

# KAPITAL

LCFMs halvårsmagasin

## OM AT TAGE CHANCEN, VÆRE NYSGERRIG OG GOD TIL MENNESKER

Portræt af Jette Wittrup og Lars Lauridsen, som udover at være LCFM-investorer, også står bag succesvirksomheden Wila.

Side 16

## FORVENTNINGER TIL DET DANSKE OBLIGATIONSMARKED

Modsat første halvår har andet halvår været mere roligt, men hvad kan vi forvente af 2021?

Side 24

Få en eksklusiv analyse af  
**det amerikanske valg**  
af journalist og forfatter David Trads

Side 4

# INDHOLDSFORTEGNELSE

<b>Side 2</b>	Indholdsfortegnelse
<b>Side 3</b>	Leder
<b>Side 4</b>	Det amerikanske valg
<b>Side 8</b>	At turde hvor andre holder igen
<b>Side 12</b>	Forventninger til kreditmarkedet
<b>Side 16</b>	Investorportræt
<b>Side 24</b>	Forventninger til det danske obligationsmarked

LCFMs Halvårsmagasin udgives som inspiration og information. Magasinet udkommer to gange årligt.

## MAGASINETS FORMÅL:

- Orientering om udviklingen i LCFMs forretningsområder.
- Informering af viden der er relevant for personer interesseret i samfund og økonomi.

## 2. HALVÅR 2020

Redaktionen er afsluttet d. 18. december 2020.

I tabeller kan afrunding medføre, at tallene ikke summer til totalen.

## REDAKTIONEN:

Direktør, Allan Rank Jensen  
 Communication Manager, Maria Kjær Christensen  
 Head of Equity Trading, Anders Lisager Nielsen  
 Senior Client Manager, Mads Aagesen  
 Grafisk support: Christina Løvgreen, Designthinking.nu  
 Fotograf: Thomas Priskorn

## YDERLIGERE BIDRAGSYDERE:

David Trads  
 Tobias Emdal  
 Lasse Hjortsballe

## ANSVARSRFRASKRIVELSE

Lind Capital Fondsmæglerselskab (LCFM)s halvårsmagasin, Kapital, er udarbejdet til brug for orientering samt informering og skal aldrig betragtes som en opfordring om, eller anbefaling til, at købe eller sælge aktier, værdipapirer eller lignende. De nævnte oplysninger skal ej heller betragtes som anbefalinger eller rådgivning af juridisk, regnskabsmæssig eller skattemæssig karakter.

LCFM kan aldrig holdes ansvarlig for tab forårsaget af investorers dispositioner - eller mangel på samme - på baggrund af oplysninger i magasinet. Vi bestræber os altid på at sikre, at oplysninger i magasinet er fuldstændige og korrekte, men kan ikke garantere dette, og LCFM påtager sig intet ansvar for fejl eller udeladelser i magasinet. Investorer gøres opmærksomme på, at investering kan være forbundet med risiko for tab, som ikke på forhånd kan fastlægges, ligesom tidligere afkast og kursudvikling aldrig kan anvendes som en pålidelig indikator for fremtidige afkast og kursudvikling.

## PERSONOPLYSNINGER

LCFM kan registrere personoplysninger om dig, såfremt du er investor/kunde eller potentiel investor/kunde hos virksomheden. Kontakt LCFM for yderligere oplysninger herom.



## LYSTEN OG MODET TIL AT TÆNKE ANDERLEDES

Vi er nu klar med 2. udgave af vores halvårsmagasin, Kapital. Vi har endnu engang lagt et stort stykke arbejde i at kunne give jer kunder, investorer og samarbejdspartnere en ekstra lille bonus i form af interessante og relevante artikler samt indhold.

Med Kapital ønsker vi at kombinere vidensdeling med historier fra "det virkelige liv". Og ja - vi tilstræber, at de gode fortællinger, og ikke mindst værdierne og ambitionerne bag dem, matcher LCFMs tilsvarende. Denne udgaves investorportræt, Wila i Silkeborg, og ikke mindst ægteparret bag, Jette Wittrup og Lars Lauridsen, er som skræddersyet til at indgå i vores magasin, da de på mange måder deler både tankegang og værdisæt med LCFM. I Wila handler det om at skabe resultater via hårdt og seriøst arbejde, turde udfordre det eksisterende ved at tænke anderledes og med individuelle løsninger for øje. Dét kombinerer de med en kultur og nogle værdier, som både giver plads og belønner medarbejdernes indsatser, hvilket i høj grad også er noget, der matcher LCFMs tilgang.

I en helt anden boldgade, men igen med klare lighedspunkter til LCFM, er vores artikel om projektet

HimmerLand. En fortælling om, hvorledes man med Lars Larsens entrepreneurånd, og nu Lars Larsen Group i ryggen, tør satse stort i såvel opgangs- som nedgangstider.

I vores egen lille andedam har det været en særdeles turbulent tid, siden vi udgav 1. nummer af Kapital. Men ligesom i eventyrerne er året heldigvis også endt med den gode slutning, som også har betydet, at det er med masser af tro på tingene, vi nu ser ind i et nyt og spændende år på de finansielle markeder.

I LCFM arbejder vi ud fra en tro på, at vores kunder og investorer kan være vores bedste ambassadører. I den forbindelse har vi i de sidste 3 måneder både lagt et kæmpe arbejde i denne udgave af Kapital, men også opgraderet vores hjemmeside. Jeg vil derfor slutte min lille spalte af med at opfordre jer til at kigge forbi LCFM.dk, ligesom I er meget velkommen til at invitere jeres netværk ind i "det fine selskab".

God læsning!

/Allan, CEO i LCFM

# USA ER - MÅSKE - VED AT BLIVE ET NORMALT LAND IGEN

Én ting var republikanerne og demokraterne enige om. Præsidentvalget 2020 handlede om to radikalt forskellige opfattelser af Amerika. I artiklen her får du David Trads' analyse af de to præsidentkandidater, samt et bud på hvor valgresultatet efterlader landet.



## David Trads

Journalist, foredragsholder, tidligere mangeårig USA-korrespondent og senest forfatter til bestselleren 'Amerika, hvor er du?'

Joe Biden er alt det modsatte af Donald Trump. Biden er en karrierepolitiker, som blev valgt første gang til Senatet i 1972. En gentleman der behersker alle de fraser, som skolebørn lærer, at en præsident skal benytte. En mand der hele sit liv har ønsket at blive præsident – forsøgte uden held i 1988 og 2008. En snu, politisk ræv, der kender hver eneste kringelkrog i Washington DC's labrynter.

Trump, på den anden hånd, er en businessman og reality-stjerne, der nærmest ved et tilfælde blev præsident. Aldrig valgt til noget før choksejren i 2016. En bulderbasse, som, undskyld udtrykket, men det passer så perfekt til ham, pisser på alle normer og værdier. En voksenmobber, der tryner og maser modstandere og for den sags skyld tilhængere.

Trump og Biden er som nat og dag. Trump sætter sig selv i centrum uafbrudt. Biden er holdspilleren, den diskrete anfører. Trump er provokatøren. Biden søger kompromisset. Trump tweeter som en teenager. Biden ved dårligt nok, hvad internettet er. Trump er karismatisk, underholdende, kontroversiel. Biden er saglig, kedelig, almindelig. Man kan også sige det meget mere simpelt: Trump er unormal. Biden er normal.

Alle dem der, afhængigt af politisk udgangspunkt, enten stod op hver morgen for at blive begejstret eller forarget over endnu en vild udtalelse eller bizar handling fra USA's præsident, kan lige så godt vænne sig til en kold tyrker – for al den 'underholdning', som Trump har begunstiget os med, er om et øjeblik slut.

USA er – måske – ved at blive et normalt land igen. Jeg indsætter bevidst det lille 'måske', fordi den måde, som Trump har rystet alt det normale ved USA på, desværre kan vise sig at være en grundskade, der ikke er sådan at operere. Hans blanke afvisning af at anerkende sit nederlag er historisk, hans utrættelige forsøg på at omgøre et åbenlyst legitimt valg er hidtil uset, hans, lad os bare sige det, som det er, løgne om påstået og udokumenteret valgsvindler er rystende.

USA, klodens ældste demokrati, har altid været beundret for dets fredelige overgang fra en leder til en anden. Der er desværre grund til at frygte, at Trumps egomani skubber demokratiet ud i en krise, der varigt kan svække samfundet. Målinger viser, at otte ud af ti af de godt 74 millioner, der stemte på ham ved valget, tror på hans påstande om, at kun fup og svindel gav Biden sejren. Det er et enormt antal, som ikke betragter Biden som legitim præsident. Deprimerende.

Der er imidlertid også årsager til at være langt mere optimistisk i forhold til USA's fremtid – for man kan også vælge at fokusere på, at de institutioner, som blev indskrevet i forfatningen i 1787, og som Trump konsekvent har angrebet, netop har vist deres styrke. Delstaterne har, uanset partifarve, holdt fast i deres valgprocedurer. Retsinstanser har, også uagtet hvem dommerne var udpeget af, bevaret roen. Det arkæiske valgmandskollegium har, uanset hvem der sidder i det, overholdt alle regler og ledende republikanere i Kongressen, anført af senatsleder Mitch McConnell, har også stået fast.

