

# KAPITAL

LCFMs halvårsmagasin

## AT TÆNKE ANDERLEDES BLEV VEJEN TIL SUCCES

Portræt af iværksættere samt LCFM-investorer Anders Grønberg & Esben Mols Kabell

Side 12

## FORVENTNINGER TIL DET DANSKE OBLIGATIONSMARKED

Første halvår har været særdeles turbulent, men hvad kan vi vente af fremtiden?

Side 24

Få et eksklusivt outlook på  
**makroøkonomien**  
af dansk professor i nationaløkonomi

Side 4

FØRSTE UDGAVE

Nr. 01 1. halvår 2020

# INDHOLDSFORTEGNELSE

<b>Side 2</b>	Indholdsfortegnelse
<b>Side 3</b>	Leder
<b>Side 4</b>	Økonomiske råd i kampen mod Corona
<b>Side 6</b>	Fra analytiker til porteføljemanager
<b>Side 8</b>	Forventninger til kreditmarkedet
<b>Side 12</b>	Investorportræt
<b>Side 20</b>	Fra idé til udvikling
<b>Side 24</b>	Forventninger til det danske obligationsmarked

LCFM Halvårsmagasinet 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.

## 1. HALVÅR 2020

Redaktionen er afsluttet d. 25. juni 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:

Michael Svarer  
 Thomas Knudsen  
 Tobias Emdal  
 Lasse Hjortsballe

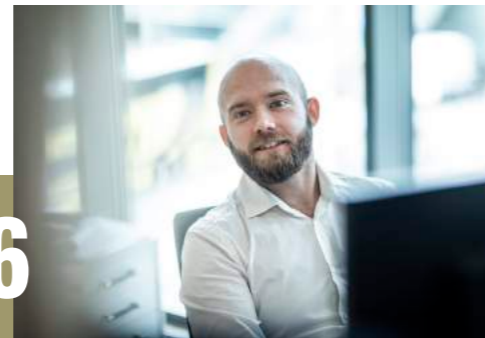
## ANSVARSRFRASKRIVELSE

Lind Capital Fondsmæglerselskab (LCFM)s halvårsmagasinet, Kapital, er udarbejdet af 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 investorerers 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 påtager os 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.



6



8



20



# LYSTEN OG MODET TIL AT TÆNKE ANDERLEDES

Jeg har beskæftiget mig med de finansielle markeder gennem snart 35 år, og i alle årene har jeg været så privilegeret at arbejde med det, som jeg brænder for - ikke mindst i de seneste seks år som en del af Lind Capital Fondsmæglerselskab (LCFM). For selvom LCFM er et reguleret selskab under det danske Finanstilsyn, og således er underlagt de samme skærpede krav til at drive finansiell virksomhed som de store banker, så ser jeg den helt store forskel i vores agilitet og korte beslutningsprocesser. Lind Capital Fondsmæglerselskab A/S blev stiftet 1. maj 2014 med udgangspunkt i en klar defineret målsætning om at udfordre det eksisterende på udvalgte nicheområder. Samtidig gav vi håndslag med vores ejer, Henrik Lind, om, at LCFM endvidere er sat i verden for at skabe værdi for, og dyrke, langsigtede relationer med vores kunder, investorer samt øvrige samarbejdspartnere.

Med dette for øje har vi skabt 'Kapital', vores nye halvårsmagasinet. Vi har lagt kræfter i at udvikle et magasin, der skal ses som et ekstra lille bidrag til jer kunder, investorer og samarbejdspartnere, hvor

vi ønsker at inspirere og informere omkring emner inden for samfund og økonomi.

I første udgave af vores halvårsmagasinet har vi inkluderet et investorportræt med iværksætterne Anders Grønberg og Esben Mols Kabell, som står bag virksomhederne LaserTryk.dk og ILD.PIZZA. Når man starter et nyt selskab op i en allerede etableret branche, hænger succes ofte sammen med, i hvor høj grad man formår at gøre tingene anderledes – hvilket er en af fællesnævnerne for de to virksomheder og LCFM. Jeg er derfor glad for, at Esben og Anders har takket ja til at være det første investorportræt i Kapital!

God læsning og god sommer!

/Allan Rank Jensen, CEO



# ØKONOMISKE RÅD I KAMPEN MOD CORONA

Michael Svarer, professor ved Aarhus Universitet, Senior fellow hos Kraka og medlem af to ekspertudvalg, der har rådgivet regeringen om genåbning af landet og udfasning af hjælpepakker.



“Vores konklusion, som vi tog med til et møde i Finansministeriet om mandagen, og formulerede i et indlæg i Berlingske Tidende var, at man skulle bruge de sunde offentlige finanser til at kaste et massivt redningsnet ud over økonomien.”

Da Covid-19 i løbet af marts 2020 spredte sig fra Wuhan til resten af verden, stod det hurtigt klart, at der var tale om en global pandemi med store sundhedsmæssige og samfundsøkonomiske konsekvenser. Mange lande, inklusiv Danmark, greb til omfattende tiltag for at begrænse smitten, som samtidig dæmpede den økonomiske aktivitet. En ukontrolleret pandemi ville imidlertid også have store negative samfundsøkonomiske effekter ud over de sundhedsmæssige. Initiativerne for at begrænse smittespredning var som bekendt lukning af visse institutioner, restauranter og butikker, forbud mod større forsamlinger, rejserestriktioner og opfordring til hjemmearbejde.

Tiltagene havde en sundhedsmæssig begrundelse, men de havde også økonomiske konsekvenser, og selvom tiltagene for at mindske smittespredningen gavner alle, rammer konsekvenserne, trods hjælpepakkerne, specifikke erhverv, lønmodtagere og borgere.

Set fra en økonomisk rådgivers øjne, var der tale om en helt anden og ny type politik end den, der normalt benyttes til at påvirke økonomien på både kort og lang sigt. For forbrugerne var der tale om et udbudschok, der begrænsede mulighederne for at realisere forbrugsønskener. Fra virksomhedernes perspektiv blev det oplevet som et efterspørgselschok, at efterspørgslen bogstaveligt talt fra den ene dag til den anden forsvandt.

Konsekvenserne blev hurtigt meget tydelige. Den økonomiske aktivitet faldt drastisk i dagene efter nedlukning

gen blev annonceret, og det stod hurtigt klart, at der var behov for massiv økonomisk hjælp for at undgå en bølge af konkurser og massefyringer.

Sammen med andre økonomer fra Aarhus Universitet og Københavns Universitet brugte jeg en hektisk weekend på at diskutere, hvad det optimale økonomiske modsvar skulle være. Vores konklusion, som vi tog med til et møde i Finansministeriet om mandagen, og formulerede i et indlæg i Berlingske Tidende var, at man skulle bruge de sunde offentlige finanser til at kaste et massivt redningsnet udover økonomien. Vi foreslog, at regeringen signalerede et beredskab på 300 mia. kroner udmøntet i diverse målrettede hjælpepakker. Folketinget og arbejdsmarkedsparter har siden indgået aftale om adskillige hjælpepakker, og indtil videre har vi undgået, hvad mange frygtede i starten, nemlig massefyringer og bølger af konkursbegøring. Mange andre lande har i mere eller mindre grad fulgt samme strategi som i Danmark, og fremtiden må afsløre, om missionen lykkedes, og om den var pengene værd.

