesänkningarna vid 2,25 procent finns i terminshandeln där juni 2025-terminer på **Stibor 3-mån**, vilka under hösten handlats under 2,00 procent, sedan en månad successivt stigit upp till drygt 2,30 procent.

Även långa räntor har stigit under hösten och den svenska 5-åringen handlas nu till 2,16 procent efter att ha stigit från 1,65 procent en dryg vecka före att Riksbanken sänkte styrräntan till 3,25 procent i september. Vi har under hösten löpande förmedlat vår övertygelse att långa räntor bottnade i september, vilket nu blir allt mer tydligt. Vår analys var då att yieldkurvan var alltför kraftigt inverterad då 3-mån statskuldväxlar (**SSVX**) handlades med 1,50 procent högre ränta (yield) än 5-årig statsobligation. Speciellt som 5-åringen de senaste 25 åren handlats i snitt 0,60 procent högre än **3-mån SSVX**. Skillnaden (inverteringen) har nu sjunkit från 1,50 procent till 0,26 procent och 5-åringen kan mycket väl komma att handlas över **3-mån SSVX** i anslutning till indikerad styrräntesänkning under det första halvåret 2025.

## PDO Q4 2024

PDO hade vid utgången av det fjärde 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 91,30 procent av nominellt belopp med kuponger på 9,00 procent.

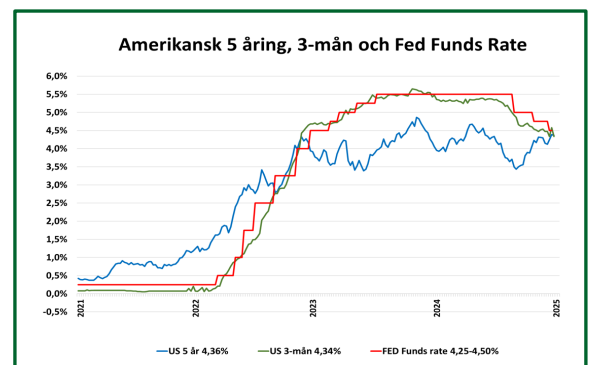
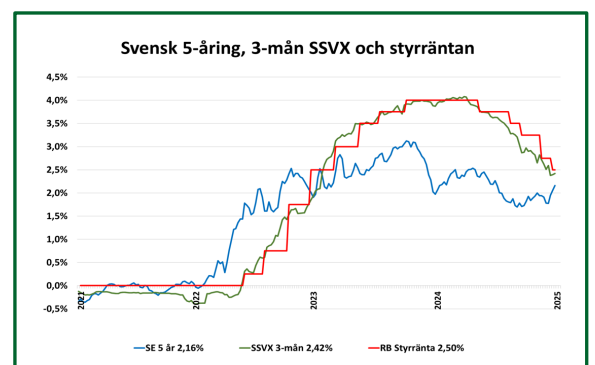
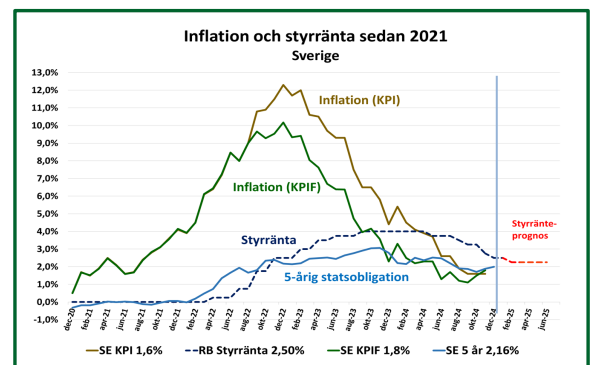
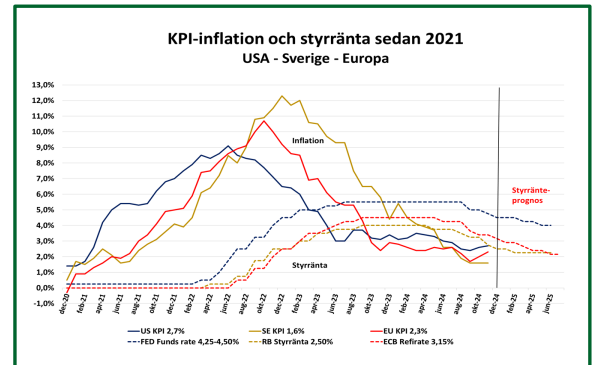
Starkast utveckling under det fjärde kvartalet, precis som under det tredje kvartalet, hade det hybrida obligationsinnehavet i **Heimstaden AB** med kupong på Stibor + 5,90 procent, vilket steg med 22,00 procent. I likhet med flera andra fastighetsbolag med hybrida obligationer har **Heimstaden AB** pausat sina kupongutbetalningar på preferensaktier och hybridobligationer vilka ackumuleras för senare utbetalning. En förklaring till kursuppgången i hybridobligationen är en förhoppning att kupongutbetalningarna skall återupptas. Ingen sådan information har dock lämnats från bolaget.

Totalt hade PDO kupongfordringar på 2,77 procent av portföljvärdet hänförligt till hybrida fastighetsobligationer vid utgången av 2024. Dessa fordringar kategoriseras som osäkra och ingår inte i substansvärdet. Dessa ackumulerade hybridkuponger är inte avskrivna men kommer inte att erhållas förrän respektive emittent beslutar att återuppta utdelningar till hybrida obligationer vilket då även öppnar för utdelningar till preferensaktier, D-aktier och stamaktier. Vår förhoppning är att flertalet av dessa emittenter ska återuppta sina utdelningar under 2025 vilket då kommer att bidra till kraftigt likviditetstillskott.