Den ukuelige amerikanske optimisme, som er selve den uomgængelige nations DNA. Det, der har skabt den mest fænomenale innovationskraft i verdenshistorien fra masseproduktion af bilen over jazz og hiphoppen til Google og Teslaen; ja, selve den amerikanske drøm, får mig til at tro på, at USA

er på vej tilbage til at blive den nation, vi ser mest op til. Som Bill Clinton ikonisk har sagt: "Der er intet galt ved Amerika, som ikke kan løses med det, der er godt ved Amerika."

Så tillad mig et øjeblik at være optimistisk i forhold til udviklingen i USA i 2021. Lad mig prøve at se lidt i krystalkuglen for det første år med Biden som USA's præsident. Jeg vil fokusere på fire forhold:

### For det første – Coronaen vil blive besejret

Da 2020 begyndte, buldrede økonomien. Høj vækst, lav arbejdsløshed, store aktiegevinster, stigende boligsalg, højere realløn til næsten alle. Det hele gik godt. Coronaen ramte USA benhårdt, Trump håndterede krisen fatalt, almindelige mennesker blev brutalt påvirket. Vinteren ser virkelig slem ud... men der er håb forude med vacciner, der rulles ud.

Biden lover, at halvdelen af befolkningen vil være vaccineret i foråret – og der er al mulig grund til at tro, at det vil kickstarte en optimisme af hidtil uset karakter. Når børnene igen kommer i skole, når restauranterne åbner, når biograferne lukker dørene op, ja, når alt det gode i livet kommer tilbage, vil optimismen udvikle sig, havde jeg nær sagt, viralt!

### For det andet – Samarbejdet vender tilbage

De to seneste præsidenter, Barack Obama og Trump, har, trods store politiske forskelle, én afgørende egenskab tilfælles – nemlig at de polariserer frem for at samle. Dem, der holder af dem, elsker dem som var de Jesus. Dem, der ikke kan lide dem, foragter dem som var de Djævelen. Den virkelighed førte til, at Demokrater og Republikanere ikke samarbejder.

Biden er helt anderledes. Han begejstrer ingen, han frastøder ingen. Hans taler appellerer aldrig (!) til revolution, men altid til små skridt, beskedne, brede reformer; evolution. Han er indbegrebet af talemåden om, at 'det gode ikke må blive bedres' ▶





værste fjende.' Biden er som skabt til det her tidspunkt i USA's historie, hvor det brede samarbejde skal genfødes.

#### **For det tredje – USA bliver igen et forbillede**

Under Trump er USA's internationale agtelse faldet dramatisk. I mange lande, som traditionelt har haft USA som dets ikke bare vigtigste allierede, men naturligt beundrede forbillede, er det gået helt galt med omdømmet. I Tyskland betragter et flertal endda Trumps Amerika som en større trussel end Putins Rusland, og, ja, Kim Jong-uns Nordkorea.

Den slags fald i image er ikke bare abstrakt, men bliver hurtigt endog meget konkret. Antallet af udlændinge der søger udvekslingsophold på High School, som ønsker at tage uddannelser på nationens universiteter, som drømmer om forskerstillingen samme steder eller i det hele taget søger til landet, hvor mælk og honning flyder i gaderne, er styrtdykket. Den magnetisme, som USA normalt har, vil jeg dog mene hurtigt vil kunne vende tilbage.

#### **For det fjerde – Trump forsvinder ud i tågerne**

Selv om Trump i sagens natur ikke vil trække sig diskret tilbage, som tidligere præsidenter plejer at gøre, men istedet vil, tro mod sit ego, gøre alt hvad han kan for at holde sin plads i rampelyset, så er han bare om et øjeblik yesterday's man. For hver uge, der er gået siden valgnederlaget, har præsidenten haft stadig sværere ved at dominere nyhederne.

Når Trump først har forladt Det Hvide Hus den 20. januar 2021, vil han langsomt forsvinde ud i tågerne. Han vil fylde mindre i medierne, hans tweets vil betyde mindre, hans udtalelser tabe værdi. Andre republikanere, ikke mindst de mere moderate, vil række ud efter lederskabet, når først hans enorme megafon som præsident bliver taget fra ham.

Men... Til sidst tilbage til mit lille indsatte 'måske' i overskriften til denne analyse – for det kan jo også være, at jeg er for optimistisk. Det kan jo være, at Trumps kvælertag på det, vi plejede at kende som Republikanerne, men som de forløbne fire år udviklede sig til præsidentens kult, er så stærkt, at alle Bidens intentioner vil komme til kort.

Vi kan i hvert fald konstatere, at der hviler et kolossalt ansvar på skuldrene af den 78-årige, åbenlyst alderssvækkede kommende præsident. Den energi, han ofte synes at savne, skal simpelthen findes, hvis det skal blive Biden, som skal genskabe det Amerika, vi ønsker. ■

# AT TURDE HVOR ANDRE HOLDER IGEN

Interview af Mark Bering, Administrerende Direktør i HimmerLand.

Interview af Maria Kjær Christensen, Communication Manager

Som regionsdirektør i First Hotel kæden var Mark Bering med til at sætte strategien for hoteller i både Danmark, Sverige og Norge. Siden 1. januar 2019 har han dog stået i spidsen for det, der dengang hed Himmerland Golf & Spa Resort, og som i dag går under navnet HimmerLand.

Navneskiftet er en del af den strategi, Mark Bering var med til at definere, da han blev en del af virksomheden. For som han selv siger det, så rækker ambitionerne meget længere end til kun at omfavne golf og spa. Faktisk har han svært ved at holde sig kortfattet, når han skal forklare, hvad HimmerLand er.

”Mange af vores kollegaer i branchen slår sig på, og er rigtig gode til, f.eks. mødelokale-delen, gourmetoplevelsen eller andre parametre. Vi slår os på, at vi er rigtig gode på samtlige parametre. Det betyder, at vi har en målgruppe af besøgende, som kommer her for helhedsoplevelsen, hvilket man f.eks. får gennem et ophold, men vi har også en målgruppe, som kommer her kun for at bruge svømmehallen, besøge restauranten eller andet. Det er enormt vigtigt for os, at vi kan blive ved med at tiltrække begge typer af målgrupper, og dét kræver, at vi opretholder et højt niveau hele vejen rundt”, fortæller Mark Bering.

## Historien starter i 1979

Hvor HimmerLand tidligere har været destination for mange golfentusiater, så mener Mark Bering, at man i dag rammer meget bredere. Et bevis herpå, mener han, er de mange børnefamilier, som har været med til at sikre ”alt optaget” i ferier, i de dele af 2020 der ikke har været lukket ned. Det var naturligvis et resultat af, at mange danskere valgte at holde ferier inden for landets grænser i år, men han mener også, at det er resultatet af, at HimmerLand har været gode til at fortælle om, hvad der er af muligheder på stedet, og at man det seneste år har hævet standarden på alle områder.

Når dét så er sagt, kommer man dog ikke uden om, at HimmerLand, som det står i dag, i første omgang blev til på baggrund af en enorm passion for golf tilbage i 1979. En passion som blandt andet også lå til grunde for, at Lars Larsen i 1987, sammen med to andre aktionærer, overtager alle aktiver i det daværende Himmerland



Golf & Country Club (HGCC). I løbet af årene herefter sker der en stor udvikling på stedet. Både i forhold til at sikre en konstant kvalitet af rangen og banerne, men også i forhold til at udvide selve stedet.

## Made in Denmark i Himmerland

I 2007 bliver Lars Larsen enejer af HGCC, men arbejdet med at forbedre og udvide området går ikke i stå af den grund. Tværtimod. I maj 2013 kulminerer arbejdet, da det bliver offentliggjort, at Himmerland Golf & Spa Resort har underskrevet en aftale med PGA European Tour. Den største og vigtigste samling af golfturneringer i Europa, samt 80.000 besøgende, kom til Himmerland for første gang med afholdelsen af Made in Denmark i august 2014. Indtil videre en begivenhed der er kommet for at blive, for i dag er der skrevet kontrakt indtil 2023.

”Made in Denmark er en helt unik begivenhed i Norden. Det er en golfturnering, som Larsen Larsen, Jacob Brunsborg, Flemming Astrup og Thomas Nielsen har været primus motor på, og som i dag er kendt for at være en folkefest af blandt andet gode golfspillere og hyggeligt samvær”, fortæller Mark Bering, som med egne ord beskriver Made in Denmark som en golfestival der på mange måder har været med til at sætte HimmerLand på landkortet.

I dag er golf stadig en stor driver for HimmerLand og også en stor prioritet for stedet, selvom det ikke er hér, HimmerLand laver den største omsætning. Mark Bering uddyber: ”Det er sjældent muligt at drive en god forretning ud af golf, og specielt i den

stand vores golfbaner drives i. Men det er en prioritet for os at sikre, at vores golfbaner er i den absolut bedste stand, og så skal man heller ikke underkende, at golfen på mange måder også tiltrækker rigtig mange mennesker her til stedet, som er med til at sprede budskabet omkring, hvad HimmerLand har at byde på”.

Holdningen til at golfdelen skal prioriteres som en vigtig del af HimmerLand, deler Mark Bering naturligvis med bestyrelsen i Lars Larsen Group, som i dag ejer stedet efter, Lars Larsen gik bort i august 2019. Faktisk er Lars Larsen Group også en del af grunden til, hvorfor Mark Bering heller ikke havde de store betænkeligheder ved at takke ja til sædet som administrerende direktør i HimmerLand:

”Med Lars Larsen Group i ryggen, som har et klart ønske om, at stedet her skal lykkes, så var det ikke svært for mig at takke ja til stillingen”. Den anden grund til at han sagde ja var, at han mente, at stedet har et potentiale, som endnu ikke var fuldt udnyttet. Det mener han sådan set heller ikke, det er i dag, men som han selv siger, så er de kommet et godt skridt nærmere.