En fordel ved strategien er, at dansk økonomi står bedre rustet til at komme i omdrejninger igen, når økonomien genåbnes, hvis beskæftigelsen er bevaret, og virksomhederne er intakte. En ulempe er, at statsgælden er steget. Den ulempe er indtil videre overskuelig, da de hidtidige statsgældsautationer har været kendetegnet ved stor efterspørgsel efter statsobligationer med renteniveauer lidt under 0 pct. Deruover er det danske statsgælds niveau meget begrænset på 35 pct. af BNP.

Vi er nu godt i gang med 3. genåbningsfase, og målt på antallet af korttransaktioner, ledige stillinger og diverse tillidsindikatorer går det fremad, og der er tydelige tegn på, at økonomien igen er på vej op i omdrejninger. De massive hjælpepakker har løst deres opgave med at holde hånden under økonomien og skal udfases for at give plads til, at økono-

miens traditionelle dynamikker kan virke.

Det danske arbejdsmarked er karakteriseret ved meget høj grad af fleksibilitet. Det betyder, at der er mange mennesker, der skifter job i løbet af et år. Det er med til at allokere arbejdskraften til de dele af erhvervslivet, hvor den er mest produktiv. Selv i økonomiske kriser er der masser af jobopslag, og antallet af ledige stillinger var her i midten af juni på niveau med antallet af ledige stillinger i samme uge 2019. Det er derfor hensigtsmæssigt, at Folketinget har besluttet, at hovedparten af kompensationsordningen ophører ved udgangen af august.

Det er endnu usikkert, hvor dyb den økonomiske krise bliver. Mange økonomiske iagttagere og erhvervsledere opererer med et såkaldt swoosh-scenarie opkaldt efter Nike's legendariske logo. Dvs. et meget abrupt fald i aktiviteten efterfulgt af en mere langsom genopretning. De nuværende bud peger på et aktivitetstab i 2020 modsvarende 1 gange finanskrisen, hvilket svarer til en aktivitetnedgang i omegnen af 5 pct. af BNP.

Den kraftige aktivitetsnedgang og det faktum at der desværre ikke er fuldt overlap mellem slutdatoen af hjælpepakkerne og slutdatoen på coronakrisen betyder, at der er behov for yderligere økonomiske indsprøjtninger til økonomien. Her har Folketinget netop besluttet en sommerpakke, hvis mest potente element er en udbetaling af 60 pct. af de indefrosne feriepenge. Hermed frigives i omegnen af 60 mia kr. til danskernes nem-konti, og baseret på erfaringerne fra blandt andet udbetalingen af den Særlige Pensionsopsparing i 2010 vil det give en kraftig forbrugseffekt.

Der er meget der tyder på, at den økonomiske krise bliver større i udlandet end i Danmark. Det vil presse de danske eksporterhverv, og det er derfor nødvendigt løbende at vurdere, om der er behov for målrettede tiltag til disse dele af dansk erhvervsliv. ■



# FRA ANALYTIKER TIL PORTEFØLJEMANAGER

Som medarbejder har Thomas Knudsen været en del af LCFMs rejse siden opstarten tilbage i 2014. I takt med at virksomheden har udviklet sig, har Thomas også været på sin egen rejse, hvor han er gået fra analytiker til en rolle som porteføljemanager.

Interview af Maria Kjær Christensen, Communication Manager

Da Thomas Knudsen tog skiftet fra analytiker til porteføljemanager i LCFM, var det i virkeligheden et meget naturligt skifte. Thomas har nemlig selv været dybt involveret i opstarten af LCFMs setup omkring den relative tilgang til kreditinvestering.

Som han selv beskriver det, så har den største forandring ved jobskiftet været, at der er kommet mere fokus på den taktiske del af investeringsprocessen:

“Som analytiker bruger man meget tid på at dykke dybt ned i detaljer, og man specialiserer sig typisk indenfor et relativt fokuseret område. Det giver et ekstraordinært godt kendskab til området, men dermed også mindre indblik andre steder”.

I sin nye rolle som forvalter af en portefølje, der spænder over forskellige kreditsegmenter, er det generelle overblik vigtigt, og derfor har Thomas måtte overlade fordybelsen i visse dele af de analytiske detaljer til LCFMs analyseteam. Som han selv beskriver det, så har det krævet en god portion tillid:

“Det kræver selvfølgelig en god portion tillid, at jeg overlader fordybelsen i detaljer til andre end mig selv, men vores analytikere har gang på gang vist, at de er yderst kompetente inden for deres områder, så det har ikke været svært for mig”.

## Hånden på kogepladen

Siden opstarten af LCFM tilbage i 2014 har man haft en koncern-intern portefølje, hvor virksomhedens investeringsstrategier er blevet implementeret, for at man som rådgiver inden for virksomhedsobligationer har kunne vise, at man havde hånden på kogepladen.

“Efter de første 2-3 år hvor vi leverede bedre afkast end kreditmarkedet, uden at løbe større risiko, begyndte det stille og roligt at gå op for mig, at vores innovative analyse- og investeringstilgang virkelig kunne skabe værdi for investorer”, fortæller Thomas.

På det på det tidspunkt blev han klar over, at han for alvor ville arbejde hen mod, at LCFM også skulle forvalte investeringer inden for virksomhedsobliga-

tioner, og derfor kom det også som et naturligt skifte, at påtage sig rollen som porteføljemanager.

## Følelser og investering

Når man har med investeringer at gøre, er det en rigtig vigtig egenskab at være omstillingsparat. Som Thomas forklarer det, så skal man acceptere, at vi lever i en omskiftelig verden, hvilket også kan betyde, at en rigtig beslutning i går ikke nødvendigvis er den rette i dag. Man skal derfor være i stand til at sætte sin stædighed og ære til side for i stedet at fokusere på, at ens beslutningsstagen forbliver rationel:

“Man skal kende sig selv godt nok til at vide, hvornår følelser kan tilsidesætte ens evne til at tage rationelle beslutninger. Følelser og investering er sjældent en god cocktail, og følelserne kommer ofte frem i os på de tidspunkter, hvor der er mest brug for et køligt overblik og rationel beslutningstagning”.

## Når stormvejret rammer

Netop det med at bevare et køligt overblik og holde fast i de rationelle beslutninger har været yderst relevant de seneste måneder, hvor de finansielle markeder har fået trukket tæppet væk under sig.

Corona-pandemien ramte verden tilbage i marts, og selvom de fleste nok helst havde været foruden pandemien, så har det også været en lærerig real-time stresstest for LCFM.

