

O Q A M

Mercurius Credit Fund
September 2026

Månadsrapport september 2026

- Mercurius Credit Fund avkastade -0,36 % i september. Avkastningen uppgår därmed till 2,59 % hittills i år och 3,43 % de senaste tolv månaderna. Sedan fondens start har den genomsnittliga årsavkastningen varit 6,61 %. September präglades av stigande marknadsräntor och nya räntehöjningar från ECB, FED och Norges Bank. Ränteuppgången belastade avkastningen för fonden med cirka 0,65 procentenheter, trots en begränsad ränteduration på cirka 1,5 år. Den löpande kupongavkastningen bidrog positivt med cirka 0,30 procentenheter.
- Kreditmarknaden inledde månaden starkt men blev successivt svagare och mer selektiv i takt med att de stigande räntorna påverkade riskaptiten. Nordiska investment grade-obligationer från rörelsedrivande bolag utanför fastighetssektorn höll emot väl, medan high yield-kreditspreadarna vidgades med drygt 20 bps. Vi ser det, oavsett grundorsak, som en rimlig korrigering av den spreadkompression, dvs att skillnaden i ersättning mellan starkare och svagare krediter krympt, som vi lyft fram sedan i våras. Om räntorna ligger kvar på dagens nivåer eller stiger ytterligare tror vi att detta tema fortsätter.
- Fastighetsobligationerna handlade också svagare under månaden, med betydligt större rörelser i hybriderna än i de seniora obligationerna. Vi har varit för tidiga i vår försiktighet mot sektorn, men nu ser vi att oron för stigande finansieringskostnader börjar sprida sig så smått i marknaden. En lång genomsnittlig räntebindning kan dölja att enskilda lån och säkringar från nollränteperioden snart ska ersättas till betydligt högre nivåer, och räntetäckningen kan därför försvagas snabbare än snittet antyder. För flera av de svenska fastighetsemittenterna är marginalen till ratinginstitutens nedgraderingströsklar redan mycket liten, och några ligger under den. Givet den senaste tidens ränteuppgång kommer bufferten att krympa ytterligare.
- Högre räntor har samtidigt stärkt företagsobligationernas relativvärde mot aktier. Som exempel tittar vi på skillnaden mellan Euro Stoxx 50:s estimerade vinstavkastning, det vill säga vinsten i förhållande till aktiekursen, och yelden på EUR-företagsobligationer och konstaterar att det är den lägsta i vår mätserie sedan 2016. Trots fortsatt relativt tåta kreditspreadar anser vi att väl valda krediter för närvarande erbjuder ett attraktivt riskjusterat alternativ, med högre placering i kapitalstrukturen och mindre beroende av framtida vinsttillväxt.
- Fondens löpande förräntning ökade under månaden med cirka 50 bps och vi ser goda förutsättningar för att portföljens yield inom kort överstiger 5 %. En stor andel rörlig ränta gör att högre referensräntor successivt lyfter kupongintäkterna utan en negativ priseffekt på

obligationerna. Den löpande förräntningen är bara en av fondens avkastningskällor, den aktiva handeln och värdeutvecklingen i enskilda innehav har historiskt stått för en betydande del, men en högre grundränta höjer utgångsläget för samtliga. Den förbättrade förräntningen kommer från högre marknadsräntor och lyfter fondens avkastning mekaniskt, utan att kreditrisken ökar.

- Vi har fortsatt att minska exponeringen mot räntekänsliga sektorer och prioriterat bolag med låg till måttlig skuldsättning. Under september sålde vi bland annat våra sista obligationer i Wihlborgs och minskade också i AFRY, Nordea (T2) och Danske Bank, medan exponeringen mot TDC ökade något. Vi utnyttjade också den snabba tightningen i Sobi genom en kortsiktig affär. Kassan har hållits på en fortsatt hög nivå för att kunna tillvarata möjligheter i en mer volatil marknad.

Räntemarknaden fortsätter spela förstafiolen

September präglades av stigande marknadsräntor och nya räntehöjningar från flera centralbanker. ECB höjde sina styrräntor med 25 bps den 10 september och pekade på ett fortsatt inflationstryck från konflikten i Mellanöstern. Lika viktigt var att centralbankens nya prognoser reviderades upp för både 2027 och 2028. Kärninflationen väntas ligga högre 2027 än 2026, vilket signalerar att ECB räknar med andrahandseffekter snarare än en övergående energichock. Även tillväxtprognosen höjdes, med hänvisning till att euroområdet ekonomi visat större motståndskraft än väntat. En knapp vecka senare höjde FED enhälligt styrräntan till 3,75–4,00 %. FED lyfte i sin motivering framför allt styrkan i den egna ekonomin, med stark produktivitetstillväxt, robusta kapitalinvesteringar och en fortsatt stram arbetsmarknad. Av de 18 deltagarna i FED:s ränteprognos räknade 16 med ytterligare minst en höjning före årsskiftet. Beskeden ligger i linje med den hökaktiga bild vi beskrev i augustirapporten. De två centralbankerna höjde alltså av delvis olika skäl: ECB för att inflationen inte väntas falla tillbaka av sig själv, FED för att ekonomin bedöms tåla en stramare politik. Även Norges Bank höjde räntan med 25 bps till 4,50 %.

Riksbanken lämnade däremot styrräntan oförändrad på 1,75 %, men signalerade ett större höjningsbehov än i juniprognosen. Om konjunktur- och inflationsutsikterna står sig väntas höjningarna inledas redan i år. Det kan framstå som motsägelsefullt när CPIF-inflationen låg på endast 0,7 % i augusti. Den låga nivån förklaras dock till stor del av tillfälliga finanspolitiska åtgärder. Rensat för dessa ligger inflationen enligt Riksbanken relativt nära 2 %. Kombinationen av starkare efterfrågan och fortsatta utbudsstörningar ökar samtidigt risken för ett högre inflationstryck framöver. Vi har tidigare skrivit att de nordiska centralbankerna har svårt att agera frikopplat från omvärlden på lite längre sikt. Riksbankens position blir därmed alltmer utsatt ju längre avvikelser består.