## At turde hvor andre holder igen

Siden Mark Bering kom bag roret i HimmerLand, er der blevet vedtaget en forholdsvis aggressiv vækststrategi. Det betyder blandt andet, at man i HimmerLand er i fuld gang med tegningerne til det, der skal blive den nye multihal på stedet. Et skridt på vejen til at videreudvikle HimmerLands potentiale. Hallen skal blandt andet rumme padeltennisbaner ▶

og indendørs golftræningsfaciliteter. Derudover er man i gang med at tegne på en udvidelse af hoteldelen, samtidig med at man bygger kunstgræsbaner og forbedrer golfbanerne endnu mere udenfor.

HimmerLands udviklingsplaner blev lagt før COVID-19 ramte verden men i modsætningen til mange andre virksomheder, så er der ikke lavet om i planerne, selvom restriktionerne naturligvis også ramte HimmerLand hårdt, da Danmark lukkede ned: "På bestyrelsesniveau har vi valgt, at det rigtige for HimmerLand er at fortsætte den langsigtede strategi om at udvide og udvikle HimmerLand for at sikre den fremtidige omsætning. Coronaen ramte os hårdt i april og maj og ligesom mange andre virksomheder, så sendte vi også en rigtig stor del af vores medarbejdere hjem. Det var hårdt, men det er ikke noget, der kommer til at ændre på vores ambitiøse vækstplaner for HimmerLand", fortæller Mark Bering.

Til gengæld var Mark Bering og hans hold ikke længe om at gribe nogle af de muligheder, Corona-pandemien også skabte for HimmerLand: "Som mange andre forsøgte vi at tænke ud af boksen, da landet lukkede ned. Vi lavede blandt andet et take away koncept i vores restaurant, hvor vi personligt kørte ud med maden i nærområdet. Det skabte ikke den helt store forretning, men det var med til at bevare vores tilstedeværelse i folks bevidsthed".

Derudover har HimmerLand afholdt drive-in koncerter og biografarrangementer, hvor maden blev serveret i folks golfbiler på behørig afstand. I forbindelse med at restauranter blev underlagt kravet om at lukke klokken 22, forsøgte Mark Bering og kollegaerne ligeledes at tænke ud af boksen, fortæller han:

"Vi lavede en udendørs hotelkoncert, som startede efter alle gæster var gået tilbage til deres hotelværelser kl. 22. Her havde vi lagt tæpper klar, så koncerten kunne nydes fra terrasserne samtidig med, at vi leverede pakker med chips og drinks på værelserne. Det var en måde at overholde restriktionerne på, samtidig med at vi skabte en plusoplevelse for vores gæster, som vi tror på i sidste ende er med til at gøre, at vores gæster husker os".

#### Fremtiden i HimmerLand

Det næste år bliver spændende for HimmerLand, men lige meget hvor meget usikkerhed Corona-pandemien skaber, så bliver der ikke lavet om på, at der er masser af spændende byggeprojekter i gang

på stedet. Når Mark Bering selv skal beskrive, hvad det er planen at fokusere på i 2021, så er det også udvikling, der fylder:

"På mange måder befinder HimmerLand sig i en udviklingsfase. Ikke kun i forhold til byggeprojekter, men i høj grad også relateret til medarbejderudvikling. Et sted som HimmerLand vil aldrig lykkes, hvis ikke vores medarbejdere også lever op til en 5-stjernet tankegang. Derfor bruger vi enormt meget tid på at udvikle os, måden vi tænker på, og måden vi samarbejder på. Uddannelse af personale, personalepleje og måder at tænke service på, er noget vi arbejder meget med, og noget jeg synes vi lykkes rigtig godt med", fortæller han.

Der er nok ikke nogen tvivl om, at 2021 også kommer til at bringe en del ubekendte faktorer med sig relateret til COVID-19, hvilket gør, at man også i HimmerLand fortsat vil være omstillingsparate i det næste lange stykke tid. Når det så er sagt, er der ingen tvivl om, at hvor mange andre ville begrænse vækst- og skaleringsstrategier i en usikker Corona-tid, så er det ikke strategien i HimmerLand. Her har man netop ansat to sommeliere, der skal være med til at sikre en udsøgt oplevelse med vinen i HimmerLands restauranter. Og det gælder både, hvis man er til de eksklusive vine eller til husets vin, fortæller Mark Bering.

"Det er en lang remse, hvad HimmerLand er i dag, men overordnet set er ambitionen, at vores besøgende skal have en plusoplevelse, som er 5-stjernet, hver gang de er her, samtidig med at vi bevarer begge ben solidt plantet på jorden. Det gælder både i den måde, vi tænker på, den måde vi yder service på, og i alt det arbejde vi laver hver dag". Hertil understreger Mark Bering, at det er vigtigt for ham, at alle har råd til at komme til HimmerLand:

"Når jeg siger, at vi stræber efter en kvalitet og service som på et 5-stjernet sted, så mener jeg, at selvom man blot kommer her for at spise en burger, så håber jeg, at man går herfra og tænker, at man har fået et bedre produkt, end man har betalt for. Og den oplevelse stræber vi efter at levere på alle parametre hver dag, og til alle gæster der kommer her". ■



**“DET VAR HÅRDT, DA COVID-19 RAMTE OS, MEN DET KOMMER IKKE TIL AT ÆNDRE PÅ VORES AMBITIØSE VÆKSTPLANER”**

# FORVENTNINGER TIL KREDITMARKEDET

COVID-19 pandemien har sendt verden til tælling, men vacciner og stimulus forventes i 2021 at lede til et kraftigt økonomisk rebound. Kreditmarkedet synes dog allerede at have taget glæderne på forskud med store stigninger i H2, og risikopræmierne nærmer sig et historisk lavpunkt.

Artikel af Tobias Emdal, Senior Credit Analyst & Lasse Hjortsballe, Credit Analyst

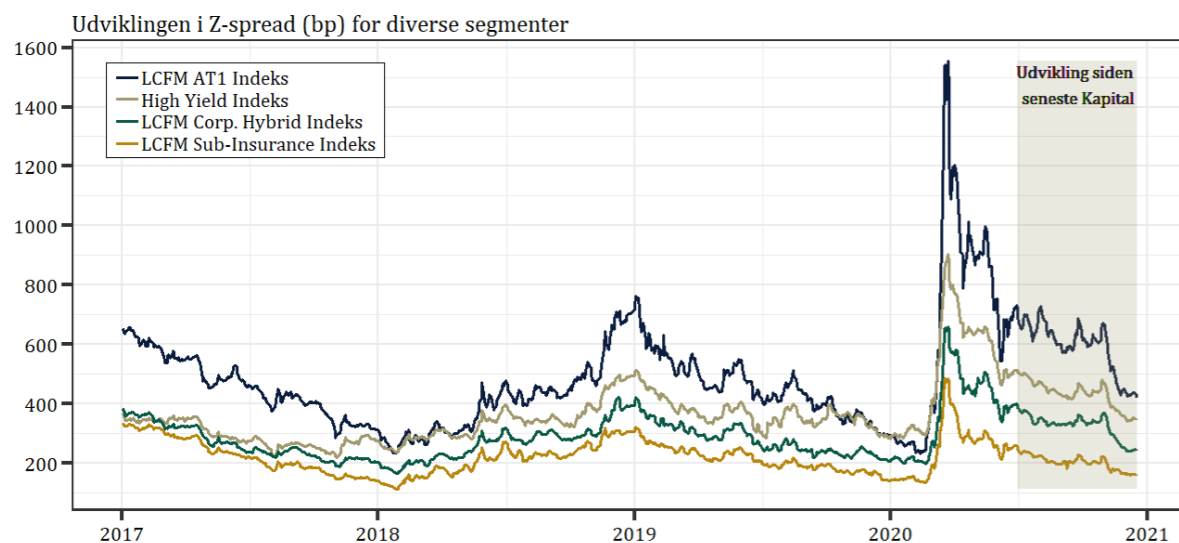
Ved udgangen af første halvår, hvor seneste version af "Kapital" blev udgivet, stod vi i en situation, hvor første bølge af COVID-19 var i tilbagetog, og hvor både centralbanker og diverse nationale regeringer havde igangsat yderst lempelige penge- og finanspolitiske tiltag. På baggrund af dette havde vi netop oplevet et kraftigt rebound for vores fire fokusområder, europæisk high yield, corporate hybrider, subordineret bank og subordineret forsikring, der alle hurtigt havde indhentet en stor del af det tabte fra den initiale panikstemning. Dette er illustreret i figuren herunder, som viser spændudviklingen for vores fokusområder siden 2017.

På trods af den flotte performance var der dog ikke mangel på usikkerhedselementer. Coronapandemien,

og de medfølgende restriktioner, havde ført til store fald i den økonomiske aktivitet, en mulig "andenbølge" lå og lurede i horisonten, mens både Brexit og det amerikanske valg fortsat skulle afgøres. Derudover var der ikke meget klarhed over udsigterne til en vaccine. Vores konklusion i juni var derfor, at hvis man afvejede potentielle risici og den daværende prisning, så markedet som helhed en anelse dyrt ud. Vi mente dog fortsat, at der var gode cases at finde blandt de selskaber, hvor den underliggende forretning kun i begrænset grad ville blive påvirket af pandemien.