“Både vores investeringstilgang og strategier er blevet stresstestet som aldrig før. Men personligt har jeg også fået testet min evne til netop at lægge de irrationelle følelser og tanker på hylden, mens stormvejret rasede. Nu hvor stresstesten i denne omgang er overstået, og bestået, kan jeg for alvor skrive ‘krisehåndtering’ på mit investerings-CV, hvilket har givet mig en endnu stærkere tro på, at vores tilgang giver værdi for investorer i alle slags markeder”, fortæller Thomas. ■

”CORONAPANDEMIEN HAR I DEN GRAD STRESSTESTET ALLE VORES STRATEGIER, OG JEG KAN NU SKRIVE KRISEHÅNDTERING PÅ MIT INVESTERINGS-CV”



# FORVENTNINGER TIL KREDITMARKEDET

Efter en positiv start på året sendte Covid-19 markedet for virksomhedsobligationer kraftigt tilbage. De store forskydninger som følge af nedlukningen af verdens økonomier, samt historiske hjælpepakker fra centralbanker og regeringer, har dog skabt masser af muligheder.

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

I de første måneder af 2020 var kreditmarkederne yderst positive. Første fase af handelskrigen mellem USA og Kina blev underskrevet, Brexit var delvist blevet afklaret i slutningen af 2019, og der var fortsat lempelig pengepolitisk stimulus fra både ECB og Fed. Kun uroligheder i mellemøsten mellem USA og Iran gav kurrer på tråden.

De første meldinger om et virusudbrud i Kina sendte initialt markedet lidt ned, men alle LCFMs fire fokusområder, europæisk high yield, corporate hybrider, subordineret bank og subordineret forsikring, nåede på indeknsniveau, z-spread, meget tæt på de historisk snevre og dyre niveauer fra starten af 2018, som det ses på grafen herunder.

Den "lykkelige uvidenhed", som cheføkonom i Citi, Cathrine L. Mann, beskrev markedsstemningen til danske Børsen, blev dog hurtigt afløst af noget nær panikstemning over weekenden d. 22 og 23. februar, hvor udviklingen i antal corona-smittede for alvor tog fart uden for Kina – specielt i Italien, Sydkorea og Iran. Dette fortsatte hurtigt til resten af Europa og siden til USA, hvorfor store dele af verden lukkede ned. For LCFMs indeks betød dette enorme spændudvidelser til specielt subordinerede bankudstedelser (AT1) og cykliske high yield navne.

Den negative markedsstemning blev forstærket af et betydeligt fald i investorernes risikovillighed og et stort behov for likviditet. Hårdest ramt var udsted-

elser fra selskaber med forretningsmodeller, der blev særligt påvirket af coronarestriktionerne – f.eks. flyselskaber og selskaber med salg fra fysiske butikker. Derudover blev subordinerede bankudstedelser sendt i rødt grundet bekymringer om, at bankernes kredittab ville overskride kapitalbufferne, frygt for at bankerne ikke ville kalde deres udstedelser, samt frygt for at myndighederne kunne finde på at bede bankerne undlade at betale kuponer.

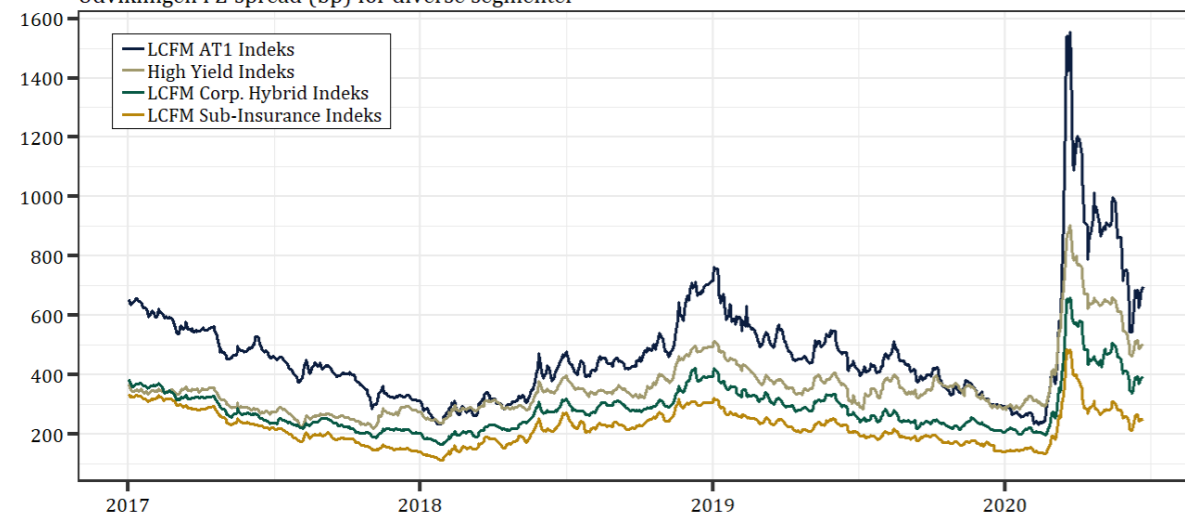
## Historiske hjælpepakker og faldende økonomisk aktivitet

Både ECB og Fed var hurtigt ude med redningspakker bestående af bl.a. øgede obligationsopkøb, lempelig funding til banker, rentesænkninger og andre tiltag for at sikre en tilstrækkelig likviditet i markedet. Resultatet har været stærkt stigende balancer hos centralbankerne, jf. figuren til højre herfor.

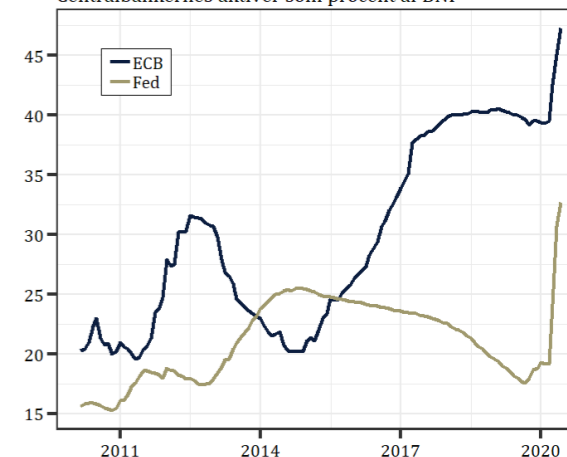
ECB kunne bl.a. introducere et €750 mia. stort Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) for hovedsageligt at holde snor i spændene i de sydeuropæiske statsobligationer. Efterfølgende er programmet blevet forøget med yderligere €600 mia. Det var dog først da Fed i slutningen af marts kunne annoncere ubegrænsede obligationsopkøb, mens en \$2.000 mia. hjælpepakke næsten samtidigt blev stemt igennem det amerikanske politiske system, at investorerne for alvor kunne føle sig sikre på

ubetinget støtte. Da vækstraterne i både smitte- og coronarelaterede dødstal samtidigt aftog, kom der for alvor købere til markedet. Den positive stemning blev yderligere suppleret af en gradvis lempelse af coronarestriktionerne i store dele af verden. Siden LCFMs indeks bundede midt i marts, er de spreadmæssigt reboundet omkring 65 pct. og er nu på niveau med januar 2019.