Skillnaden mellan de nordiska centralbankerna är nu dessutom ovanligt stor. Norges Bank ligger på 4,50 % medan Riksbanken står kvar på 1,75 %, en skillnad på 275 bps mellan två grannländer. För fonden är den norska räntebanan minst lika relevant som den europeiska. Norge är den största marknaden inom nordisk high yield och flera av fondens innehav, däribland Nortura och Link Mobility, har obligationer med kupong kopplad till NIBOR. Högre norska räntor

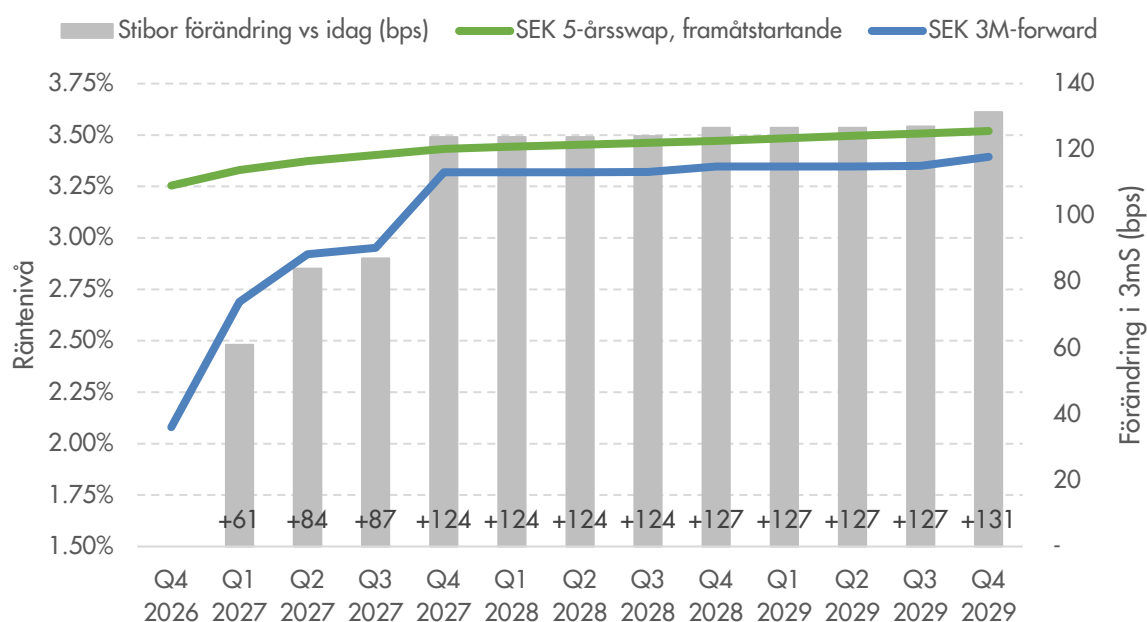
lyfter därmed kupongintäkterna direkt, samtidigt som de ökar räntekostnaderna för de norska emittenterna.

De längre globala marknadsräntorna steg brett under månaden. Den amerikanska tioårsräntan steg från 4,75 % till cirka 5,30 %, i nivå med de högsta noteringarna sedan början av 2000-talet, medan den tyska steg med cirka 30 bps till 3,60 %. I Frankrike bidrog även budgetoron till uppgången. Den franska tioårsräntan steg med över 75 bps och skillnaden mot den tyska vidgades till drygt 125 bps. Det är den största skillnaden sedan 2012 och innebär att Frankrike nu handlar bredare än Italien. Även Japan fortsatte normaliseringen. Bank of Japan höjde styrräntan till 1,25 %, den högsta nivån på över 30 år, och den japanska tioårsräntan steg över 3 % för första gången sedan 1996. I Sverige steg den femåriga swapräntan, som är den relevanta referensen för nordisk kredit, med cirka 25 bps till 3,24 %. Motsvarande EUR-swap låg på 3,60 %.

Till skillnad mot under sommaren var uppgången tydligast i löptiderna mellan två och tio år, när marknaden prisade in fler styrräntehöjningar. De allra längsta amerikanska räntorna steg mindre: trettioårsräntan med 39 bps mot tioåringens 53 bps. Skillnaden mellan löptiderna krympte därmed från knappt 50 till 35 bps. Drivkraften har alltså delvis skiftat. I juli- och augustirapporterna beskrev vi hur uppgången i de allra längsta räntorna drevs av ett stigande "term premium", det vill säga en högre ersättning för att låsa in kapital långt ut på kurvan i en miljö med växande statsskulder. Septembers rörelse handlar i stället mer om att marknaden prisar in att centralbankerna faktiskt levererar höjningar. För en nordisk kreditportfölj är det den viktigare rörelsen, eftersom högre korta och medellånga räntor slår igenom i bolagens faktiska upplåningskostnader betydligt snabbare än ett högre term premium i trettioårssegmentet. Det gäller både bolag med rörlig upplåning och dem som behöver ersätta lån eller räntesäkringar, och effekten blir störst där skuldsättningen redan är hög och räntetäckningen svag.

För fonden har ränteuppgången belastat fastränteinnehaven, trots en låg ränteduration på cirka 1,5 år. Att durationen stigit något under året följer av vårt krediturval, inte av en syn på räntemarknaden — vi återkommer till det under [Översikt nuvarande portfölj](#). Samtidigt förbättras den löpande förräntningen framåt. En stor del av innehaven har rörlig ränta, vilket innebär att högre referensräntor successivt slår igenom i kupongintäkterna när räntorna sätts om. Den förbättrade förräntningen har kommit från högre marknadsräntor, utan att kreditrisken ökat. Samma ränteuppgång ökar dock emittenternas finansieringskostnader. Vår bedömning är därför att bolagens förmåga att bära högre räntekostnader blir allt viktigare i krediturvalet. Under årets första nio månader har vi tydligt minskat exponeringen mot räntekänsliga sektorer och emittenter. Terminsmarknaden prisar in att tremånaders Stibor stiger med drygt 60 bps redan till årsskiftet och med omkring 125 bps fram till hösten 2027, för att därefter i princip plana ut. Skulle den banan realiseras får det ett betydande genomslag i fondens kupongintäkter, eftersom merparten

av innehaven har rörlig ränta som sätts om kvartalsvis.



Marknaden prisar in en tydlig uppgång i tre månaders Stibor under de kommande åren. Diagrammet visar terminsprissättningen för Stibor och femåriga SEK-swappar med start vid respektive kvartals början. Staplarna anger Stibors förändring i bps jämfört med dagens nivå. Terminsräntorna speglar marknadens prissättning idag och ska inte tolkas som säkra prognoser. (Källa: Bloomberg & OQAM)

Kreditspreadar något bredare under september

September inleddes med en stark nordisk primärmarknad i samtliga segment, även fastigheter. Sagax emitterade exempelvis totalt 3,0 mdSEK, varav 1,5 mdSEK med fem års löptid till en kreditmarginal på 95 bps. Den femåriga delen prissattes nästan 20 bps innanför bolagets motsvarande EUR-kurva och emissionen delar första plats som den tightaste emissionen någonsin från ett svenskt BBB-ratat fastighetsbolag, tillsammans med Castellums och Inteas femåriga emissioner 2021.

Under månaden blev marknaden successivt svagare och mer selektiv. Kreditspreadarna vidgades något, framför allt bland bolag med lägre kreditbetyg och inom fastighetssektorn. Sagax femåriga obligation indikeras nu 25–30 bps bredare än emissionsnivån, men fortfarande cirka 10 bps innanför bolagets motsvarande EUR-kurva. Även en emission från månadens starka inledning har därmed fått anpassa sig till investerarnas högre avkastningskrav.

Rörelsen syns även i de europeiska kreditindexen. Justerat för rullning vidgades iTraxx Crossover, som speglar europeisk high yield, med omkring 20 bps till 294 bps, medan motsvarande index för investment grade, iTraxx Main, steg med omkring 6 bps till 61 bps.