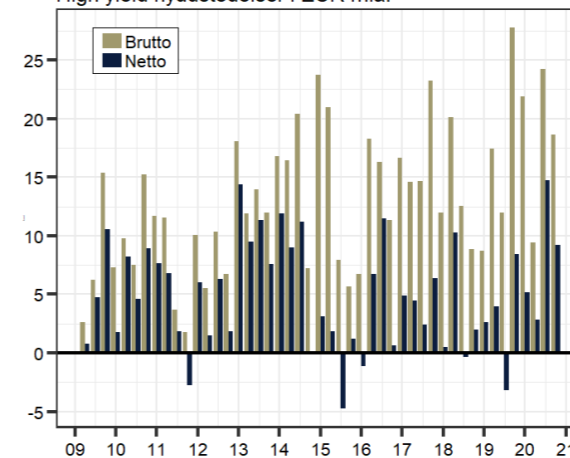
## Vaccine, valg og vilde stigninger

Over sommeren stod markederne relativt stille, hvilket er naturligt, når likviditeten forsvinder.



I Europa faldt smittetalene fortsat, mens USA havde større problemer med at få udviklingen vendt. Stille og roligt fortsatte kreditmarkederne dog frem, og dette blev udnyttet af en lang række selskaber til at styrke deres balancer ved at udstede nye obligationer. Tredje kvartal satte rekord (netto) i antallet af nyudstedelser, hvilket er illustreret i grafen herunder. Det store udbud fik investorerne til at løfte hånden en smule fra købsknappen. Dette blev forstærket af en kraftigt begyndende COVID-19 andenbølge verden over og stor usikkerhed omkring det amerikanske valg, hvorfor markedet mistede noget af, hvad det havde vundet over sommeren.

High yield nyudstedelser i EUR mia.



De store stigninger fra midten af marts og frem til juni var dog ikke den eneste gang i år, hvor vi skulle opleve et marked i positiv ekstase. I november fik vi nemlig de første positive vaccine-nyheder. Med udsigten til endeligt at vende tilbage til en normal hverdag, samt forventningen om at de fleste virk-

somheder "nok skulle klare sig", blev markedet igen sendt kraftigt i vejret. Specielt højrisiko-udstedelser som perifære, subordinerede bankudstedelser, samt hårdt pressede selskaber fra fly- og rejsebranchen, har siden vaccine-nyhederne hentet ind på de mere corona-resistente selskaber, som, i overensstemmelse med vores forventninger, havde klaret sig flot over sommeren. Det amerikanske valg faldt desuden ud til markedets konsensus, ligesom der stadig synes at blive fundet en løsning på Brexit. På baggrund af ovenstående er vores indeks derfor tilbage på niveau med udgangen af 2019.

## En økonomi i kunstig koma

De helt store temaer i 2021 bliver en fortsættelse af temaerne fra 2020 – coronavirus, vacciner og finans- og pengepolitisk stimulus, der uløseligt hænger sammen. Uden en brugbar og distribueret vaccine er eneste våben mod overbebyrdede sundhedsvæsen er en massiv mængde test og restriktioner på borgernes mobilitet. Tilstedeværelsen af restriktioner fjerner effektivt nogle branchers omsætningsgrundlag.

Økonomien er dermed blevet lagt i kunstig koma. Uden tilførslen af næring vil patienten tage permanent skade, og det er her finanspolitikens opgave at undgå permanente ar i form af konkurser og arbejdsløshed. Undervejs skal pengepolitikken sikre, at hjælpepakkerne finansieres til lave renter, samt at det finansielle system understøtter økonomisk aktivitet. I 2021 forventes vaccinerne at tillade en tilbagevending til "normalen", hvilket betyder en udfasning af hjælpepakkerne. Først efter udfasningen får vi endeligt klarhed over de ar, som økonomien har pådraget sig. ►



**TOBIAS EMDAL**  
Senior Credit Analyst  
En del af LCFM siden 2016



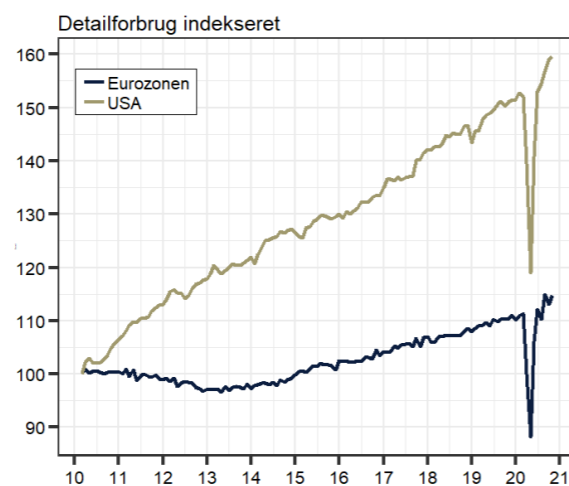
**LASSE HJORTSBALLE**  
Credit Analyst  
En del af LCFM siden 2019

Vaccineudviklingen taler i den grad for en positiv udvikling på kreditmarkederne. Tre vacciner har allerede afleveret imponerende fase 3 resultater, og en række øvrige vacciner forventes at blive færdigstestet i løbet af 2021. Udviklingen af en effektiv vaccine er i sig selv kun et vigtigt delmål. Den endelige målsætning er flokimmunitet gennem vaccination, hvilket kræver distribution, vaccinationsparate borgere, fraværet af alvorlige bivirkninger og en længerevarende vaccinationseffekt. Forventningen er pt., at flokimmunitet gennem vaccination kan opnås i første halvdel af 2021 i USA og Europa. Hvis tidsplanen forsinkes betydeligt, vil det påvirke kreditmarkederne negativt.

I EU viste 2020, at citatet fra den franske diplomat, Jean Monnet, stadig gør sig gældende – "Europe will be forged in crisis". Hårdt presset af coronakrisen tog EU-landene et vigtigt skridt på vejen mod en styrket union. Landene blev enige om udstedelse af fælles gæld for at finansiere en genopretningsstimuluspakke på €750 mia., hvoraf €360 mia. tilbydes i form af lån til EU-landene, og €390 mia. tilbydes i form af tilskud. Med EU, som en vigtig milepæl, tættere på en egentlig finanspolitisk union kan pengepolitikken hos ECB i fremtiden komplementeres af styrket finanspolitik. I mellemtiden er ECB mere end villige til at fastholde meget lempelige finansieringsvilkår – både til staternes og virksomhedernes lånebehov. Finansieringsvilkårene holdes lempelige gennem ukonventionelle pengepolitiske tiltag, da ECB effektivt har ramt en nedre grænse for de mere konventionelle pengepolitiske renter. Vi har kort beskrevet de vigtigste ukonventionelle tiltag i boksen til slut.

De massive hjælpepakker har haft en yderst gavnlig effekt på forbrugernes købelyst. Modsat normale recessioner er forbruget i både eurozonen og USA ikke bare på niveau med månederne før coronakris-

en satte ind – det er steget. Nedsat forbrug på f.eks. rejser og oplevelser mere end kompenseres af øget forbrug på f.eks. boligen og elektronik. Fortsættelsen af det forhøjede forbrug understøttes af store opsparinger blandt husholdningerne. Den store spredning i hvilke sektorer forbruget er gået til, har også betydet en stor spredning i sektorernes profitabilitet gennem coronakrisen. Dette har ledt til betydelige forskelle i spændniveauerne på tværs.



De høje opsparinger, et imponerende rebound i forbruget og udsigten til yderligere finans- og pengepolitisk stimulus, leder naturligt bekymringen hen på risikoen for overophedning. En overophedet økonomi kan få centralbankerne til at træde på bremsen, om end vi forventer, at både ECB og Fed vil tillade økonomierne at køre i et højere tempo, end de plejer. En eventuel overophedning i økonomien kan sætte sig i øget inflation på kort sigt og i øgede langsigtede inflationsforventninger.

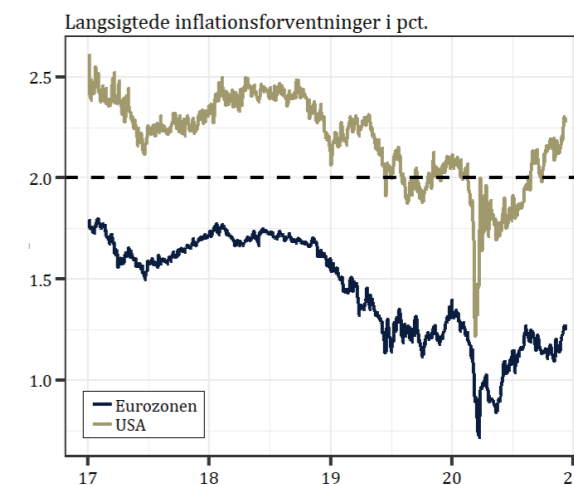
#### Hvor skal vi så hen herfra?