Udviklingen i Z-spread (bp) for diverse segmenter



Centralbankernes aktiver som procent af BNP



På trods af de positive tendenser må vi ikke glemme, at store dele af verden fortsat er påført restriktioner, som begrænser den økonomiske aktivitet. Figuren nedenfor viser et social distanceringsindeks udviklet af forskere fra Oxford, som måler niveauet af ▶

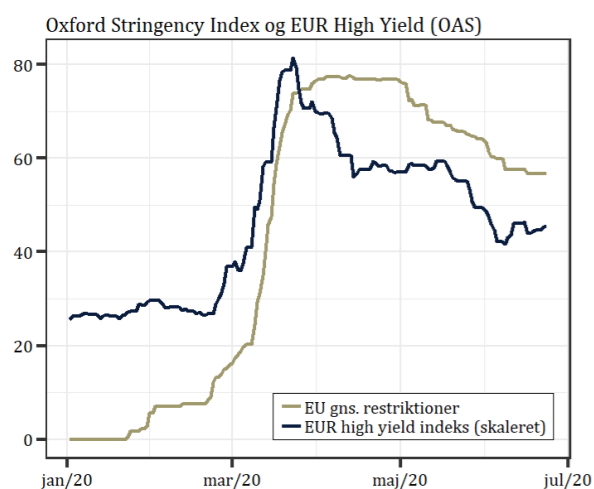


**TOBIAS EMDAL**  
Senior Credit Analyst  
En del af LCFM siden 2016



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

restriktioner i 160 lande. Det ses, at restriktionerne i høj grad fortsat påvirker mange lande, og at de kun langsomt fjernes.



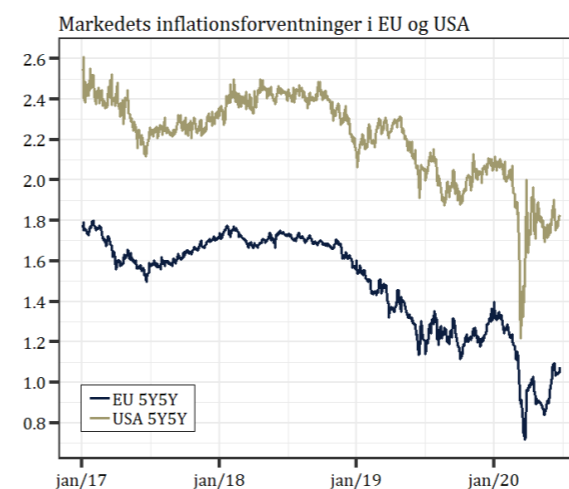
Forskellen i niveauet af restriktioner har afspejlet sig i, hvor meget den økonomiske aktivitet faldt i de enkelte lande i 1. kvartal. Jo mere et land lukkede ned, desto hårdere blev økonomien ramt. Selvom nedlukningen først for alvor indtraf i 2. kvartal i de fleste europæiske lande, faldt BNP i 1. kvartal gennemsnitligt med 3,2 pct. Mens BNP i Sverige holdt sig stabil i 1. kvartal, faldt BNP med hele 5,3 pct. i Italien, hvilket afspejler både hvor hårdt de to lande blev ramt af coronasmitten, samt hvor mange restriktioner landene indførte.

Det gennemsnitlige niveau af restriktioner i de største EU-lande har i 2. kvartal indtil videre ligget på indeks 64 ud af 100. En ekstrapolation af sammenhængen mellem restriktionerne og vækst i 1. kvartal giver et fald i væksten på ca. 11-12 pct. i 2. kvartal - ECBs seneste estimat er -13 pct. for euro-landene.

I resten af 2020 vil fokus være på, hvor hurtigt verdensøkonomien kommer sig oven på det historisk store fald i den økonomiske aktivitet, og hvor store ar coronakrisen på lang sigt sætter på både arbejdsmarkedet og forbrugerne. Vil de statslige hjælpepakker holde antallet af virksomhedskonkurser til et minimum? Vender det store antal fritstillede arbejdstagere hurtigt tilbage til virksomhederne, eller ender de med at blive langtidsledige? Vil forbrugerne normalisere deres forbrug i de genåbnede butikker, eller øger de opsparingerne af frygt for deres økonomiske fremtid? Grundlaget for at den økonomiske aktivitet kan komme tilbage er fraværet af restriktioner. Derfor bliver det afgørende, at en eventuel stigning i smittetrykket efter sommerferien, ikke igen får regeringerne til at lukke samfundene ned.

Foruden udviklingen i verdensøkonomien ligger Brexit stadig og lurer i baggrunden, mens fokus hurtigt vil vende sig mod det amerikanske præsidentvalg efter sommerferien. Før coronakrisen førte Donald Trump solidt i meningsmålingerne, men efter nogle hæsblæsende måneder halter Trump nu efter Joe Biden. Mens Trumps unikke politiske dagsorden er en kendt vare, er det mere usikkert, hvor Biden stiller sig i de emner, som for alvor påvirker kreditmarkederne – eksempelvis handelskrigen mod Kina og EU.

En halerisiko for kreditmarkederne i resten af 2020 er stigende og vedvarende høj inflation, som tvinger centralbankerne til at reducere eller reversere de opkøbsprogrammer, som har understøttet kreditmarkederne de seneste måneder. Stigende inflation, uden en fundamental forbedring af økonomien, såkaldt stagflation, kan forekomme ved ekstreme udbudsstød og prægede vestlige økonomier i 70'erne



bl.a. pga. høje oliepriser. På nuværende tidspunkt er de langsigtede inflationsforventninger dog meget lave og har været støt faldende de seneste år, jf. figuren ovenfor.

#### Hvor skal vi så hen herfra?

Som nævnt ovenfor er der ikke mangel på usikkerhedselementer i den kommende tid, og sammenlignet med sidst markedet handlede på disse spread-niveauer, ser verdenssituationen noget mørkere ud.

Centralbankernes opkøb skaber dog en efterspørgsel, der delvist holder hånden under kreditobligationerne. Vi ser det desuden som sandsynligt, at disse opkøb vil blive forøget, og/eller udvidet til high yield, såfremt det økonomiske rebound udebliver. Når dette er sagt, vil de hårdest ramte selskaber stadig bukke under. Specielt i high yield segmentet er vores forventning, at der vil være en stor spredning i, hvor godt selskaberne klarer sig igennem krisen, og vi tror, at der vil komme store forskydninger ifm. offentliggørelsen af diverse Q2-regnskaber. For LCFMs subordinerede fokusområder er det i højere grad tekniske elementer, der får betydning for de fremtidige bevægelser, da vi fortsat ser konkursrisikoen for langt de fleste selskaber som værende lav.