På den nordiska obligationsmarknaden var kreditspreadarna för investment grade-obligationer utgivna av rörelsedrivande bolag utanför fastighetssektorn i stort sett oförändrade, medan kreditspreadarna för high yield-obligationer ökade med drygt 20 bps. Rörelserna är fortfarande måttliga, men skillnaden mellan starkare och svagare krediter har börjat öka igen. Därmed har en del av den tidigare spreadkompressionen mellan ratingsegmenten gått tillbaka.

Enligt vår bedömning är detta en rimlig utveckling i en miljö med högre finansieringskostnader. Vi har sedan maj lyft att skillnaden i ersättning mellan starkare och svagare krediter blivit alltför liten, särskilt med hänsyn till bolagens olika skuldsättning och räntetäckning. Under sommaren förstärktes den bilden. Det var också ett av skälen till att vi i augusti minskade fondens exponering mot BB-segmentet till cirka 20 % och byggde upp ytterligare kassa.

Vi ser fortfarande ingen bred utförsäljning av obligationer, men investerarna har blivit mer prismedvetna och efterfrågan mer selektiv. Emissionerna under andra halvan av september har krävt något högre nyemissionspremier, samtidigt som efterfrågan i den efterföljande sekundärhandeln varit begränsad. Det är en tydlig förändring från månadens starka inledning och innebär att emittenterna behöver erbjuda bättre ersättning för att attrahera investerare.



Kreditspreaden i iTraxx Crossover vidgades under september. En del av uppgången den 21 september förklaras av rullningen till en ny indexserie med längre löptid och delvis förändrad sammansättning. Justerat för rullningen uppgick isärs spreadningen under månaden till omkring 20 bps. (Källa: Bloomberg & OQAM)

Högre räntor gör krediter mer konkurrenskraftiga mot aktier

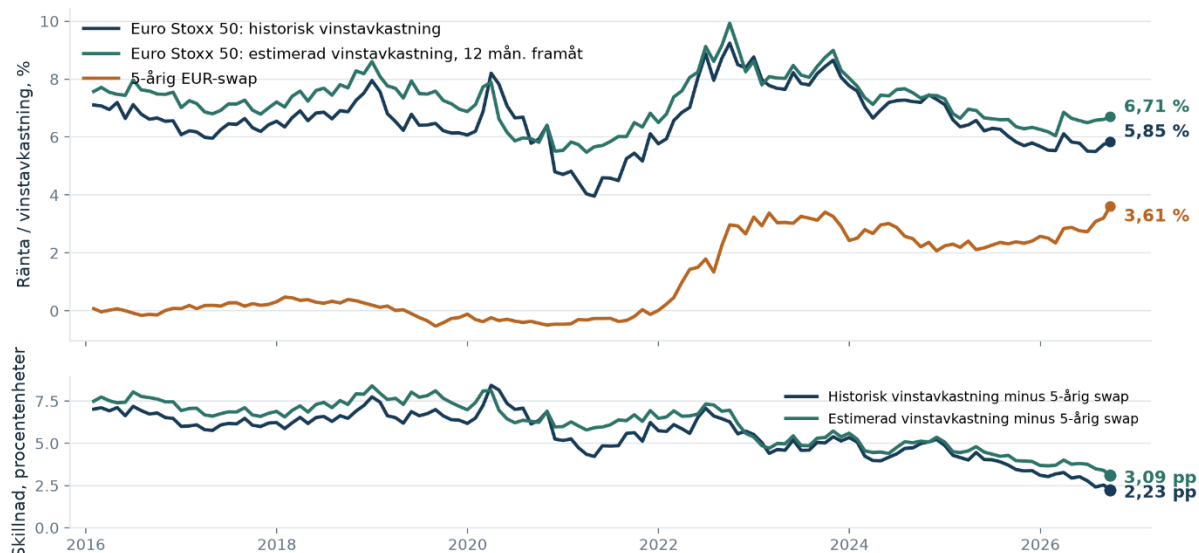
Diagrammen nedan visar hur de högre räntorna har förändrat relationen mellan aktier och krediter. I slutet av september uppgick Euro Stoxx 50:s estimerade vinstavkastning för kommande tolv månader till 6,71 %, jämfört med 3,61 % för den femåriga EUR-swappräntan och 4,46 % i yield för EUR-företagsobligationer med 5–7 års löptid. Skillnaden mellan aktiernas estimerade vinstavkastning och kredityielden har därmed krympt till 2,25 procentenheter, den lägsta nivån i vår mätserie sedan 2016 och knappt hälften av genomsnittet under perioden.

Enligt vår bedömning gör detta selektivt valda krediter särskilt intressanta när vi väger in riskerna framåt. Vid en börsnedgång kan aktier påverkas av både lägre vinstförväntningar och fallande värderingsmultiplar. Vi har under en längre tid ansett att kreditspreadarna varit för tigha i flera sektorer och positionerat fonden försiktigare därefter. Den högre räntenivån gör nu att den positioneringen kostar mindre framåt: med en portföljyield kring 5 % tål fonden dessutom en spreadökning på omkring 125 bps under ett år innan totalavkastningen blir negativ. Det motsvarar att fondens kreditspreadar skulle behöva handla mer än 50 % bredare än i dag.

Obligationsägaren har dessutom företrädelse framför aktieägaren i kapitalstrukturen. Till skillnad från aktieägaren behöver obligationsägaren inte heller någon vinsttillväxt för att få den förväntade avkastningen, utan framför allt att bolaget klarar sina räntebetalningar och återbetalar skulden.

Vi anser således fortfarande att kreditspreadarna är för tigha inom vissa sektorer men också att selektivt valda krediter erbjuder en attraktiv kombination av löpande avkastning och mer begränsad exponering mot bolagens resultatutveckling. Det är framför allt den högre räntenivån som har stärkt jämförelsen, inte bredare kreditspreadar. Aktiernas vinstavkastning är visserligen inte direkt jämförbar med en obligations yield, men skillnaden illustrerar hur mycket framtida vinsttillväxt som redan behöver realiseras för att aktiernas relativa förhållande ska återställas.

Om aktiekurser och obligationsyields förblir oförändrade behöver Euro Stoxx 50-bolagens vinster bli omkring 40 % högre än dagens tolv månadersestimat för att skillnaden mot kredityielden ska återgå till sitt genomsnitt sedan 2016. Det är inte vår prognos, men illustrerar den höga ribba som dagens aktievärderingar sätter.