Med udsigten til massedistribuering af COVID-19 vacciner i 2021, og fortsat lempelig finans- og penge-

politisk støtte, er det svært at se, hvad der for alvor skal sætte en stopper for markedets nuværende fremmarch. Selv ved annonceringen af dårlige nøgletal ses kurstigninger, da det afføder forventninger om yderligere politisk stimulus. De lave renteniveauer presser desuden private og institutionelle investorer over i højt forrentede investeringer for at nå deres afkastforventninger, hvilket vil komme vores subordonerede segmenter til gode, mens en forventet nedsat mængde af nyudstedelser i 2021 ligeledes vil være positivt.

Effekten af pandemien på den generelle verdensøkonomi ses dog først, som nævnt tidligere, når de mange hjælpepakker rulles tilbage, og med udeblivelsen af øvrige ekstraordinære begivenheder, er det først for alvor her, vi kan se markedet miste pusten. Indtil da forventer vi, at markedet stille og rolig vil drive mod niveauerne fra før pandemien. Det bliver derfor ultimativt vigtigt at følge det generelle økonomiske rebound samt inflationsforventningerne for at danne sig en idé om, hvornår centralbankerne mener, at "nok er nok".

Når det er sagt, synes markedet i november og december allerede at have taget forskud på ovenstående, og på indeksniveau er vi på højde med slutningen af 2019, hvor verden så markant bedre ud, end den gør i dag. Med konsensusforventninger om at markedet skal stige yderligere, skal der ikke mange negative nyheder til at vende stemningen. Vi ser en generel tendens til, at risikopræmierne blandt virksomhedsobligationer nærmer sig et historisk lavpunkt, så rentetabet, ved at gå ned i risiko inden for vores fokusområder, er marginalt. Denne risikoafvejning vil være et fokus for 2021.



Et andet gennemgående fokus, som forventes at fortsætte de næste mange år, er grønne og ESG-venlige investeringer. Flere og flere virksomheder ser både økonomisk- og samfundsmæssig værdi i at bevæge sig mod en mere bæredygtig fremtid, hvilket kommer til udtryk i både opdaterede strategier og i udstedelsen af obligationer specifikt til grønne formål. Derfor vil der også være en øget risiko for de selskaber, der ikke formår at omstille sig herimod. ESG er i stigende grad blevet implementeret som en naturlig og vigtig del af vores analyseproces i LCFM, ligesom det vil være det fremover.

Alt i alt bliver det nok engang vigtigt at kunne identificere de udstedelser, der handler skævt relativt til den underliggende risiko, hvilket er hjørnestenen i LCFMs analytiske tilgang. Vi forventer, at denne tilgang igen vil bidrage til værdiskabelse i 2021. ■

## LEARNING BOX - ECBs VÆRKTØJSKASSE

Konventionel pengepolitik

### RENTEÆNDRINGER

Renteændringer er ECBs nøgleinstrument. Indlånsrenten blev i september sidste år sænket til -0,5%, hvilket har gjort indlån dyre for banker, som derfor har sendt regningen videre til forbrugerne. Fordelen er lavere renter på udlån, hvilket stimulerer økonomien. Der er dog ikke meget plads til yderligere rentesænkninger.

Ukonventionel pengepolitik

### OPKØB AF OBLIGATIONER

ECB har siden 2014 købt stats-, realkredit- og virksomhedsobligationer i markedet for at holde renterne nede og sikre billig finansiering til både virksomheder og stater.

### DIFFERENTIEREDE INDLÅNSRENTER

Negative indlånsrenter har sænket bankernes rentemarginal, hvilket dels har forårsaget lav profitabilitet i banksektoren. For at øge bankernes profitabilitet har ECB derfor sat indlånsrenten til 0% (i stedet for -0,5%) for dele af bankernes indlån - såkaldt tiering.

### BILLIG FINANSIERING TIL BANKERNE

Gennem de såkaldte TLTROs tilbyder ECB bankerne billig længerevarende finansiering. Tiltaget øger både bankernes profitabilitet og bidrager til at opretholde kreditformidlingen.

# EN SUCCES I RUSTFRIT STÅL

Investorportræt af Wila



Med et godt ægteskab og en stærk jysk vilje som fundament har Jette Wittrup og Lars Lauridsen, siden starten i 1998, skabt en succes i rustfrit stål.

Interview af Maria Kjær Christensen, Communication Manager

I slutningen af 90'erne arbejder Lars Lauridsen som gruppeleder i en svejsevirksomhed. Han er fint tilfreds med sit arbejde, men han har alligevel en idé om, at den måde man typisk driver forretning på i branchen kan gøres bedre. I 1998 siger han derfor sit job op, køber en brugt bil, en værktøjskasse og får et halvt års kredit på et svejseværksted, for han drømmer om selvstændighed. Det bliver starten på det, der i dag er Wila A/S, som præsenterer rekordomsætning år efter år, er placeret på 10.000 m<sup>2</sup> i Silkeborg og på nuværende tidspunkt beskæftiger 80 medarbejdere med udvikling og fremstilling af standard og kundetilpasset procesudstyr i rustfrit stål.

Tilbage i 1998 foregår Wilas rejse hjemme i privat. Med bogholderi ved spisebordet, og et lille skur som Lars indretter til værksted. Her begynder han at svejse for sine første kunder. Ambitionen er ikke andet end at være en enmandsvirksomhed, som laver godt håndværk, og som behandler både kunder og leverandører ordentligt.

Lars' kone Jette er uddannet pædagog, og tilbage i 1998 arbejder hun fuldtid som tilsynsførende ved dagplejen. Hendes dag starter dog klokken 4 om morgenen ved spisebordet for at nå at lave regnskab for virksomheden ude i skuret. Der går ikke mere end et år, før der bliver så meget at lave, at Jette siger sit job op for at gå fuld tid i Wila. Samtidig er virksomheden vokset ud af skuret derhjemme, og Lars lejer sig ind i sit første værksted. Udover Lars og Jette får virksomheden snart efter ansat et par ekstra medarbejdere, og det, der bare skulle have været en enmandsvirksomhed, begynder at vokse. Det går hurtigt, og det går én vej.

## De langsigtede relationer og gode ambassadører

Siden da er det gået stærkt for Wila, der i løbet af de første to årtier har skiftet adresse hele fire gange - alle gange på grund af pladmangel. Virksomheden bliver ved med at vokse, og der bliver ved med at komme nye kunder til. På trods af at man aldrig har brugt én krone på markedsføring. ▶



Det kan måske lyde som en mærkelig historie, men så alligevel ikke. For fra dag et har det været Lars' overbevisning, at Wila skal være en ligesidet trekant, som behandler medarbejdere, kunder og leverandører ligedan. Det mantra italesættes overalt i hele virksomheden, så måske det har noget med sagen at gøre.

"Om det er medarbejdere, leverandører eller kunder, så behandler vi dem ordentligt. Det handler ikke om, at vores indkøber skal presse en leverandør hårdt for at være en succes. I stedet handler det om, at vi sammen skal tjene penge og få det bedste samarbejde. Det, tror vi, skaber bedst værdi på den lange bane", fortæller Lars.

Mantraet om at behandle andre ordentligt, og at være troværdig, har været med til at skabe gode ambassadører for Wila. Både ansatte, men også leverandører, er kommet med nye kunder til virksomheden, og det har været med til at skabe Wilas vækst. "Når man opererer inden for fødevarerbranchen i Danmark, som ikke er specielt stor, så skal man ikke undervurdere, hvad gode relationer kan være med til at skabe, og når håndværket så også er i orden, så mener jeg, at der er grobund for succes", fortæller Lars videre.

For at forstå Wilas historie og succes skal man også forstå, at for Lars og Jette handler det ikke kun om omsætning og nøgletal. Det handler i høj grad om at gøre sig umage. I 2009 får Wila tildelt Årets Erhvervspris inden for dansk håndværk og industri, og i 2013 får Wila Silkeborgs Erhvervspris. Ligeledes lander Årets praktikplads (region midt), kåret af

Dansk Industri, på Wilas bord i 2019, og tidligere i år blev Wila og Lars kåret som Årets Æreshåndværker. Det er priser, som Lars, Jette og resten af Wila er enormt stolte af, for det betyder, at der er nogen udefra, der også kan se, at det betaler sig at gøre sig umage og være ordentlig, og at det i høj grad kan være grobund for stor succes.

#### Når succesen bliver en hæmsko

Jette og Lars var ægtefolk før Wila, og er det stadig. På trods af, får man måske lyst til at sige, at de også har arbejdet tæt sammen omkring Wila i 22 år. Jette giver sit bud på, hvorfor det har kunnet lade sig gøre: "Lars og jeg har haft nogle klare aftaler om, hvilke arbejdsområder vi hver især har haft, hvem der har haft ansvaret for hvad, og hvem der bestemmer hvor. Det tror jeg har været en stor del af, at vi har fået det til at fungere". Lars supplerer: "Og så handler det om, at vi er ordentlige over for hinanden, også selvom vi ikke altid har været enige".

Derudover snakker de aldrig arbejde over aftensmaden derhjemme. Den tid er hellig, og det har den været lige fra starten, for når man er selvstændig og knokler derudaf, så skal man være bevidst om at prioritere tid til familien. Der er dog ingen tvivl om, at Lars og Jette lever og ånder for Wila, og at virksomheden er blevet en livsstil for hele familien, men i 2018 vokser succesen dem næsten over hovedet.