Under det fjärde kvartalet har nästan alla innehav i PDO utvecklats starkt och bidragit till avkastning hänförligt till kurs och upplupna kuponger. Innehav som bidrog till negativ utveckling har haft låg exponering vilket därför haft begränsad portföljpåverkan. 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 uppvisar en negativ utveckling.

Substansvärdet på preferensaktierna i PDO har sedan start i december 2023 preliminärt stigit med drygt 14,7 procent varav preliminärt 2,1 procent under det fjärde 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 från start då underliggande obligationer är riskfyllda och värdet på preferensaktierna kan sjunka och även förlora sitt värde.

*\*Stibor (Stockholm Interbank Offered Rate) är en referensränta som används i finansiella kontrakt avseende svenska kronor med rörlig räntebindning. Stibor används i obligationer och lån och i de flesta typer av ränte- och valutaderivat. Stibor 3-mån har en mycket hög korrelation till Riksbankens styrränta och handlades 2024-12-30 till 2,542 procent.*



# PAM DISTRESSED OPPORTUNITIES AB (publ) - Q4 2024

## Utsikter för 2025

Svensk BNP väntas växa kraftigt under 2025 och 2026 pådrivet av ökad konsumtion och investeringar som en effekt av framför allt sjunkande räntekostnader. EU-kommissionens prognos för svensk BNP-tillväxt 2025 är 1,8 procent och för 2026 är den 2,6 procent. Mot bakgrund av att den svenska BNP-tillväxten under 2024 beräknas bli 0,5 procent emotser vi framledes en kraftig ökning i ekonomisk aktivitet och då främst i sektorer som gynnas av ökad konsumtion och vilka kan dra nytta av lägre räntenivåer.

Sammantaget talar det mesta för marginellt lägre styrränta, lägre boräntor och därmed lägre KPI-inflation, allt annat lika, samt högre reallöner under 2025. Detta kommer resultera i starkare konsumtion, investeringar och högre ekonomisk tillväxt under 2025 och därtill stigande under 2026. Även om BNP-prognoserna har kommit ned marginellt under det tredje och fjärde kvartalet ser de ekonomiska förutsättningarna generellt sett mycket goda ut inför det kommande året. Riskerna finns i att högre ekonomisk aktivitet gör att inflationen stiger på nytt, vilket vi redan ser i USA, och påkallar en mer hökaktig inställning från Riksbanken. Men låt oss hoppas att detta är minst tolv månader bort.

## Fastighetsbolag

De flesta företagsobligationer på den svenska kreditmarknaden har en rörlig kupong sammansatt av referensräntan Stibor 3-mån och ett ränte-, läs risk, påslag som sätts vid emissionstillfället i dialog mellan investerare och emittenten. Vid ingången av 2024 var Stibor 3-mån 4,06 procent medan denna referensränta vid utgången av 2024 var 2,54 procent. Kraftigt sjunkande ränta har inneburit en välsignelse för fastighetsbolagen på flera sätt.

Beräknat på en obligation om nominellt 500 miljoner kronor motsvarar nedgången i referensräntan en årlig räntebesparing på cirka 7,6 miljoner kronor, bara på den obligationen. Utgår vi förenklat från ett fastighetsbolag med 10 miljarder i fastigheter och 50 procents skuldsättning, bestående av ohedgade rörliga lån, motsvarar det en årlig räntebesparing på cirka 76 miljoner kronor.

Lägre finansieringskostnader har också banat väg för fler fastighetstransaktioner vilket bidragit till att de flesta fastighetsbolagen kunnat sälja bestånd och minska sin skuldsättning. Lägre skuldsättning har generellt minskat kreditrisken vilket i ökande utsträckning har öppnat för de flesta fastighetsbolagen att refinansiera utestående obligationslån till marknadsmässiga villkor på kreditmarknaden. Två sådana exempel är ALM Equity och Genova Property, båda börsbolag med obligationer i PDO, vilka under det fjärde kvartalet emitterade 500 respektive 300 miljoner kronor i form av 2,5 och 3-åriga obligationer till kupong Stibor + 5,50 procent. Kupongerna i dessa obligationer uppgick vid årsskiftet till totalt 8,04 procent då Stibor var 2,54 procent.

Mot bakgrund av en ökad riskvilja i kreditmarknaden och indikationer att Riksbanken ännu inte genomfört sin sista räntesänkning, finns det anledning att tro att trenden på ökade fastighets- och kreditmarknadstransaktioner kommer att bestå. Troligen får vi under 2025 också se generella uppvärderingar av fastighetsbestånd vilket stärker soliditeten och främjar ratingen.

## Base Case för PDO under 2025 består

Sjunkande korträntor gör att räntekostnaderna minskar för fastighetsbolagen samt att fastighetsvärdena stiger. 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 gör att kreditrisken minskar vilket ökar accessen 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 prissättningarna på kreditmarknaden är ett tecken på att vår arbetshypotes sedan hösten 2023 stämt. Dock kvarstår flera emittenter utan access till transaktions- och kapitalmarknaden vilket skapar goda förutsättningar för PDO under 2025.

PDO kompletterar obligationsinnehaven i fastighetssektorn med innehav i bank- och nischbanksobligationer av subordinerad karaktär och med snittkuponger på 10,4 procent där emittenterna generellt utvecklats väl. Med sjunkande inflation kommer reallöner successivt att öka och andelen dåliga lån troligen minska. 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. Innehaven i bank- och nischbanksobligationer skall beaktas som en riskbärande kassaplacering.

**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.