Euro Stoxx 50 estimerade vinstavkastning (från Bloombergs samlade analytiker) för kommande 12 månader översteg femårig EUR-swapränta med 3,09 procentenheter den 25 september 2026. Skillnaden är den tydligt lägsta sedan mätperiodens start 2016. Historisk vinstavkastning redovisas som jämförelse och som man kan se är det inte ovanligt att estimaten är något optimistiska jämfört med vad som realiserats. (Källa: Bloomberg och OQAM)



Krediter har blivit tydligt mer konkurrenskraftiga relativt aktier. Skillnaden mellan Euro Stoxx 50:s estimerade vinstavkastning och yield-to-maturity för EUR-företagsobligationer med 5–7 års löptid uppgick till 2,24 procentenheter den 25 september. Det är den minsta skillnaden vid något månadsslut sedan mätperiodens start 2016. (Källa: Bloomberg och OQAM)

Fastighetsbolagens obligationer handlar svagare, men rörelsen sker framför allt i hybriderna

Har man läst våra tidigare månadsbrev har det inte gått att missa att vi varit skeptiska till relativvärdet i fastighetsobligationer. Den hållningen har hittills varit för tidig. Kreditspreadarna har fortsatt att komprimeras längre än vi förväntat oss och vår låga exponering har därför inneburit att vi gått miste om en del av sektorns avkastning. Under september förändrades bilden något, framför allt på EUR-marknaden och i efterställda obligationer.

Rörelsen har varit tydligast i fastighetshybriderna, medan seniora obligationer från samma emittenter klarat sig betydligt bättre. Heimstaden Bostads längsta utestående hybrid handlade som mest omkring 135 bps bredare än tidigare lägstanivåer, medan bolagets seniora obligation med förfall i mars 2031 vidgades med knappt 30 bps. Motsvarande rörelse i Balders seniora obligation var drygt 30 bps. Det är ännu ingen bred stress i sektorn, men det finns betydligt fler säljare än köpare just nu, vilket tyder på att marknaden börjar svänga över åt vår bedömning om var risken är störst när avkastningskraven stiger.

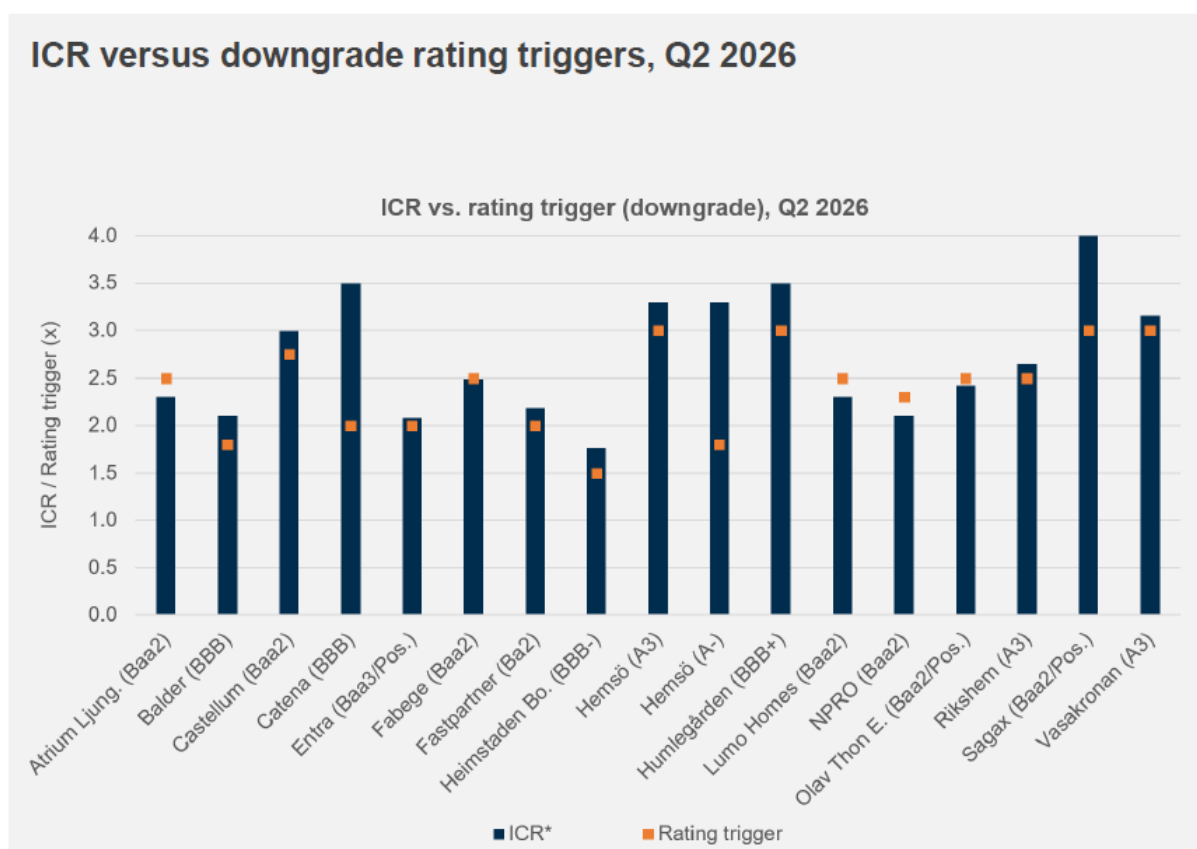
Vår grundläggande oro gäller främst hur de högre räntorna successivt slår igenom i bolagens räntenetton. En genomsnittlig räntebindning på tre eller fyra år kan ge en missvisande bild när enskilda lån och räntesäkringar, som ingicks under nollränteperioden, ska ersättas till betydligt högre nivåer. För att bedöma den framtida räntetäckningen behöver man därför lyfta på huven och analysera varje större förfall och omsättning av räntesäkringar separat.

Heimstaden Bostad är ett tydligt exempel. Bolaget har två eviga hybridobligationer om 600 respektive 800 mnEUR med första ränteomsättningsdag i januari och maj 2027. Därtill förfaller en senior obligation om 700 mnEUR i mars. Efter avdrag för bolagets egna innehav uppgår den externt ägda volymen till närmare 1,8 mdEUR. Hybriderna löper i dag med kuponger på 3,625 % respektive 2,625 %, medan den seniora obligationen har en kupong på 1,375 %.

Om hybriderna löses in och ersätts kring dagens marknadsnivå på cirka 7,25 %, samtidigt som den seniora obligationen refinansieras till strax under 5 % (vilket marknaden indikerar), skulle den faktiska årliga räntekostnaden enligt vår beräkning öka med omkring 70 mnEUR. Det motsvarar cirka 14 % av bolagets nuvarande räntekostnader. Vid beräkningen av ratingjusterad ICR

