CARLSSON|NOREN
ASSET MANAGEMENT

Halvårsredogörelse för 2022

Carlsson Norén Yield Opportunity

(Organisationsnummer 515603-0222)

Carlsson Noren Asset Management AB
Krokslätts Parkgata 4
S-431 68 MÖLNDAL, SWEDEN

Phone: +46 31 28 07 01
Fax: +46 31 28 36 57
Web: www.carlssonnoren.se

Förvaltarkommentar halvårsredogörelse 2022

Inledning

Fonden Carlsson Norén Yield Opportunity (”Fonden”) är en aktivt förvaltad specialfond som eftersträvar en ränteliknande avkastning genom att inrikta sig mot investeringar i instrument som till sin karaktär befinner sig mellan obligationer och aktier i ett bolags kapitalstruktur, till exempel hybridobligationer, preferensaktier och konvertibler. Fonden kan även investera i så kallade CLOs (collateralized loan obligations).

Fonden söker högre avkastning än rena ränteplaceringar, dock utan att detta medför hög kreditrisk. Fonden söker istället exponering mot kreditvärdiga bolag - med eller utan hävstång - i instrument med lägre prioritet, alternativt med en lång eller odefinierad löptid och därmed höga kuponger, samt i obligationer med goda möjligheter till hög avkastning tack vare aktieliknande inslag.

Fondens målsättning är att under loppet av en femårsperiod uppnå en årlig avkastning som överstiger OMRX Treasury Bill Index jämte ett tillägg, beräknat på årsbasis, om 2 procent.

Förvaltarkommentar

Året inleddes med en normalisering av världsekonomin efter den utdragna pandemin. Dock var marknaden inledningsvis nervös till följd av höga värderingar, komponentbrist och stigande naturgaspriser. Efter långa perioder av nedstängningar hade det uppstått kapacitetsbrist på en rad områden, bland annat arbetskraft, transporter, och produktions-kapacitet för halvledare, vilket lett till en förhöjd inflationstakt. I Kina förvärrades situationen av nya nedstängningar.

Under februari invaderades Ukraina av Ryssland, vilket gjorde att nervositeten övergick i chock. I princip alla tillgångsklasser utom råvaror utvecklades mycket svagt, inklusive statsobligationer. Eftersom Ryssland är en stor exportör av naturgas, och Ukraina en stor exportör av spannmål, blev prisuppgången på dessa produkter betydande. Omfattande sanktioner mot Ryssland infördes, och åtskilliga bolag med exponering mot Ryssland avvecklade eller sålde sina ryska verksamheter.

Vi fick därefter uppleva den högsta inflationstakten på flera decennier, både för konsument- och producentpriser. För svensk del späddes prisuppgången på av bland annat brist på betong och skenande elpriser. För att mildra effekten för de svenska hushållen beslutade riksdagen om diverse stödpaket.

Centralbankerna blev tagna på sängen av det plötsliga inflationstrycket, och tvingades in i en räntehöjningscykel. Fed höjde styrräntan vid tre tillfällen och Riksbanken vid ett tillfälle. Ytterligare höjningar kom sedermera i juli, även från ECB.

Stockholmsbörsen backade med hela 27,5%, och S&P 500 med 20,0%. Statsobligationsindex sjönk med 9,1% både i Sverige och USA. Kreditspreadarna för investment grade gick isär med 50-70 punkter, och för high yield med runt 300 punkter.

Carlsson Noren Asset Management AB
Krokslätts Parkgata 4
S-431 68 MÖLNDAL, SWEDEN

Phone: +46 31 28 07 01
Fax: +46 31 28 36 57
Web: www.carlssonnoren.se

För hybridinstrument finns inga relevanta jämförelseindex, däremot finns ett antal etf:er. Utvecklingen för sådana etf:er tyder på att företagshybrider hade en utveckling på ca -20%, AT1-obligationer -13%, preferensaktier -17% och konvertibler -22%.