"I 2018 laver vi rekordomsætning, men det er ikke uden konsekvenser. Både Jette og jeg er pressede, for vi har alt for mange kasketter på, tonser derudaf og er på 24/7. Jeg selv er direktør, er involveret i produktionen, sidder med tilbud og kunder, mens Jette

står for alt økonomi og HR. Vi er vokset så hurtigt, at vi er blevet overhalet af vores egen succes, og vi kan ikke følge med længere", fortæller Lars, om hvad der går forud for den første snak om et salg af Wila, som de tager med deres bestyrelse for omkring to år siden. Grunden til at Lars og Jette ser et salg af Wila som den rigtige løsning er, at de vil have nogen med ombord, som har en bedre værktøjskasse, end de selv har, og som kan være med til at løfte Wila til nye højder.

Det, at finde den rigtige køber, skulle dog vise sig ikke at være helt nemt. Det var nu ikke fordi, der ikke var tilbud nok, men på møderne sidder Lars og Wilas bestyrelsesformand og takker nej på stribe. Også til tilbud om mange flere penge, end hvad salget i sidste ende endte med. Men det handler ikke om pengene. For Lars og Jette handlede det om at finde en køber med den helt rigtige forståelse for, hvem Wila er, og hvad Wila står for, for det mener de, at de skylder medarbejderne. Den proces skulle vise sig at tage halvandet år, før Wila sidste år blev solgt til kapitalfonden Industri Udvikling.

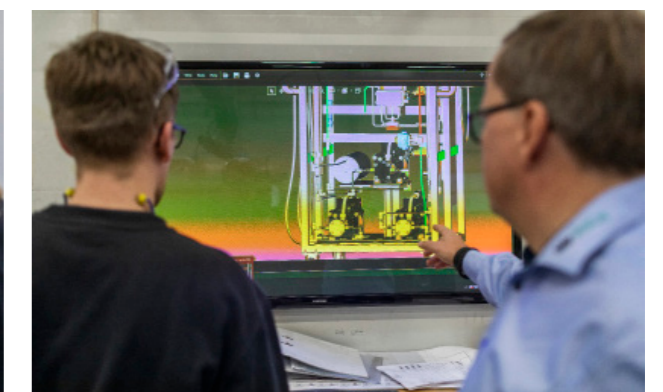
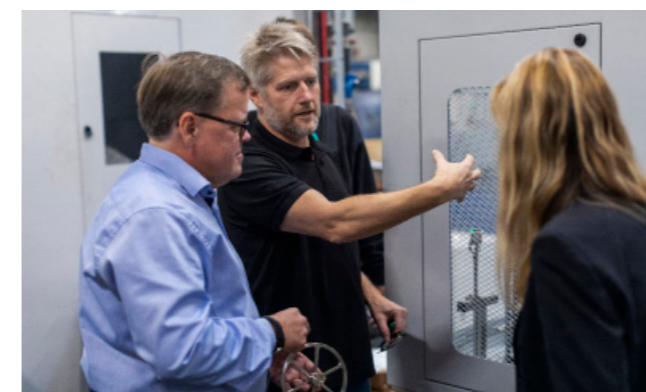
"Vi solgte 40% af Wila til Industri Udvikling, fordi det gav mening. Det gav mening for os, men det gav i høj grad også mening for Wila. Jeg synes, vi har en fantastisk virksomhed, nogle fantastiske produkter vi selv har opfundet og nogle uovertrufne medarbejdere, som gør, at vi har en berettigelse i markedet, og

derfor skulle rejsen heller ikke slutte. Der er masser af plads til at udvikle Wila videre, men vi var nået til den erkendelse, at vi skulle have hjælp udefra, før det kunne lade sig gøre, og der mener jeg, at Industri Udvikling har været det helt rigtige valg at sælge til", fortæller Lars.

#### Fremtiden for Wila

Lars og Jette er i dag stadig en stor del af Wila, men der er lagt en exit-plan for dem begge, så de kan gå på pension inden for en overskuelig fremtid. Efter Industri Udvikling er kommet til, er der blevet ansat en ny CEO og en ny kommerciel salgsdirektør. Det har været planen hele vejen igennem salgsprocessen, men ligesom ved salget af Wila har det taget tid at finde de rette personer til posterne. Lars fortæller: "Vi venter gerne længe på den rigtige medarbejder. Det er nemt at finde en ny CEO, men det skal være en med den rette DNA, og det mener vi, det godt kan betale sig at vente på". ▶

**"VI SOLGTE 40% AF WILA FORDI DET I HØJ GRAD GAV MENING FOR WILAS FREMTID"**



Ilhami Alici tiltrådte således som CEO i Wila d. 1. november 2019. Med de nye kræfter ombord er ambitionerne for Wila på ingen måde blevet mindre: "Vi skal fordoble Wilas omsætning over de næste fem år. Det er vores klare ambition, og vi tror på, at det kan lade sig gøre, for vi har nogle fantastiske produkter, en god kultur, dygtige medarbejdere, og et godt navn med en masse potentiale. Dét skal vi have udnyttet", fortæller Lars om de klare mål, der er sat for Wilas rejse efter salget til Industri Udvikling.

Wila oplever en stærkt stigende interesse både i ind- og udland for virksomhedens løsninger og produkter, hvor særligt fødevarerindustrien er den store aftager. Målet om at fordoble omsætningen skal blandt andet ske ved at styrke tilbuddet til kunderne og hele tiden sikre, at hele organisationen er godt rustet til at følge med. "Vi har brugt de sidste tyve år på at bygge Wila op til det, det er i dag. Til næste skridt har vi brug for et kompetenceløft, og det kommer Industri Udvikling og vores nye nøglemedarbejdere med", fortæller Lars.

Som Lars og Jette selv italesætter det, så er de pragmatikere og indrømmer gerne, at de begge gennem det sidste år har været på en stejl læringskurve. De er imponerede over de værktøjskasser, som både deres nye nøglemedarbejdere og samarbejdspartnere i Industri Udvikling er kommet med, og de er ikke i tvivl om, at sammen med den base Wila allerede har af medarbejdere, erfaring og produkter, står virksomheden nu bedre rustet end nogensinde før.

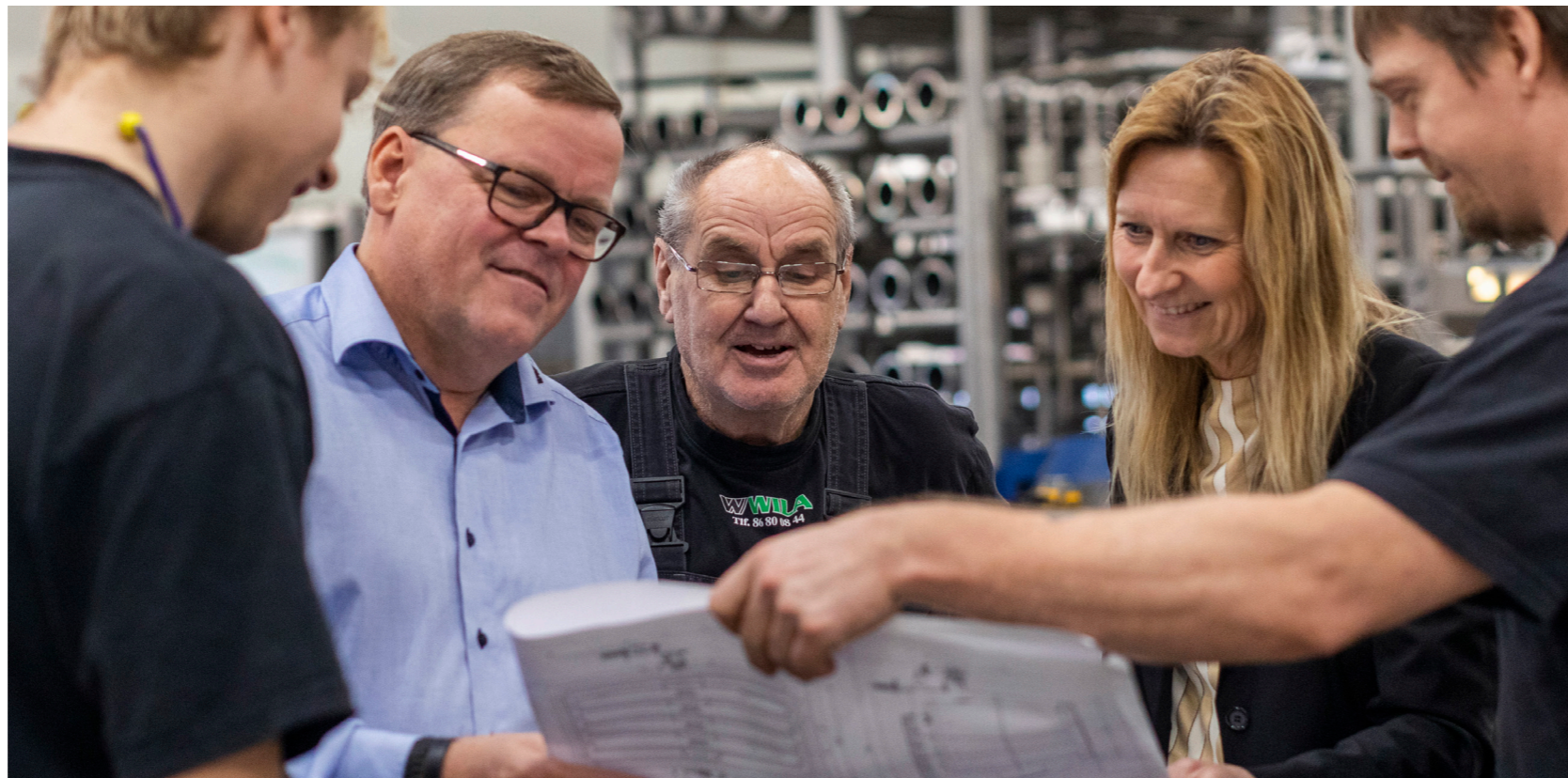
For Lars og Jette har det været en stor beslutning at sælge en del af Wila, men begge er de enige om, at det både er det rigtige tidspunkt, den rigtige køber og ikke mindst den helt rigtige beslutning at afgive en del af lederskabet til nye kompetente kræfter. "Det her er en god beslutning for alle parter, ikke mindst medarbejderne, og jeg glæder mig meget til at se, hvor vi sammen med Industri Udvikling kan bringe Wila hen", tilføjer Lars.