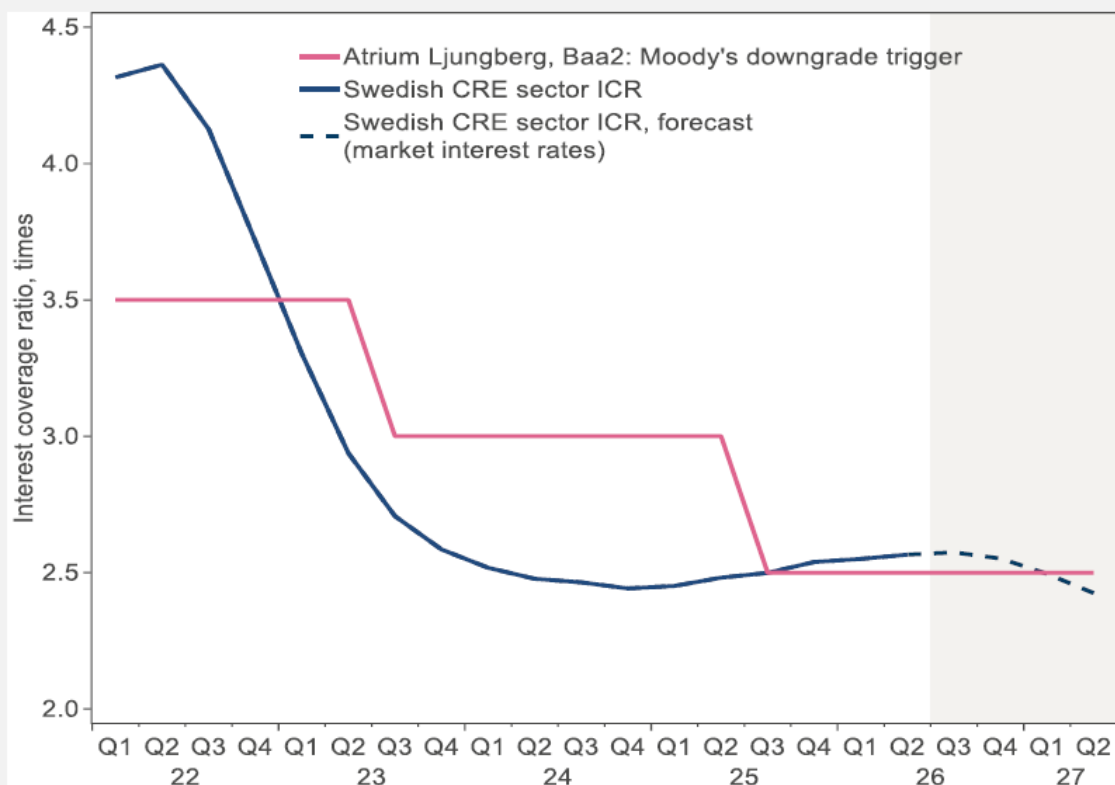
behandlar S&P hybriderna som 50 % eget kapital, vilket innebär att endast hälften av den ökade hybridkostnaden belastar räntetäckningen. Den S&P-justerade räntekostnaden skulle därmed öka med cirka 47 mnEUR. Allt annat lika sjunker ICR enligt vår modell med omkring 0,15x, till cirka 1,6x vilket är under bolagets egen policy på 1,8x och närmare ratingtröskeln på 1,5x. Här ska man dock ha med sig att just Heimstaden Bostad tidigare varit mycket lyckosamma i sin privatiseringsstrategi, vilket skapat ett resultat som lyft ICR utöver den löpande verksamheten. Hur den kommer utvecklas framåt är svårt att bedöma och exemplet är därför enbart till för att illustrera effekten av stora ränteskillnader mellan gamla och nya lån och räntesäkringar, samt att det inte räcker att enbart analysera den genomsnittliga räntebindningen. Fonden har ingen exponering mot Heimstaden eller Heimstaden Bostad.

De flesta nordiska fastighetsbolag har fortfarande god marginal till sina finansiella kovenanter. Avståndet till ratinginstitutens nedgraderingströsklar är däremot betydligt mindre för flera emittenter. En svagare räntetäckningsgrad leder inte automatiskt till en nedgradering, eftersom ratinginstituten även väger in belåningsgrad, likviditet, tillgångskvalitet och finansieringsstruktur. Utvecklingen ökar dock risken för negativa ratingåtgärder om de högre räntorna består. Som graferna nedan visar har också ratingbolagen varit tålmodiga och i vissa fall även tydligt anpassat sina krav efter stigande räntekostnader.



Redan vid utgången av andra kvartalet låg flera nordiska fastighetsbolag nära eller under ratinginstitutens ICR-trösklar för en nedgradering. September månads ränteuppgång ingår inte i nyckeltalen och riskerar, om den består, att minska buffertarna ytterligare. En passerad ICR-tröskel medför inte automatiskt en nedgradering, eftersom ratinginstituten även beaktar bland annat belåningsgrad, likviditet och finansieringsstruktur. Hemsö har rating från både S&P samt Moody's och är därför med två gånger i grafen. (Källa: Handelsbanken, Moody's, S&P, Fitch, NCR och Scope)

Swedish real estate ICR



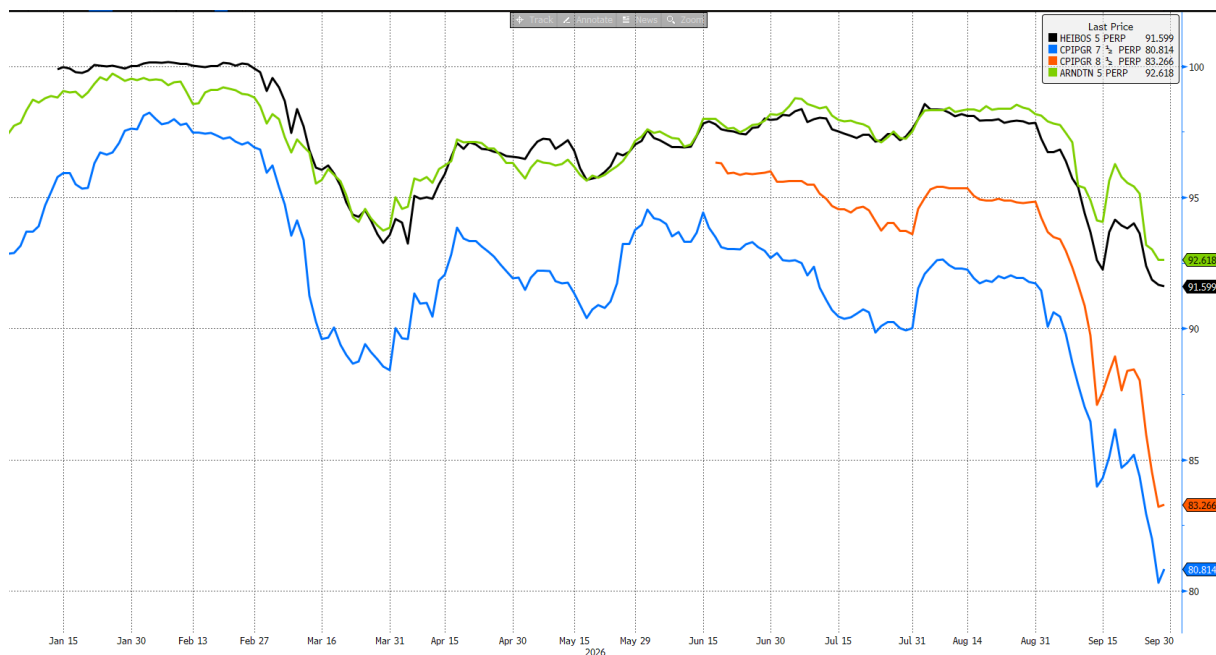
Note: Interest coverage ratio refers to net financial items