Paradoxalt nog drabbades flera av de starkaste krediterna hårdast, då många bättre ratade bolag emitterat till fast kupong vilket slog hårt på värderingen när räntorna steg. Dessutom har många euro-hybrider en annan struktur än sek-hybrider med en betydligt lägre step-up av kupongen, vilket gör att incitamenten att lösa in dem vid första inlösentillfället är betydligt lägre. Denna så kallade förlängningsrisk gjorde att exempelvis Balders, Castellums och Heimstadens hybrider straffades extra hårt.

Fastighetsbolag utgör en stor del av hybridmarknaden, och har följaktligen en hög vikt i Fonden. Fondens exponering mot sektorn är ca 40%, och fokus ligger på förvaltande bolag med starka kassaflöden och en rimlig belåningsgrad. Under perioden blev marknaden alltmer skeptisk mot fastighetssektorn; särskilt gällde detta många utländska investerare. Turbulensen på kreditmarknaden, en kraftig ökning av byggkostnaderna och en rejäl sättning på bostadsmarknaden gjorde att högt skuldsatta bolag och bostadsutvecklare hade det särskilt svårt. Däremot utvecklades förvaltningsresultaten för de flesta bolag starkt tack vare fortsatt god efterfrågan. Dessutom är hyrorna i många fall indexreglerade och justeras därför upp rejält när inflationstakten är hög. Liksom tidigare år har inga av Fondens innehav, varken inom fastighetsbranschen eller andra branscher, har haft några problem med att betala sina kuponger.

Fondens avkastning blev -15,7%, varav större delen av nedgången skedde under juni. Efter periodens utgång har en stor del av förlusten återhämtats, +6,9% under juli. Fonden har haft en låg aktivitet under halvåret till följd av ett litet antal emissioner och stora spreadar på sekundärmarknaden. Förvaltarna identifierade tidigt en felprissättning av preferens- och D-aktier jämfört med hybridobligationer, och minskade exponeringen mot de förra på bra nivåer. Bland individuella namn var bidragen mest negativa för större innehav inom fastighetssektorn, exempelvis Balders och Castellums hybridobligationer, Castellum pref och Sagax D. Innehav som tidigare varit stora, exempelvis Akelius D och FastPartner D hade positiva bidrag till avkastningen. Fonden hade en betydligt lägre hävstång än under föregående år vilket mildrade nedgången.

Fonden hade ett nettoutflöde på 36,2 mkr under det första halvåret. Den sammanlagda fondförmögenheten för de båda andelsklasserna sjönk från 298,3 till 218,8 mkr.

Förvaltarnas bedömning är att korta räntor kommer att fortsätta upp i snabb takt, då centralbankerna för närvarande bedriver en aggressiv inflationsbekämpning, men att marknaden helt diskonterar denna ränteuppgång. På grund av baseffekter är det sannolikt att inflationstakten inom ett år kommer att vara betydligt lägre än nu. Primärmarknaden har varit mycket inaktiv de senaste månaderna, och förvaltarnas bedömning är att det kommer att ta lång tid innan emissionsaktiviteten är tillbaka på tidigare nivåer. Kreditspreadarna är betydligt högre än normalt, särskilt inom fastighetssektorn, vilket leder till att den förväntade avkastningen i portföljen är betydligt högre än normalt. Vid halvårsskiftet hade Fondens portfölj en genomsnittlig yield på ca 11,5%, och i augusti var den fortsatt över 10%.

CARLSSON|NOREN
ASSET MANAGEMENT

Balansräkning 2022-06-30

Tillgångar	Not	2022-06-30	2021-12-31
Överlåtbara värdepapper	1	215 362 770	305 862 685
Fondandelar	1	11 657 274	12 944 410
OTC-derivat med positivt marknadsvärde	1	592 837	0
Summa finansiella instrument med positivt marknadsvärde		**227 612 881**	**318 807 095**
Bankmedel och övriga likvida medel		0	0
Övriga tillgångar	2	501 401	9 013 054
SUMMA TILLGÅNGAR		**228 114 282**	**327 820 149**

Skulder		2022-06-30	2021-12-31
OTC-derivat med negativt marknadsvärde	1	-4 970 981	-2 099 105
Summa finansiella instrument med negativt marknadsvärde		**-4 970 981**	**-2 099 105**
Placering på konto hos kreditinstitut	1	-1 987 869	-22 372 625
Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	3	-4 008	-32 430
Övriga skulder	4	-2 334 495	-5 037 308
SUMMA SKULDER		**-9 297 353**	**-29 541 468**