Konklusionen på tværs af LCFMs segmenter er dog, at selvom kreditsegmentet ser relativt dyrt ud på indeksniveau, er der fortsat mange udstedelser, der, i vores optik, handler for billigt relativt til den nuværende og kommende økonomiske situation. At identificere disse udstedelser er hjørnesteinen i LCFMs analytiske tilgang, der er baseret på relativ værdi, hvorfor vi ser masser af muligheder i markedet i øjeblikket. ■





# AT TÆNKE ANDERLEDES BLEV VEJEN TIL SUCCES

LaserTryk.dk og ILD.PIZZA



LCFM har mødt Anders Grønberg & Esben Mols Kabell, som, udover at være kunde i LCFM RVF, har skabt en rigtig god forretning i forskellige brancher ved først og fremmest at tænke anderledes.

Interview af Maria Kjær Christensen, Communication Manager

Historien om iværksætterne Anders Grønberg og Esben Mols Kabell starter tilbage i slut halvfemserne i Risskov, Aarhus. Som konkurrenter arrangerede de ungdomsfester, men blev hurtigt enige om at slå sig sammen og starte et eventbureau op under navnet Ung Fest. Det foretagende udviklede sig til Ung Ferie, hvor de arrangerede rejser for unge. Det var som bekendt før digitale reklamer og sociale medier var en ting, og derfor brugte de trykkerier flittigt, når der skulle printes flyers til uddeling og ikke mindst plakater til ophæng. Det gik dog hurtigt op for dem, at det var besværligt for mindre virksomheder at bestille print. Behovet for tryksager førte derfor til indkøbet af virksomhedens første digitale trykkemaskine, der kunne sikre dem print hurtigt, nemt og effektivt.

”Købet af vores første printer, som kunne lave tre A3-print i minuttet gjorde, at vi slap for at rende ud af huset i tide og utide for at få lavet tryksager. Til gengæld lå vores events primært i skolernes ferier, så vi skulle langt fra bruge printerne hele tiden”, fortæller Esben om, hvordan ideen til firmaet LaserTryk.dk opstod. Det stod nemlig hurtigt klart for Anders og Esben, at der var et potentiale i at lave print til mindre virksomheder, som havde samme behov som dem selv. Året var 1999, og LaserTryk.dk blev født.

## Rejsen med LaserTryk.dk

Anders og Esbens forretningsstrategi har siden start været baseret på blandt andet online og effektiv bestilling til konkurrencedygtige priser. Det har været vækstmotoren i LaserTryk.dk, og er det nu også i deres nye projekt, ILD.PIZZA. Men det vender vi tilbage til, for pizzakæden var måske aldrig blevet et projekt, hvis ikke det havde været for LaserTryk.dk's succes.

Firmaet er i dag Danmarks største trykkeri og producerer omkring 1.500 forskellige tryksager om dagen. Desuden trykker de omkring 40 forskellige bøger for forskellige forlag dagligt, hvilket gør, at de ▶





ligeledes kan kalde sig Danmarks største bogtrykkeri. Det lyder alt sammen meget succesfuldt, og det er det også, men som både Anders og Esben understreger, så har det også været en lang og lærerig proces, fra de valgte at træde ind i den, for dem, ukendte trykkeribranche.

”Mange siger faktisk, at vores største fordel klart har været, at vi ikke er skolet inden for branchen, for det har betydet, at vi ikke på forhånd har vidst ’hvordan man gør’, og derfor måske nemmere har kunne tænke nye eller anderledes måder at gøre tingene på”, siger Anders og understreger samtidig, at de også altid har haft stort fokus på at markedsføre LaserTryk.dk: ”Det er klart noget, vi har taget med os fra diskoteksbranchen, hvor vi startede, og hvor markedsføring var altafgørende. I trykkeribranchen var det ikke noget, man generelt benyttede sig voldsomt af, så der adskilte vi os fra konkurrenterne”.

Der gik ikke lang tid efter stiftelsen, til at virksomheden var vokset så meget, at der var behov for et mere krævende IT-setup. Det var nødvendigt, hvis de skulle kunne håndtere endnu flere kundespecifikke tryksager og samtidig være tro mod strategien om LaserTryk.dk som en online platform til effektiv bestilling af tryksager til konkurrencedygtige priser.

”Hele den teknologiske udvikling af firmaet startede omkring år 2004, hvor Anders og jeg tog på krydstogtferie sammen. Vi tilbragte de fleste timer på bagenden af skibet, hvor vi sammen tegnede hele IT-setuppet på papirblokke med pile og krav

til, hvad det skulle kunne”, fortæller Esben.

Da de kom hjem, overleverede de papirerne til en programmør, som fik det hele kodet op i et IT-system. Det programmøren troede ville tage 4 måneder at udvikle, endte med at tage 18 måneder før det kunne tages i brug. Som Esben forklarer, så er systemet så omfattende, at der stadig den dag i dag sidder 12 mand og videreudvikler på det for at forbedre kundeoplevelsen og optimere de interne håndteringer. Noget som i den grad sætter streg under, at LaserTryk.dk er en IT-drevet virksomhed.

### En opkøbsstrategi

I dag kommer de fleste af virksomhedens nye kunder gennem anbefalinger fra eksisterende kunder, hvilket understreger det faktum, at de har fået skabt et veletableret brand. Dertil kommer hele opkøbsstrategien, som ligeledes er en stor del af virksomhedens vækstrejse: ”Vores vækst er en kombination af organisk vækst og så den opkøbsstrategi, vi har haft. Den organiske vækst kommer primært gennem anbefalinger, men der er også hele opkøbsdelen, hvor vi efterhånden har købt i nærheden af 20 mindre trykkerier rundt omkring i Danmark”, forklarer Esben.

For selvom LaserTryk.dk er Danmarks største trykkeri, så sidder de kun på omkring 10 pct. af markedet i Danmark. Mange tryksager købes nemlig stadig hos det lokale trykkeri, hvor relationen mange gange er vigtigere end pris og hurtig ekspedition. Så for at udvide LaserTryk.dk's markedsandel lavede Esben og Anders deres

første opkøb af et mindre trykkeri tilbage i år 2013, og i dag administrerer virksomheden omkring 15 forskellige trykkeri-brands.

”Grunden til at den strategi har fungeret er også, at det er en win-win situation for begge parter. LaserTryk.dk udvider markedsandelen, men ejeren af det mindre trykkeri får også en god pris for det trykkeri, der måske ikke har kunne generere omsætning i en længere årrække”, fortæller Anders. Samtidig understreger han, at de altid gør meget ud af at bevare så meget af det oprindelige DNA i det opkøbte trykkeri, for det er ofte grunden til, at trykkeriet har trofaste kunder. Det betyder også, at trykkerierne beholder deres navn, og medarbejderne beholder ofte deres job. Den eneste forskel er, at trykkeriet kan fortsætte profitabelt, fordi en masse faste omkostninger kan spares ved at køre det gennem LaserTryk.dk's efterhånden store maskineri.