Sources: Sedis, sample of large Swedish CRE companies total assets SEK 2,700bn, Handelsbanken and Moody's

Räntetäckningsgraden bland större svenska fastighetsbolag har stabiliserats kring 2,5x efter det kraftiga fallet 2022–2024. Handelsbankens prognos, baserad på marknadens ränteprissättning, pekar dock mot en förnyad försvagning och en räntetäckningsgrad under 2,5x under första halvåret 2027. Jämförelsen med Moody's nedgraderingströskel för Atrium Ljungberg illustrerar att bufferten mot ratingtrösklarna fortsatt är begränsad, samtidigt som ratingbolagen tidigare sänkt sina trösklar i takt med att trycket på ICR ökat. (Källa: Handelsbanken och Moody's)

De största kursrörelserna inom fastighetssegmentet under september har, som vi nämnt ovan, synts i hybriderna. Efter en relativt stabil sommar har priserna fallit tydligt, med särskilt noterbara nedgångar i CPI Property Groups obligationer. Även Heimstaden Bostads och Aroundtowns hybrider har pressats, medan seniora obligationer klarat sig betydligt bättre.

Det är alltså ännu ingen bred utförsäljning av fastighetsobligationer, men skillnaden mellan seniora och efterställda instrument har blivit tydligare. Marknaden har åter börjar kräva större ersättning för risken längre ned i kapitalstrukturen. Det ligger i linje med vår tidigare invändning: spreadkompressionen har gått för långt i förhållande till bolagens skuldsättning och förmåga att bära högre räntekostnader.



Fastighetshybriderna föll brett i september efter en relativt stabil sommar, men rörelsen var tydligt störst i CPI Property Groups obligationer. Bolagets hybrid som emitterades i juni kring kurs 97 avslutade månaden omkring 83, en nedgång på cirka 14 kurspunkter sedan emissionen, medan den andra hybriderna handlades omkring 81. Heimstaden Bostads och Aroundtowns hybrider klarade sig bättre och avslutade månaden kring 92–93. (Källa: Bloomberg)

Övriga spaningar och marknadsuppdateringar

Bankskatten tillbaka på bordet efter valet?

Efter Tidöpartiernas valförlust har Ulf Kristersson begärt sitt entledigande, men regeringsbildningen är fortfarande olöst. För kreditmarknaden är bankskatten en konkret fråga att bevaka. Socialdemokraterna föreslår 23 % skatt på den del av bankernas räntenetto som överstiger 150 % av ett historiskt genomsnitt. Vänsterpartiet har i stället föreslagit att beskatta vinster över genomsnittet 2018–2022 med 50 %. Centerpartiets motstånd innebär dock att förslagen med nuvarande partipositioner saknar majoritet.

En högre skatt skulle minska bankernas intjäning efter skatt och, om utdelningar och återköp inte anpassas, försvaga kapitaluppbyggnaden. Det är relevant för bankernas efterställda obligationer. Lägre vinster behöver däremot inte innebära motsvarande försämring av kreditkvaliteten om bankerna begränsar kapitalöverföringarna till aktieägarna.

Vår bedömning är därför att risken ska värderas bank för bank. Socialdemokraternas förslag avser svensk verksamhet, inte hela nordiska bankkoncerners intjäning. Avgörande blir vilka vinster som träffas, bankernas kapitalbuffertar och hur väl kreditspreadarna kompenserar för risken. Det är alltså en fråga som vi bevakar framåt men som vi inte förväntar oss har någon direkt marknadspåverkan på bankernas obligationer här och nu.

Översikt nuvarande portfölj

De stigande marknadsräntorna var den klart största negativa drivkraften för fonden under september. Ränterörelsen belastade avkastningen med cirka -0,65 %, trots att fondens ränteduration var begränsad till cirka 1,5 år. Den löpande kupongavkastningen bidrog samtidigt positivt med cirka 0,30 %, medan kreditspreadarna i fondens större innehav av starka rörelsedrivande bolag var förhållandevis stabila. Hittills i år har de stigande räntorna belastat fondens resultat med cirka -1,35 %, medan avkastningen totalt uppgår till +2,59 %. Ränteeffekten motsvarar därmed i stort sett hela avståndet till fondens avkastningsmål för perioden. Löpande kuponger, kreditval och aktiv förvaltning har levererat i linje med vad vi förväntar oss.

Räntedurationen ökade marginellt under månaden. Det beror främst på att vi under de senaste månaderna ökat allokeringen till EUR-obligationer, där kreditspreadarna erbjudit bättre relativvärde än motsvarande obligationer i SEK och NOK. EUR-obligationerna har i huvudsak fast ränta, medan de lokala marknaderna domineras av obligationer med rörlig ränta. Den något högre durationen är därmed en följd av vårt krediturval och inte ett aktivt ställningstagande för fallande marknadsräntor.

Vi har tidigare lyft risken för högre räntor, men hade inte räknat med den snabba och kraftiga rörelse som präglat 2026. Även med en låg duration har det kostat fonden avkastning. Samtidigt anser vi att de medellånga räntorna nu diskonterar en stor del av den väntade åtstramningen. Det betyder inte att räntorna måste falla, men vi anser att det krävs ett fortsatt tydligt inflationstryck för att hela den räntebana som marknaden prisar in ska realiseras.

Den högre räntenivån förbättrar samtidigt fondens framtida intjäning. Den löpande förräntningen ökade med cirka 50 bps under september och vi ser goda förutsättningar för att portföljens yield inom kort ska överstiga 5 %. En stor del av innehaven har rörlig ränta, vilket innebär att centralbankernas höjningar slår igenom i kupongintäkterna mekaniskt, utan att kreditrisken ökar. För en kreditfond som Mercurius, med en målavkastning om Stibor + 300 bps över en marknadscykel, lyfter en högre Stibor-nivå därmed hela utgångsläget.

Samma ränteuppgång som stärker fondens förräntning ökar dock finansieringskostnaderna för emittenterna. Under årets första nio månader har vi därför minskat exponeringen mot mer räntekänsliga sektorer och bolag med hög skuldsättning. Portföljen består i dag huvudsakligen av starka rörelsedrivande bolag med låg till måttlig skuldsättning samt selektivt valda innehav inom bank och finans. Dessa bedömer vi har bättre förutsättningar att bära högre räntor och erbjuder samtidigt ett mer attraktivt relativvärde på kreditmarknaden.

Om vi för en stund bortser från ränteuppgången som naturligt dominerar månadsrapporten kan vi konstatera att det var en aktiv månad för fonden. I den starka inledningen köpte vi bland annat obligationer från Nibe, Arjo, Sobi och Munters som inte riktigt hängde med i omprisningen. När marknaden senare blev svagare och mer selektiv minskade vi exponeringen i bland annat AFRY, Nordea T2 och Danske Bank. I Sobi kunde vi utnyttja den snabba tightningen i början av månaden genom en kortsiktig affär. Vi ökade även fondens exponering något mot TDC och sålde våra sista obligationer i Wihlborgs. Sammantaget har handeln fokuserat på att ytterligare

förbättra portföljens kreditkvalitet medan kassan hållits på en fortsatt hög nivå för att kunna tillvarata möjligheter i en mer volatil marknad.