Fondförmögenhet	2022-06-30	2021-12-31
Fondförmögenhet	218 816 928	298 278 681

Poster inom linjen	2022-06-30	2021-12-31
Ställda säkerheter	-	-

Carlsson Noren Asset Management AB
Krokslätts Parkgata 4
S-431 68 MÖLNDAL, SWEDEN

Phone: +46 31 28 07 01
Fax: +46 31 28 36 57
Web: www.carlssonnoren.se

Noter till balansräkning

Not 1	2022-06-30	2021-12-31
Se flik "Innehav" för specifikation av finansiella instrument		

Not 2	2022-06-30	2021-12-31
Fondlikvidfordran	501 401	9 013 054
Summa övriga tillgångar	**501 401**	**9 013 054**

Not 3	2022-06-30	2021-12-31
Depåavgift	-4 008	-3 309
Korrigering kupong	0	-28 446
Upplupen transaktionskostnad	0	-675
Summa upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	**-4 008**	**-32 430**

Not 4	2022-06-30	2021-12-31
Andelsinlösen	-2 150 769	-3 951 783
Fondlikvidskuld	-183 726	-1 085 525
Summa övriga skulder	**-2 334 495**	**-5 037 308**

Carlsson Noren Asset Management AB
Krokslätts Parkgata 4
S-431 68 MÖLNDAL, SWEDEN

Phone: +46 31 28 07 01
Fax: +46 31 28 36 57
Web: www.carlssonnoren.se

CARLSSON|NOREN
ASSET MANAGEMENT

Fondens innehav och positioner per 2022-06-30

Finansiella instrument med positivt marknadsvärde

Överlåtbara värdepapper - Aktier och obligationer	Volym	Uppl. Ränta	Värd.kurs	Valutaslag	Markn.värde lokal	Markn.värde SEK	% av portf.
ADVNZI F PERP AT1	10 000 000	14 167	99,000	NOK	9 914 167	10 296 358	4,71
ARION V6.25 PERP	500 000	10 704	89,500	USD	458 204	4 682 047	2,14
ARWFTG F PERP 05/06/25	15 000 000	168 438	90,750	SEK	13 780 938	13 780 938	6,30
BALDER 2081	1 600 000	3 526	55,536	EUR	892 102	9 555 754	4,37
BAYER HYBRID	1 000 000	23 723	85,812	EUR	881 843	9 445 859	4,32
BOREO HYBRID	800 000	24 723	97,250	EUR	802 723	8 598 371	3,93
CASTELLUM HYBRID	1 600 000	16 438	50,800	EUR	829 238	8 882 387	4,06
CAVERION OYJ Variable Perpetual	160 000	1 361	100,143	EUR	161 590	1 730 870	0,79
Collector Bank FRN	4 000 000	1 926	97,725	SEK	3 910 926	3 910 926	1,79
Corem Property Group Pref	51 320	0	209,000	SEK	10 725 880	10 725 880	4,90
European Energy A/S 22/09/2020 - 22/09/3020	1 200 000	56 585	99,062	EUR	1 245 329	13 339 341	6,10
GPGPRE HYBRID Perp 03/05/26	6 250 000	28 954	89,083	SEK	5 596 641	5 596 641	2,56
Heimstaden AB 21/26	800 000	24 750	60,625	EUR	509 750	5 460 187	2,50
HK SCAN OYJ 8 PERP	750 000	47 014	97,375	EUR	777 326	8 326 330	3,81
ISLBAN F PERP	8 000 000	2 407	93,407	SEK	7 474 967	7 474 967	3,42
Jyske Bank 3,625% PERP	300 000	773	82,578	EUR	248 507	2 661 878	1,22
Nordiska Kreditmarknadsaktiebolaget	5 000 000	1 315	99,875	SEK	4 995 065	4 995 065	2,28
Nordnet Float perp	6 000 000	32 715	91,947	SEK	5 549 535	5 549 535	2,54
Normet Group OY 7,5 PERP Corp	500 000	28 151	98,833	EUR	522 316	5 594 784	2,56
NP3 Fastigheter AB Pref	176 810	0	23,150	SEK	4 093 152	4 093 152	1,87
NYFOSA HYBRID	8 750 000	50 397	87,437	SEK	7 701 134	7 701 134	3,52
PROTECTOR21 FORIKRING	5 000 000	13 644	98,183	NOK	4 922 794	5 112 568	2,34
Sagax AB D	489 601	0	23,050	SEK	11 285 303	11 285 303	5,16
Saxobank 8,125 PERP Corp	1 100 000	8 570	105,000	EUR	1 163 570	12 463 582	5,70
SEB 6,875 PERP	200 000	840	96,025	USD	192 890	1 971 001	0,90
Stendörren Fastighet FRN	7 500 000	15 213	88,733	SEK	6 670 188	6 670 188	3,05
SWEDA V4 PERP	200 000	2 289	76,677	USD	155 643	1 590 398	0,73
TF Bank F 12/14/30	5 000 000	13 449	99,625	SEK	4 994 699	4 994 699	2,28
TF Bank F PERP	10 000 000	53 964	98,500	SEK	9 903 964	9 903 964	4,53
YIT HYBRID 03/31/26	900 000	12 902	91,599	EUR	837 293	8 968 665	4,10
						215 362 770	**98,42**