### Fusion med tysk gigant

Der er sket meget, siden Esben og Anders som unge iværksættere besluttede sig for selv at trykke deres markedsføringsmateriale til deres lille rejsebureau Ung Ferie, som de etablerede i studentertiden i Aarhus. Der er blevet taget ved lære, og der er blevet knoklet undervejs, og den succesfulde virksomhed er heller ikke gået ubemærket hen. De har gennem årene fået adskillige henvendelser fra kapitalfonde om en overtagelse af virksomheden, men hver gang har de to aarhusianske ejere afslået. For et par år sid-

en kom der dog et interessant tilbud fra et stort tysk trykkeri, som ønskede at købe Scandinavian Print Group, som er moderselskabet til LaserTryk.dk, og det gav en helt anden mening for Anders og Esben.

”Vi ved, hvad en fusion betyder, for vi har jo gjort det mange gange selv med mindre trykkerier her i Danmark. Vi vidste, at vi ville opnå en række interne synergier med fusionen, som ville give mening for vores virksomhed”, siger Esben, og forklarer, at fusionen gør, at LaserTryk.dk blandt andet kommer til at kunne levere meget hurtigere rundt i Europa, da de nu er blevet en del af noget, der er fem gange større, end hvad virksomheden var alene. Så selvom Anders og Esben for et par år siden solgte til den tyske gigant, Die Druckerei, for et trecifret millionbeløb samt aktier i det tyske koncernselskab, så står de begge fortsat som direktører i LaserTryk.dk. Anders beskæftiger sig med markedsføring og kunder, mens Esben primært har fokus på opkøb og produktudvikling, for de mener stadig, at der er masser af potentiale i trykkeribranchen. ►

**“VI VIDSTE, AT VI VILLE OPNÅ EN RÆKKE INTERNE SYNERGIER MED FUSIONEN”**





### Fra LaserTryk.dk til ILD.PIZZA

Selvom Anders og Esben sagtens ville kunne lade sig pensionere ovenpå salget til den tyske gigant, så har de stadig en iværksætterånd i sig, og ambitionerne om nye væksteventyr er bestemt ikke blevet mindre af den grund. Ved siden af direktørposterne i LaserTryk.dk startede de derfor et nyt projekt op, som var baseret på tanken om, at kvalitetspizza til fair priser skulle være tilgængeligt for alle – også selvom man ikke bor i storbyen.

”Ideen om at starte ILD.PIZZA udsprang sig af en snak omkring kvaliteten af pizzaer tilgængelig på markedet. Oftest er den bedste kvalitet at finde i storbyen og sjældent ude i de mindre byer. Derfor så vi et marked i at starte en kæde af kvalitetspizzeriaer op med fokus på de mindre byer rundt om i landet”, fortæller Anders om konceptet bag ILD.PIZZA.

Projektet trækker ligeledes synergier til LaserTryk.dk's koncept om, at man skal kunne lave effektiv bestilling af sin specialdesignede vare online til konkurrencedygtige priser. I ILD.PIZZA betyder det, at kunden designer og bestiller sin pizza online: ”Man får automatisk sin egen pizzakonto med et loyalitetsprogram og et personligt menukort, hvor man kan navngive sine egne pizzaer, og så kan man bare genbestille med navnet næste gang”, forklarer Anders om den måde, de har nytænkt pizzabestilling på.

Første pizzeria var oplagt at åbne i Skejby, hvor de i forvejen havde nogle af LaserTryk.dk's lokaler. Her kunne de teste konceptet af og starte en læringsproces op – præcis som dengang i år 1999, hvor de for første gang trådte ind i trykkeribranchen.

### Smagen af Napoli

Den ukuelige tro på, at deres projekter og idéer kan lykkes, er stadig den samme her tyve år senere, og indtil videre er der heller ikke noget, der indikerer, at ILD.PIZZA ikke bliver en succes.

Siden viksomheden åbnede første forretning for lidt over et år siden i Skejby, har konceptet taget fart og er blevet til en kæde med pizzeriaer i byer som Risskov, Odder og Hornslet. Inden længe åbnes der yderligere i Galten, Højbjerg, Hadsten og Åbyhøj. Alle stederne er, indtil videre, i nærom-



”VI HAR IKKE OPFUNDET NOGET NYT. DER ER MASSER AF PIZZERIAER RUNDT OMKRING I DANMARK”





Younes Deaibes, til højre i billedet, er Anders og Esbens partner i projektet ILD.PIZZA. Younes og Anders kender hinanden gennem iværksættermiljøet i Aarhus.

## LASERTRYK.DK

LaserTryk.dk er online leverandør af trykkerimaterialer og reklameprodukter. Virksomheden blev stiftet i 1999 og er i dag Skandinaviens største digitale trykkeri og er syv gange kåret til Gazelle af Dagbladet Børsen.

LaserTryk.dk A/S var det første danske trykkeri, der i 2013 underskrev en tiltrædelseserklæring til CSR-kodekset for den grafiske branche.

LaserTryk.dk ejer varemærket for konceptet puljetryk. Ordet puljetryk blev møntet af LaserTryk.dk i 2002 og dækker over den specifikke måde, virksomheden producerer små tryksager på. Puljetryk betyder, at LaserTryk.dk, ved at trykke i puljer og dele opstartsomkostningerne mellem mange kunder, har mulighed for at sænke prisen på den enkelte tryksag.

## ILD.PIZZA

ILD.PIZZA startede i 2019 og har i skrivende stund forretning i fire forskellige østjyske byer med mange flere på vej.

ILD.PIZZA blev i deres første åbningsår nomineret til Århus Stiftstidendes Byens-Bedste-pris i kategorien 'Byen bedste take away'.



rådet af Aarhus, men primært har det været nødvendigt at gå efter lokationer, hvor der har været plads til at rumme den store stenovn, som er importeret fra Italien, og som er altafgørende, når man bager pizza over åben ild.

"Vi har ikke opfundet noget nyt. Der er masser af pizzeriaer rundt omkring i Danmark og dermed også en masse konkurrence på markedet. Vi vil aldrig komme ud i en by, hvor der ikke er et pizzeria i nærheden, så vi vidste fra start af, at vi skulle skille os ud på kvalitet", fortæller Anders.

Derfor valgte de også tidligt i projektet at kontakte den italienske pizza-guru, Marco Fuso, som har hjulpet dem med at udvikle den perfekte dej. Italieneren har siden været i Danmark af flere omgang for at sikre, at pizzaerne hos ILD.PIZZA lever 100 pct. op til de napolitanske pizzaer, som ILD.PIZZA netop er inspireret af.

### Ambitionen rækker langt

Indtil videre er ILD.PIZZAs hovedkontor hjemme i Anders' hus i Aarhus, og antallet af ansatte er nået op omkring 150. Derudover har de en medejer i Younes Deaibes, som er driftschef, da både Anders og Esben som sagt stadig arbejder som direktører i LaserTryk.dk, der naturligt også tager en stor del af deres tid.