När bolagen nu går in i blackoutperioden inför kvartalsrapporterna väntar vi oss lägre aktivitet på primärmarknaden och ett större fokus på relativvärdesmöjligheter i sekundärmarknaden. Vi har ännu inte sett några större flöden men det är tydligt att säljintressen finns. Fortfarande har dock få förvaltare behövt agera eftersom det inte varit några utflöden från kreditfonderna. Skulle det hända kommer detta förändra sig snabbt.

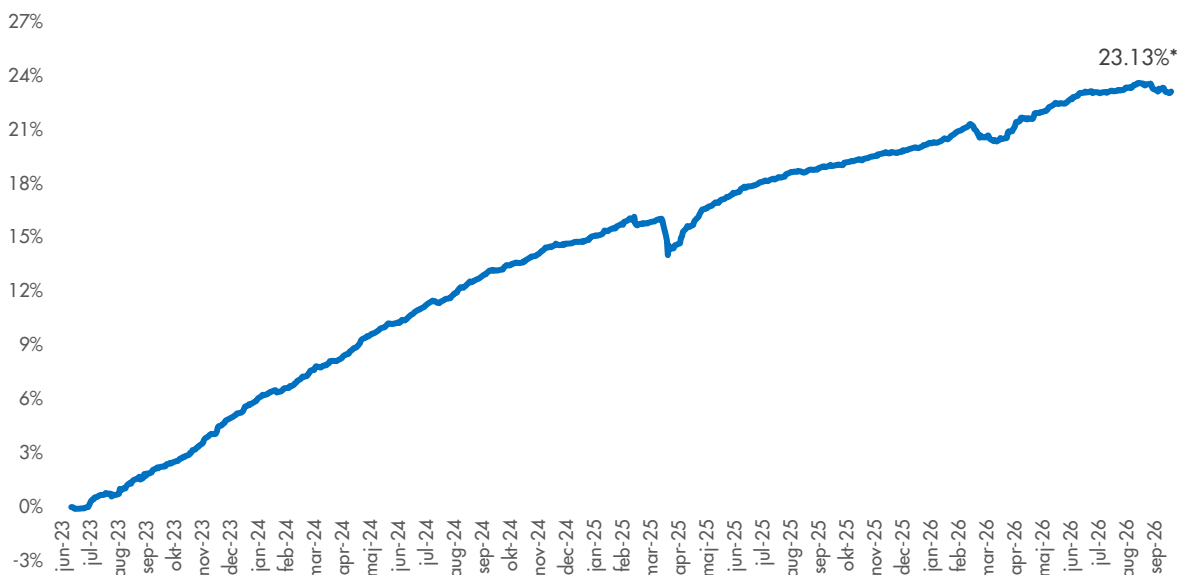
Green Landscaping – vinstvarning och nytt åtgärdsprogram

Green Landscaping, som fonden har en position i, meddelade under september att resultatet för tredje kvartalet belastas av engångskostnader på 79 mnSEK. Samtidigt lanseras ett förbättringsprogram, mot bakgrund av en negativ resultattrend i främst Norge och Sverige och en förhöjd rörelsekapitalbindning.

Cirka 65 mnSEK av kostnaderna utgörs av projektnedskrivningar i två svenska bolag och i ett tyskt bolag som förvärvades 2023. Även om de klassas som engångskostnader speglar de enligt vår bedömning snarare svagare projektlönsamhet. Skuldsättningen låg redan före beskedet klart över bolagets mål på 2,5 gånger. Vid halvårsskiftet var nettoskulden 3,4 gånger EBITDA, och EBITA-marginalen hade fallit till 7,0 % från 9,0 % året innan. Likviditeten är dock god, med 483 mnSEK i kassa och 342 mnSEK i outnyttjade kreditfaciliteter och vi finner också trygghet i bolagets huvudägare och den lilla andelen obligationsskuld. Vi är inte oroliga för krediten som sådan men tycker framför allt det är problematiskt att den guidning som ledningen givit de senaste åren avvikit för mycket från vad som faktiskt realiserats. Obligationen är relativt kort och handlas kring pris 99.50 (+250 bps) vilket vi tycker är en rimlig prissättning. Vi vill däremot se en faktisk operationell förbättring innan vi ökar ytterligare i namnet.

Nedan följer en övergripande bild av fondens placeringar samt ett urval av nyckeltal. Mer detaljerad information finns i vår investerarportal (inklusive indikativ utveckling på dagsbasis och portföljens sammansättning vid månadsskiftet). Kontakta oss om ni inte har fått inloggningsuppgifter till denna men önskar att få det.

Avkastning sedan start



* Daglig avkastning är indikativ och beräknad av OQAM AB och inte FCG Fonder AB. Avkastningen den sista bankdagen varje månad (fondens handelstillfällen) är beräknad av FCG Fonder AB. All avkastning redovisas efter samtliga avgifter.

Avkastning per månad (%)

	Totalt	Jan	Feb	Mar	Apr	Maj	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dec
2023	4.99							0.33	0.69	0.84	0.69	1.20	1.15
2024	9.30	1.20	0.45	1.03	0.62	1.13	0.64	0.96	0.68	0.82	0.38	0.75	0.27
2025	4.59	0.56	0.59	-0.04	-0.33	1.14	0.74	0.39	0.34	0.29	0.28	0.32	0.22
2026	2.59	0.42	0.67	-0.65	0.93	0.70	0.51	0.00	0.35	-0.36			

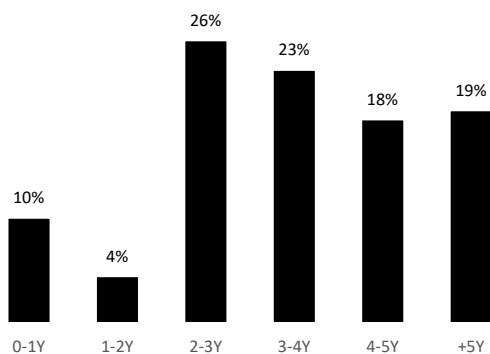
Avkastning

September 2026	-0.36%
12 m	2.59%
Sedan start	3.43%
Genomsnittlig årsavkastning	23.13%
Bästa månad	6.61%
Sämsta månad	1.20%
Bästa rullande 12 m	-0.65%
Sämsta rullande 12 m	11.13%
Genomsnittlig månadsavkastning	3.43%
	0.54%

Nyckeltal per 2026-09-30

Avkastning till förfall (valutajusterad)	4.46%
Kupongavkastning	4.32%
Spread mot 3M Stibor, bps	239
Kreditspread (bps)	153
Ränteduration (år)	1.52
Kreditduration (år)	4.00