#### **Ansvarlighed ift. mennesker og samfund**

De medarbejdere, der var en del af Wila før salget, er her stadig. De forstår hvorfor, det har været den rigtige beslutning for Wila, og at salget giver mening. Mange af dem har været med på Wilas ►

**"DET ER VORES KLARE AMBITION, AT VI SKAL FORDOBLE WILAS OMSÆTNING OVER DE NÆSTE FEM ÅR"**

Bjarne, også kaldet Mexi, (i midten af billedet) er en af Wilas allerførste ansatte. Han er i dag 76 år, og er stadig en del af virksomheden. Mexi er ikke et enestående tilfælde i virksomheden. Flere af Wilas medarbejdere fortsætter med at arbejde til de er op i 70'erne, fordi de har lyst, og fordi de ikke kan lade være.



rejse i mange år, og ifølge Jette er det langt hen ad vejen Lars' fortjeneste: "Lars har været, og er stadig, rigtig dygtig til at tage hånd om den enkelte medarbejder. Vi kender familien hos mange af vores medarbejdere, og vi bruger en del energi på at arrangere sociale arrangementer, hvor familierne også bliver inviteret med, og det har vi gjort altid. Om det er fisketure, håndboldture eller weekendophold med teambuilding, så er medarbejderens partner inviteret med. For os betyder det noget at give igen til medarbejderne".

Det er dog ikke kun over for medarbejderne, at man i Wila ønsker at tage et særligt ansvar. Derfor har Wila også altid været involveret i at give noget igen til lokalsamfundet og til branchen generelt. Udover at støtte det lokale foreningsliv, så støtter virksomheden også op omkring produktionsskolen i Skanderborg, og er den virksomhed i Silkeborg med flest lærlinge ansat.

Da Wila sidste år vandt prisen Årets Praktikplads af Dansk Industri var det med begrundelsen, at Wila gør mere end de fleste for at tiltrække unge lærlinge. Blandt andet ved at holde åbent hus for folkeskolelever igennem initiativet "Kloge Hænder", der strækker sig over tre dage og sætter fokus på de faglærte job, men også ved at være med til at etablere Erhverv Silkeborgs lærlingenetværk. Målet er at få fortalt de unge om mulighederne som faglært og for at gøre en indsats for at uddanne fremtidens medarbejdere og derigennem være med til at sikre, at branchen eksisterer fremover.

Listen af initiativer er lang, og det er tydeligt, at det betyder meget for både Lars og Jette at give noget igen. Selvom dagen, hvor Lars og Jette ikke er en del af Wila længere, kommer på et tidspunkt, så vil det at forsøge at gøre en forskel blive ved med at fylde. For Lars betyder det, at han på sigt har en ambition om at blive involveret i bestyrelsesarbejde i virksomheder, som kan bruge hans erfaring og kompetencer til at gøre en forskel. For når man spørger ham, hvad han vil huskes for, når han ikke er en del af Wila længere, så er Lars' svar enkelt: "Så vil jeg huskes for, at vi har gjort os umage i at have med mennesker at gøre og har fået videregivet Wila på en ordentlig måde". ■

Da Wila sidste år vandt prisen Årets Praktikplads af Dansk Industri, var det med begrundelsen, at Wila gør mere end de fleste for at tiltrække unge lærlinge.

## WILA A/S

**Topmoderne teknologi kombineret med solidt håndværk og effektivitet udgør grundlaget for Wilas succes som underleverandør af procesudstyr primært til fødevarerindustrien. Wilas vision og målsætning har siden starten af 1998 været at:**

- Være et videns- rådgivnings- og kompetencehus, hvor kunden er i fokus.
- Udvikle og producere standard og kundetilpasset procesudstyr i rustfrit stål, der er værdiskabende for vores kunder.
- Drive forretning gennem helhedsløsninger omkring en stærk produktportefølje, hvor vi vil være den bedste leverandør af totalløsninger.
- Være et visionært og proaktivt rådgivnings og kompetencehus, hvor kunden er i fokus, og der leveres mere end forventet.
- Opbygge værdiskabende produkter, baseret på faglighed, stolthed og kompetence, i samarbejde med vores kunder.
- Være respekteret for vores samarbejde og partnerskab.



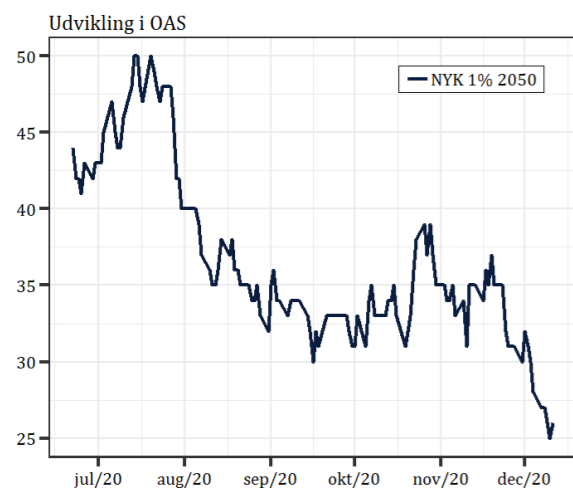
# FORVENTNINGER TIL DET DANSKE OBLIGATIONSMARKED

Modsat første halvdel af 2020 har anden halvdel været mere roligt. Til trods for et temmelig rodet valg i USA, og fortsat meget høje COVID-19 smittetal, er renteutviklingen meget stabil, ligesom at 10-års renten på tyske statsobligationer fortsat ligger mellem -0.40% og -0.60%.

Artikel af Mads Aagesen, Senior Client Manager

Vi skrev vores forventninger til det danske obligationsmarked i 1. udgave af Kapital, omkring sommerferien, hvor vi netop havde været igennem en særdeles turbulent tid. Andet halvår har været noget mere roligt, og vores forventninger har vist sig at holde ganske godt stik. Vores overordnede forventning til den 10-årige tyske statsrente, om en handel omkring -0.45%, har passet fint – med udsving på 10 bp. til hver side over perioden.

Vores positive holdning til konverterbare realkreditobligationer har også til fulde vist sig at holde stik, idet OAS-niveauerne er faldet. Faldet har faktisk været kraftigere, end vi havde turde håbe på i forsommeren, og har dermed bidraget til segmentets flotte performance.



Til trods for de mange positive udmeldinger om nye COVID-19 vacciner er renterne ikke begyndt at stige endnu, hvilket skal begrundes med epidemiens kraftige indvirkning på den økonomiske vækst. Vi forventer, at de seneste smittespredninger, og deraf følgende restriktioner, vil ramme væksten i Q4 i 2020 og Q1 i 2021. Når vi kommer lidt ind i 2021, forventer vi, at vaccinationerne vil genskabe den "normale" forbrugerafdækning, hvilket vil bidrage positivt til væksten.

I Europa har der siden forsommeren været en stor interesse for ECBs TLTRO'er samtidigt med, at de (ECB) har øget deres opkøb med 600 mia. EUR. På den anden side af sundet har den svenske Riksbank også øget deres løbende opkøb to gange siden sommerferien. Fed er ligeledes stadig meget aktiv og opkøber for 120 mia. USD om ugen. Samtidig har de annonceret, at der ikke findes en fast udløbsdato på opkøbene, og at de vil lade inflationen komme et stykke over 2%, før de begynder at hæve renten.

Grundet den forventede vækstnedgang i Q4 i 2020 og Q1 i 2021 forventede vi, at både ECB og Fed ville komme med yderligere stimuli til økonomierne, og begge leverede varen på deres centralbankmøder i december måned. Begge meldinger var mere eller mindre som markedet havde forventet, om end flere havde talt om, at Fed ville ændre opkøbssammensæt-



## LEARNING BOX - KURVESTEJLING

En "normal" rentekurve vil have en positiv hældning, så korte renter er lavere end lange renter. Dette er for at kompensere for den højere risiko i længerevarende investeringer. Når inflationen, eller forventningerne dertil, stiger, vil de lange renter også stige grundet risikoen for bl.a. forringet købekraft. Hvis de lange renter stiger mere end de korte, vil rentekurven blive "stejlere" – en såkaldt kurvestejling.

ningen og opkøbe statsobligationer med lang løbetid (Yield curve control), for at presse de lange renter ned igen, efter en rentestigning på ca. 40 b.p. mellem 2- og 10-årige statsobligationer.