Fondandelar	Volym	Uppl. Ränta	Värd.kurs	Valutaslag	(lokal valuta)	Markn.värde SEK	% av portf.
IM2 EUR CORP HYB ETF	1 000	0	32,432	EUR	32 432	347 395	0,16
ISHARES Convertible Bond ETF	2 000	0	69,360	USD	138 720	1 417 476	0,65
ISHARES US Prefferred Stock NPV	8 684	0	32,880	USD	285 530	2 917 616	1,33
Infracap Reit Pref ETF	4 000	0	19,105	USD	76 420	780 875	0,36
Invesco AT1 Cap Bond EUR HDG	5 500	0	17,101	EUR	94 056	1 007 475	0,46
SPDR Thomson Reuters Global CONV	5 000	0	32,480	EUR	162 400	1 739 548	0,79
UC Thomson Reuters BE CONV	350	0	80,750	EUR	28 263	302 734	0,14
Vaneck Vectors Pref SEC	17 000	0	18,100	USD	307 700	3 144 156	1,44
						11 657 274	**5,33**

OTC-derivat	Volym	Uppl. Ränta	Värd.kurs	Valutakurs	(lokal valuta)	Markn.värde SEK	% av portf.
NOK/SEK Termin 220714	-16 000 000	0	1,000	NOK	592 837	592 837	0,27
						592 837	**0,27**

Finansiella instrument med negativt marknadsvärde

OTC-derivat	Volym	Uppl. Ränta	Värd.kurs	Valutakurs	(lokal valuta)	Markn.värde SEK	% av portf.
EUR/SEK Termin 220714	-10 600 000	0	1,000	EUR	-3 821 111	-3 821 111	-1,75
USD/SEK Termin 220714	-1 600 000	0	1,000	USD	-1 149 870	-1 149 870	-0,53

Övriga tillgångar och skulder

Likvidkonton	Volym			Valutaslag	(lokal valuta)	SEK	% av portf.
Yield Opportunity - EUR	-49 695	0	1,000	EUR	-49 695	-532 303	-0,24
Yield Opportunity - NOK	581 734	0	1,000	NOK	581 734	604 160	0,28
Yield Opportunity - SEK	-8 049 494	0	1,000	SEK	-8 049 494	-8 049 494	-3,68
Yield Opportunity - SEKCFG	4 014 628	0	1,000	SEK	4 014 628	4 014 628	1,83
Yield Opportunity NCDER - EUR	121 319	0	1,000	EUR	121 319	1 299 507	0,59
Yield Oppurtunity - USD	-9 264	0	1,000	USD	-9 264	-94 660	-0,04
Yield Oppurtunity - USDCFG	8 837	0	1,000	USD	8 837	90 294	0,04
Yield Oppurtunity - Klientmedelskonto	680 000	0	1,000	SEK	680 000	680 000	0,31
						-1 987 869	**-0,91**