Udover konceptet med importeret italiensk ovn og specialudviklet dej er der hele IT-systemet bag. For ligesom at LaserTryk.dk i høj grad er en IT-drevet virksomhed, så gør det sig også gældende for ILD.PIZZA, selvom det virker mindre oplagt: "Ligesom med LaserTryk.dk, så joker vi med, at ILD.PIZZA er lige så meget en IT-virksomhed, som det er et pizzeria", forklarer Anders. Det kræver nemlig et avanceret IT-system for at kunne håndtere alle de unikke bestillinger, kunderne laver online – præcis som det blev LaserTryk.dk's konkurrencefordel for efterhånden mange år siden.

"Det er ligeledes IT-systemet, der giver os mulighed for at skalere det her koncept så hurtigt, som vi gør, og det har hele tiden været planen, at ILD.PIZZA skal være et landsdækkende koncept. Vores ambition er, at vi skal nå ud til alle de mindre byer i Danmark, og også gerne udlandet, men nu må vi se, hvor langt det rækker", siger Anders med et smil. ■

Anders og Esben har teamet op med verdensmesteren i pizzabagning, selveste Marco Fuso. I fællesskab med Marco har de udviklet ILD.PIZZAs unikke dejopskrift.



# FRA IDÉ TIL VIRKELIGHED

Historien om hvordan et hul i markedet blev til et nyt forretningsben i Lind Capital Fondsmæglerselskab (LCFM) starter uundgåeligt med Jan Heindorff og Claus Bisgaard.

Interview af Maria Kjær Christensen, Communication Manager

”Det er utroligt så hurtigt en beslutningsproces kan være, hvis alle har en reel interesse, og der ikke er nogle organisatoriske Rockwool-lag”. Ordene kommer fra porteføljemanager i LCFMs Relative Value Fund (RVF), Claus Bisgaard, og det er sådan han bedst beskriver den proces, ham og makkeren Jan Heindorff har været igennem sammen med LCFM, siden ideen omkring den relative værdifond opstod i sommeren 2018.

Dengang var Claus ansat som Chief Trader i Danske Banks Market Maker afdeling, og hans chef, som havde sagt op kort forinden, hed Jan Heindorff. Begge havde været en del af bankverdenen i efterhånden en menneskealder. De var begge overbeviste om, at bankernes muligheder løbende blev begrænset af de mange regulative krav, de er underlagt.

”Kapitalkravene for bankerne var så høje, at vi ikke kunne få lov til at tage de positioner, som vi egentlig gerne ville. Det betød, at der var en begrænsning for, hvor meget vi kunne få lov at handle, og det var frustrerende at se muligheder opstå, uden at kunne få lov at løbe efter dem”, fortæller Claus. Han var ikke i tvivl. Der var nogle muligheder i markedet, som skulle afsøges, og han var ikke sen til at involvere hans tidligere chef Jan Heindorff omkring ideen. En idé om en hedge-fond med fokus på relativ værdi.

## Adoptionen kom på plads

Som det er i så mange brancher, så kender man hinanden på kryds og tværs. Både Claus og Jan kendte da også flere af medarbejderne i LCFM. Herigennem også Allan Rank, som tilbage i 2014 startede LCFM op sammen med Henrik Lind. I løbet af sommeren 2018 præsenterede de derfor ideen for Allan, for de mente, at LCFM, grundet selskabets store fokus på relativ værdi, var det helt rigtige selskab til netop at starte fonden op i.

”Vi skulle finde et reguleret selskab, som ville være med til at prøve noget nyt. Det første selskab vi tænkte på var LCFM. Vi kendte Allan Rank tilbage fra dengang, han var obligationschef i Jyske Bank, og vi er efterfølgende begge stødt på ham ved

flere lejligheder, hvor vi flere gange har joket med, at vi skulle prøve at lave noget forretning sammen”, fortæller Claus.

Heldigvis for Jan og Claus var Allan enige med dem om, at der var potentiale i idéen. Og konceptet omkring den nye fond i LCFM var derefter på plads på under 4 måneder. Noget som nemt kunne have taget 18 måneder i en større bank, men det kunne lade sig gøre - blandt andet fordi LCFM er en flad og agil organisation.

”Det var fantastisk at se, hvordan hele LCFMs professionelle maskineri indstillede sigtekorner på den nye fond. Vi oplevede, at alle bidrog med hver deres kompetencer i forhold til kapital, risikostyring, projektstyring og i det hele taget at gøre fonden til en realitet”, fortæller Jan. Han tilføjer, at det selvfølgelig heller ikke kunne have ladet sig gøre, hvis ikke Allan i første omgang, og sidenhen Henrik Lind, troede så meget på ideen, at de var villige til at lade Jan og Claus præsentere den for LCFMs bestyrelse.

”Det er klart, at vi blev krydsforhørt af alle involverede parter. Det er, især, en professionel bestyrelses fornemmeste opgave. Men vi kunne også mærke, at efter vi var blevet testet i dybden omkring ideen, tankerne, strategierne, potentialet osv., så havde vi den fulde opbakning til at lancere fonden, og fra da af gik det rigtig stærkt”, supplerer Claus.

## The perfect storm

I december 2018 var LCFM klar til at præsentere

deres nye forretningsben, og siden hen er det gået rigtig stærkt, men der har også været masser af læring undervejs.

”Vi har haft et spændende første år i fonden med op- og nedture, som NAV også har afspejlet. Året har budt på fine muligheder for positionstagen, så på trods af at vi først var rigtig oppe i gear omkring april 2019, så kom vi flot i mål med vores første år”, fortæller Jan.

Som så mange andre blev fonden dog også ramt af den perfekte storm tilbage i marts i år. Her måtte man erkende, at betydningen af, at bankerne pludselig ikke havde den samme beholdning længere, var større end man i LCFM RVF havde troet.

”Vi var kommet rigtig godt fra start, og det kom bag på os, at krisen ramte i sådan en grad, som den gjorde. Det bliver hårdt arbejde at indhente det tabte i fondens afkast, men vi skal have tålmodighed”, fortæller Claus og tilføjer, at fondens univers stadig er fuldstændig det samme – også selvom de muligheder, der er opstået i kølvanden på Covid-19, har været i en anden del af det univers, hvor fonden tidligere har set de største muligheder. Som Jan understreger, så er der pt. bedre likviditet og et mere attraktivt afkast at finde her. Mulighederne er der, men både Jan og Claus er helt enige om, at der ligger masser af hårdt arbejde forude, som gør, at de med glæde også er klar til at kalde sig porteføljemanagere i LCFM RVF mange år frem. Ikke mindst fordi de mener, at de skylder investorerne det, de har lovet. Som ►



Claus understreger, så kommer presset ikke kun fra eksterne investorer, men også fra dem selv og nære kollegaer, der ligeledes har investeret i fonden.