## LEARNING BOX - YIELD CURVE CONTROL

Centralbanker styrer de helt korte renter, mens de længere renter som udgangspunkt styres af markedet på baggrund af udbud og efterspørgsel. Under Yield Curve Control vil centralbanker forsøge at fastholde en del af rentekurven (f.eks. de 10-årige renter) på et specifikt niveau ved at afgive løfter om, at de vil opkøbe nok obligationer i markedet til at holde renten under den givne målsætning. Centralbankerne "kontrollerer" altså derved rentekurven.

For europæiske renter kan den amerikanske kurvestejling blive en udfordring, hvis det fortsætter, da det givetvis vil smitte af på de lange renter i Europa, hvis spændet bliver for stort. Europa er både udfordret af vækstafmatningen og af en inflation omkring 0.

## Statsrenter

De danske statsrenter er, siden vores seneste udgave af Kapital, faldet med 10-15 bp. efter at have oplevet en kraftig stigning og en udvidelse i spændet til tyske statsrenter i 1. halvår af 2020. Spændet til Tyskland er dog fortsat højere end før COVID-19, hvilket primært skyldes, at Nationalbanken ikke har et opkøbsprogram, og at der fortsat er usikkerhed omkring fundingbehovet efter de mange hjælpepakker. Vi forventer ikke de store ændringer i de danske statsrenter i 1. halvår af 2021.

Vi finder generelt ikke danske statsobligationer attraktive for andre kunder end bankernes beholdninger, da afkastet er markant negativt.

## Korte pengemarkedsrenter

Vi har igennem året set en divergens mellem de korte pengemarkedsrenter i Danmark og Europa, hvilket vi forventer vil fortsætte ind i det nye år. Det skyldes primært den noget lavere likviditet i Danmark, mens ECB fortsat har den store bazooka fremme og blandt andet øger likviditeten i de førømtalte TLTRO'er samt fortsætter deres løbende opkøb.

Vi forventer ikke, at Nationalbanken vil ændre på renten i 1. halvår af 2021, og vi ser den korte ende af ▶



“NÅR VI KOMMER LIDT IND I 2021, FORVENTER VI, AT VACCINATIONERNE VIL GENSKABE DEN “NORMALE” FORBRUGERADFÆRD, HVILKET VIL BIDRAGE POSITIVT TIL VÆKSTEN.”

rentekurven uforandret et godt stykke frem i tiden.

#### Flex-renter

Til trods for de lidt stigende korte pengemarkeds-renter, er renten på de korte og mellemlange flex-obligationer kørt ned. Det er primært trukket af solid likviditet og efterspørgsel fra de danske bankbeholdninger samt udenlandske kunder.

Grundet den stramme prising, samt de negative afkast på de fleste korte og mellemlange papirer, synes vi ikke, segmentet er interessant for andre end indenlandske bankbeholdninger og udenlandske kunder. Vi foretrækker klart konverterbare realkreditobligationer til vores kunder, idet de fortsat giver et pænt merafkast mod flexobligationer.

#### Lange konverterbare realkreditrenter

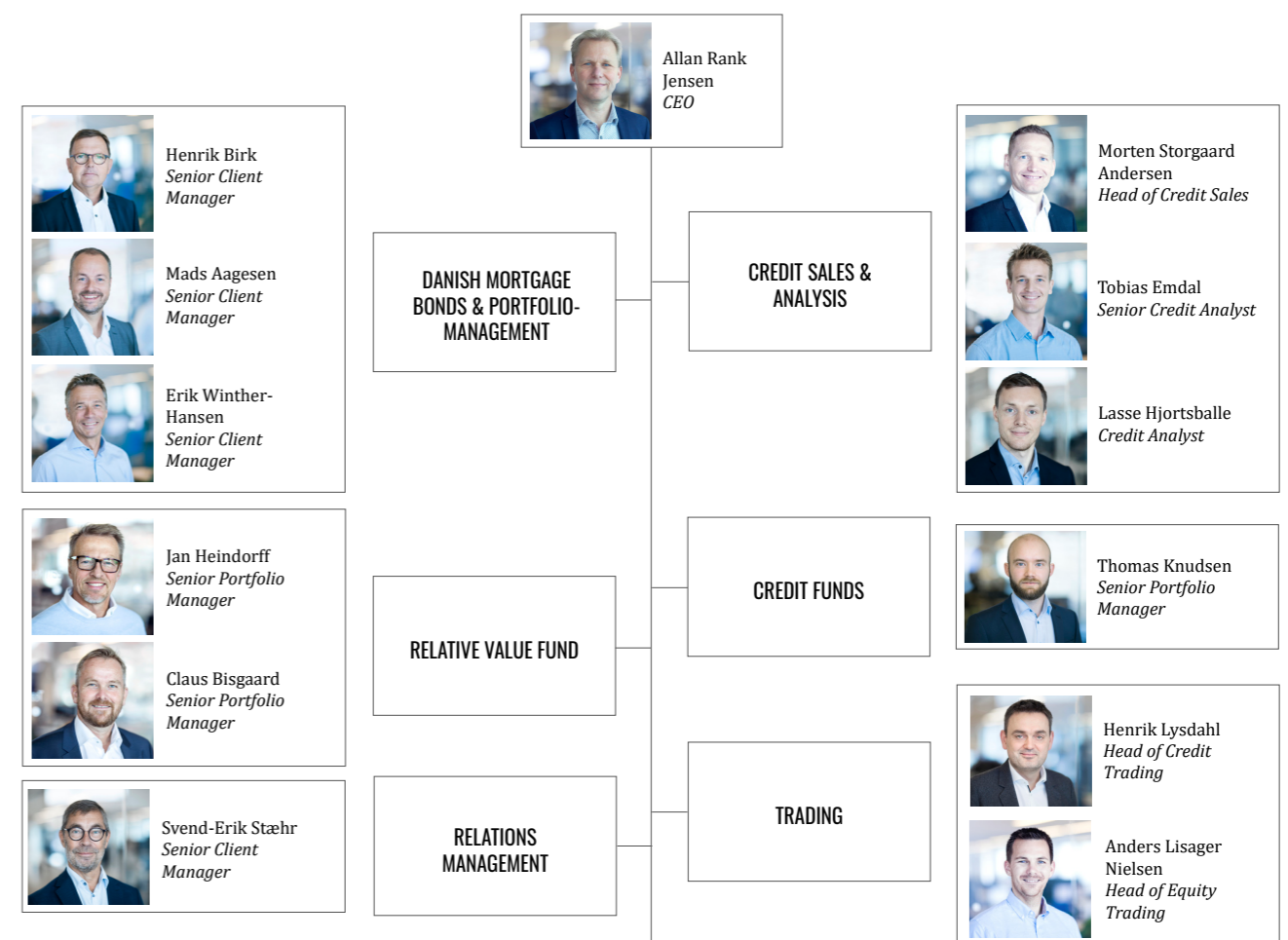
Som tidligere nævnt var vi, allerede i 1. udgave

af Kapital, meget positive omkring konverterbare realkreditobligationer, omend vi tvivlede på, at de OAS-mæssigt skulle teste niveauerne fra starten af 2020. Vi må dog konstatere, at vi nu, for de fleste serier, handler på lavere OAS-niveauer end i starten af 2020. Vi er dog fortsat positive på segmentet af de samme grunde, som vi havde i vores tidligere forventninger. Der er masser af likviditet i markedet, store tilbagekøb fra diverse centralbanker, og afkast-mæssigt er de meget attraktive for både danske og specielt udenlandske investorer.

Blandt de konverterbare realkreditobligationer har vi indtil videre fravalgt de højere kuponer (2% og op), da vi ikke mener, at vi bliver betalt for den høje konverteringsrisiko. ■

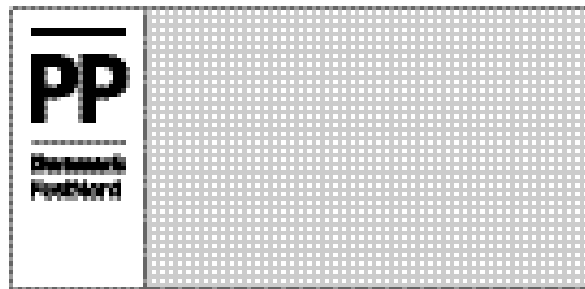
# HVEM ER VI?

## LIND CAPITAL FONDSMÆGLERSELSKAB (LCFM):



## AFSENDER:

Lind Capital Fondsmæglerselskab (LCFM)  
Værkmestergade 3,2.  
8000 Aarhus C



Nr. 02 2. halvår 2020



## TRYGFONDENS FAMILIEHUS

I oktober var LCFM med til at samle over 100.000 kr. ind til Trygfondens familiehus i Skejby ved et cykelarrangement med bl.a. Christopher Juul Jensen i spidsen. Midler der nu kan være med til at sikre en tryk og struktureret hverdag for familier med langtidsindlagte og alvorligt syge børn. Du kan læse mere om de projekter, LCFM støtter, i næste udgave af Kapital.

Kapital er LCFMs magasin, som udkommer til vores kunder, investorer og samarbejdspartnere med formålet om at orientere om udviklingen i LCFMs forretningsområder, samt at informere om aktuelle emner inden for økonomi og samfund. Vi håber, I kan se en værdi i magasinet, som modtages hvert halve år.

---

*Såfremt du ikke ønsker at modtage magasinet, bedes du sende en mail til [mkc@lcfm.dk](mailto:mkc@lcfm.dk).*