Upplupna kostnader och förutbetalda intäkter	Volym			Valutaslag	(lokal valuta)	Markn.värde SEK	% av portf.
Uppl Holding Fee Prime	-4 008	0	1,000	SEK	-4 008	-4 008	0,00
						-4 008	**0,00**

Positiva likvider på väg	Volym	de (lokal p		Valutaslag		Markn.värde SEK	% av portf.
SAGA X D	1 369	685	Utdelning	SEK		685	0,00
COREM PREF	12 375	61 875	Utdelning	SEK		61 875	0,03
SAGA X D	488 232	244 116	Utdelning	SEK		244 116	0,11
COREM PREF	38 945	194 725	Utdelning	SEK		194 725	0,09
						501 401	**0,23**

Negativa likvider på väg	Volym	de (lokal p		Valutaslag		Markn.värde SEK	% av portf.
UPPLUPET ARVODE KLASS A	-183 030	-183 030	Uttag	SEK		-183 030	-0,08
UPPLUPET ARVODE KLASS B	-697	-697	Uttag	SEK		-697	0,00
						-183 726	**-0,08**

Övriga skulder	Volym	Andelspris		Valutaslag	(lokal valuta)	Markn.värde SEK	% av portf.
Andelsinlösen Klass A	-14 460	103		SEK	-1 496 105	-1 496 105	-0,68
Andelsinlösen Klass B	-7 599	86		SEK	-654 664	-654 664	-0,30
						-2 150 769	**-0,98**

FONDFÖRMÖGENHET						**218 816 928**	**100,00**

Carlsson Noren Asset Management AB
Krokslätts Parkgata 4
S-431 68 MÖLNDAL, SWEDEN

Phone: +46 31 28 07 01
Fax: +46 31 28 36 57
Web: www.carlssonnoren.se

CARLSSON|NOREN
ASSET MANAGEMENT

Specifikation av innehav och positioner i fonden i enlighet med FFFS 2013:9 §29	Mark.värde SEK	% av portf.
(1) Överlåtbara värdepapper som är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES	215 362 770	98,42
(2) Övriga finansiella instrument som är upptagna till handel på en reglerad marknad eller en motsvarande marknad utanför EES	11 657 274	5,33
	227 020 044	**103,75**

Kategorisering av derivat för innehav och positioner i fonden i enlighet med FFFS 2019:9 §33	Volym	Marknadsvärde	% av
a) OTC-derivat som hänför sig till valutakurser			
NOK/SEK Termin 220714	-16 000 000	592 837	0,27
EUR/SEK Termin 220714	-10 600 000	-3 821 111	-1,75
USD/SEK Termin 220714	-1 600 000	-1 149 870	-0,53
		-4 378 144	**-2,00**

Carlsson Noren Asset Management AB
Krokslätts Parkgata 4
S-431 68 MÖLNDAL, SWEDEN

Phone: +46 31 28 07 01
Fax: +46 31 28 36 57
Web: www.carlssonnoren.se

CARLSSON|NOREN
ASSET MANAGEMENT

Redovisningsprinciper

Halvårsredogörelsen är upprättad enligt lagen om förvaltare av alternativa investeringsfonder, lagen om värdepappersfonder, Finansinspektionens föreskrifter om förvaltare av alternativa investeringsfonder 2013:10, Finansinspektionens föreskrifter om värdepappersfonder 2013:9 samt följer Fondbolagens Förenings riktlinjer där de är tillämpliga.

De finansiella instrument som ingår i Fonden värderas utifrån gällande marknadsvärde, varmed avses senaste betalkurs, eller om sådan saknas senaste köpkurs. Kurserna hämtas dagligen vid respektive marknads stängning. Om sådana kurser saknas, eller om kurserna enligt fondbolagets bedömning är missvisande, får fondbolaget fastställa värdet på objektiva grunder.

Carlsson Noren Asset Management AB
Krokslätts Parkgata 4
S-431 68 MÖLNDAL, SWEDEN

Phone: +46 31 28 07 01
Fax: +46 31 28 36 57
Web: www.carlssonnoren.se