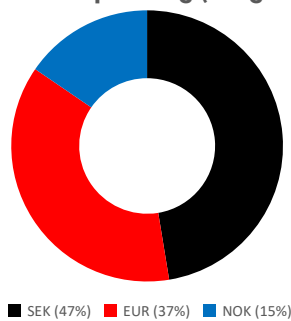
Förfallostruktur



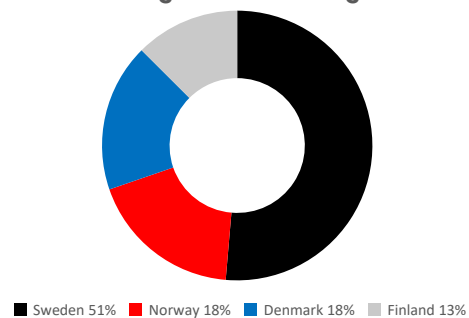
Risk

Volatilitet	1.47%
Största ackumulerade värdefall	-0.65%

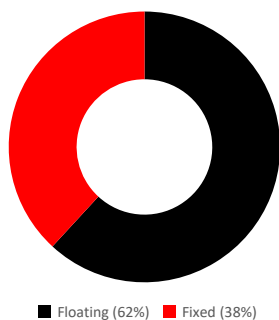
Valutaexponering (hedgad)



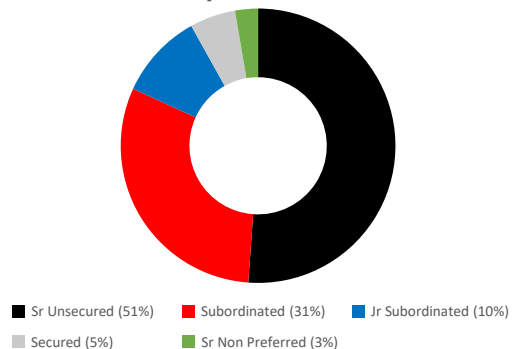
Geografisk fördelning



Ränta



Kapitalstruktur



Kreditbetyg

Ratingkategori	Kreditbetyg	Andel, %	Spread, bps
Investment Grade	AAA	0%	-
	AA+/AA/AA-	0%	-
	A+/A/A-	10%	97
	BBB+/BBB/BBB-	61%	131
		71%	126
High Yield	BB+/BB/BB-	20%	237
	B+/B/B-	0%	-
	CCC/CC/C	0%	-
		20%	237
	Kassa och övrigt	9%	-

*Totalt har 54 % av fondens innehav ett officiellt kreditbetyg

Mercurius Credit Fund

- Aktivt förvaltat kreditfond med fokus på nordiska företagsobligationer
 - Koncentrerad men sektordiversifierad portfölj – cirka 30 positioner
 - Andelsklass (B) med kvartalsvis utdelning på 1 % – löpande kassaflöde/kupong
 - Avkastningsprofil som passar professionella investerare – fokus på BBB
 - Målavkastning på Stibor + 3 % över en marknadscykel
 - Risknivå 3 av 7
 - Kapacitetsbegränsning på mellan 3-4 miljarder SEK
-
- Investeringsstrategin har utvecklats för och använts framgångsrikt inom Grenspecialisten
 - Spetskompetens – kreditförvaltning och övriga delar av kapitalstrukturen
 - Stort nätverk av mäklare, banker, andra investerare och branschexperter
 - Maximal möjlighet att dra nytta av marknadens struktur
 - Mervärden som investeraren kan dra nytta av i sina övriga investeringar
-

Startdatum: 2023-07-07

Domicil: Sverige

Legal struktur: AIF (Specialfond)

Minimiinvestering: 1 000 000 SEK

Handel: Månatlig

Teckning/inlösen: Månatlig – 90 dagars notice vid inlösen

Portföljförvaltare: OQAM AB, www.oqam.se

Ansvarig förvaltare: Christian Hjalmarsson

Rådgivare: Tiderc Management AB

AIF-förvaltare (administration, teckning/inlösen och legal struktur): FCG Fonder AB

Förvaringsinstitut: SEB - Skandinaviska Enskilda Banken AB (publ)

Tillsynsmyndighet: Finansinspektionen

Revisor: PricewaterhouseCoopers

Andelsklasser (SEK):

ISIN A: SE0020540466 0,80 % fast förvaltningsavgift

ISIN B: SE0020540458 0,80 % fast förvaltningsavgift, 4 % årlig utdelning (1% per kvartal)

Viktig information

Mercurius är en specialfond enligt lag (2013:561) om förvaltare av alternativa investeringsfonder. Detta material syftar endast till att illustrera vissa historiska resultat och risker och garanterar inte på något sätt ett visst utfall. Informationen kan visa sig vara inkorrekt, ofullständig eller inaktuell. Varken OQAM AB eller FCG Fonder AB ansvarar för direkt eller indirekt skada som grundar sig på användandet av materialet. Detta material utgör inte investeringsrådgivning och ska inte uppfattas som ett erbjudande eller en uppmaning om att köpa eller sälja fondandelar. En investerare som överväger att investera i fonden bör noggrant läsa fondens faktablad, teckningsdokumentation, informationsbroschyr innehållande fondbestämmelserna samt senast publicerade årsberättelse och halvårsredogörelse. Dessa dokument finns tillgängliga på oqam.se. Avkastningen är inte justerad för inflation. Fonden är av AIF-förvaltaren klassificerad som en fond med låg risk. Fonden har inga investeringar i svärvärderade tillgångar för vilka det inte finns marknadsprisinformation tillgänglig, t.ex. vissa onoterade aktier eller modellprissatta instrument för vilka inga branschstandardiserade mjukvarumodeller är tillgängliga, t.ex. komplexa, strukturerade eller skräddarsydda kontrakt. Fonden förvaltas inte i förhållande till något jämförelseindex. För beräkning av aktiv risk och resultatscenarier har fonden använt sig av Solactive SEK FRN IG Corporate Index. Indexet är enligt Bolagets bedömning relevant då det bäst speglar fondens långsiktiga (strategiska) placeringsinriktning med avseende på tillgångar, branscher och avkastnings- och riskprofil. Fonden är aktivt förvaltd och fondens avkastning och risknivå kommer därför att över tid avvika från indexet. För att ge en uppfattning om fondens avkastning relativt vissa tillgångsklasser illustreras detta med utvalda index. Ingen av de involverade i att samla in, bearbeta eller skapa index lämnar några uttryckliga eller underförstådda garantier eller utfästelser vad gäller sådan data (de resultat som uppnås genom användning därav), dess tillförlitlighet, riktighet, fullständighet eller lämplighet för ett visst ändamål.

ATT PLACERA I FONDER INNEBÄR EN RISK. HISTORISK AVKASTNING ÄR INGEN GARANTI FÖR FRAMTIDA AVKASTNING. DE PENGAR SOM PLACERAS I FONDEN KAN BÅDE ÖKA OCH MINSKA I VÄRDE OCH DET ÄR INTE SÄKERT ATT DU FÅR TILLBAKA HELA DET INSATTA KAPITALET.