#### **Forventninger til resten af året**

”Der er ingen tvivl om, at når likviditeten kommer tilbage i markedet, så ser vi mulighederne for at generere afkast i vores fond som værende minimum ligeså store, som de var, da vi startede fonden op”, fortæller Claus. Hertil supplerer Jan med, at det er vigtigt for dem begge at understrege, at de ikke kommer til at forcere noget for at hente det tabte hjem:

”Vi kommer til at have præcis samme tålmodighed og risikoprofil, som vi havde, da vi startede fonden op. Vi har lært en masse af den her situation. Ikke mindst at likviditeten i markedet kunne blive ringere, end vi nogensinde havde troet den ville blive, og derfor skal vi have endnu større fokus på diversitet i fremtiden”.

Når man kigger i det populære bakspejl, vil der naturligt altid være noget, man kunne have gjort anderledes. Det er også tilfældet i fonden, men både Jan og Claus er enige om, at det vigtigste er at tage ved læring af den modgang, man møder på sin vej:

”Under Corona-stormen havde vi alt fokus på at holde kapitalen, og som mange ved, så er det altafgørende i sådan en situation. Det er vi meget stolte af, at vi lykkedes så godt med”, fortæller Claus mens han understreger, at det også er grunden til, at det lykkedes at få langt hovedparten af det tabte afkast retur, da tingene igen vendte. ”Nu er vi et sted, hvor vi uden tvivl kan sige, at mulighederne er de samme for fonden fremadrettet - hvis ikke de er blevet bedre. Desuden er vores forventninger til det, vi lovede investorerne over tid, fuldstændig det samme, som det var før stormen ramte”, supplerer Claus, hvortil Jan stemmer i: ”Ingen tvivl - Vi kommer til at levere det afkast, vi har lovet. Punktum”. ■



**“FREMADRETTET KOMMER VI  
TIL AT HAVE PRÆCIS SAMME  
TÅLMODIGHED OG RISIKO-  
PROFIL SOM TIDLIGERE”**



# FORVENTNINGER TIL DET DANSKE OBLIGATIONSMARKED

Første halvdel af 2020 har været særdeles turbulent for det danske real- og statsobligationsmarked. Året begyndte ganske stærkt med pæne rentefald, men med udbruddet af Covid-19 blev der i marts vendt op og ned på det hele, da de kraftige aktiekursfald også ramte de danske obligationer som en hammer.

Artikel af Mads Aagesen, Senior Client Manager

Nogle af de konsekvenser man så som følge af COVID-19 var blandt andet, at den 30-årige realkreditobligation faldt ca. 10 kurspoint på ganske få dage. Danske realkreditobligationer blev ekstra hårdt ramt, da en del af de danske pensionskasser, qua de kraftige fald på aktiemarkedet, skulle komme med yderligere USD collateral. De blev derfor tvunget ud i et salg af danske realkreditobligationer i et marked med pæne daglige udstedelser. Ydermere begyndte markedet også at fokusere på det store udbud af statsobligationer, som der uvægerligt måtte komme, for at kunne finansiere de mange hjælpepakker.

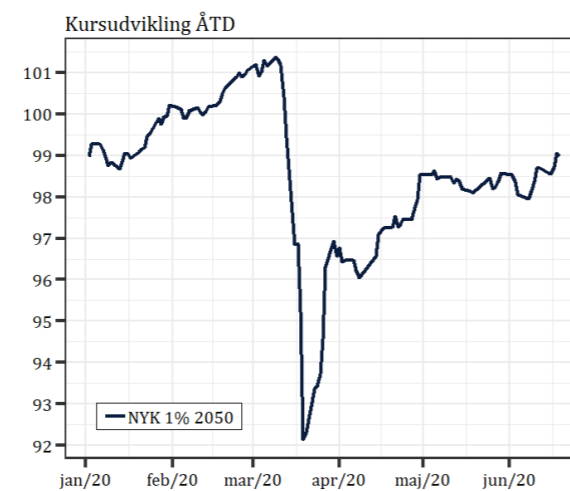
## LEARNING BOX

Collateral er sikkerhedsstillelse.

I slutningen af april og i maj begyndte markederne dog at fokusere mere på genoplukning end på nedlukning af økonomierne. Her blev det tydeligt, hvad de ekstreme finans- og pengepolitiske lempelser, som vi har set i hele verden, har betydet.

De markante stimuli har medført kraftige stigninger i aktiekurserne og flere markeder er nu over niveauerne ved årets start. Hvorfor er de lange

10-årige statsrenter så ikke steget på ryggen af de stigende aktier? De faldende renter er givetvis et udtryk for, at markedet stadigvæk er bekymret for den økonomiske udvikling, samt at de forskellige centralbankers opkøbsprogrammer kører for fuld damp.



Helt generelt er det svært at se tab af relativ værdi på det danske obligationsmarked, eftersom at centralbankerne, som tidligere nævnt, har annonceret usandsynligt store redningspakker. Dette i form af udvidede, i praksis uendelige mængder af, opkøbsprogrammer og likviditetsberedskaber. Tillige store finanspolitiske stimulanser fra USA og senest et for-



## LEARNING BOX

En renteswap er et finansielt instrument, hvor to parter udveksler rentebetalinger i en periode. Man kan derfor sige, at en renteswap er en aftale om at bytte renter i en aftalt periode.

slag om fælles gældsoptagelse fra EU distribueret ud til medlemslandene som lån eller bevillinger.

Vi forventer ikke de store ændringer i renteniveauet i 2020, hvilket vil betyde, at de 10-årige tyske renter bør handle omkring -0.45 pct. Det er også støttet op af, at centralbankerne virker til at have nået deres nedre grænse for, hvor de vil flytte deres styringsrente ned. Dog forventer vi en mindre normalisering på OAS-niveauer, hvilket vil betyde en performance i lange konverterbare realkreditobligationer, og i lidt mindre omfang rentetilpasningsobligationer samt danske stater i forhold til tyske stater.

## LEARNING BOX

OAS er et tillæg til diskonteringsrenterne, der tager højde for optionselementer indeholdt i obligationen som eksempelvis muligheden for konvertering.

Risikoen er, at nedlukninger rammer realøkonomierne i form af store insolvente virksomheder med kraftige aktiekursfald og et paniksalg, som vi så i marts. Det virker dog til, at regeringer rundt om i verden står klar med redningskranse for at undgå en gentagelse af sådan et scenarie.

## Korte pengemarkedsrenter

Siden den selvstændige renteforhøjelse fra Nationalbanken og likviditetsmangel i marts og starten af april, har Finansministeriets mange hjælpepakker og Nationalbankens lånoptagelse i udlandet hjulpet på likviditeten, dog i mindre omfang end forventet. Nogle af hjælpepakkerne skal tilbagebetales, men vi forventer stadig en øget likviditet hen over året, hvilket vi har en forventning om vil presse de korte cita-renter ned mod -0,50 pct. Selvom den danske krone er blevet styrket en del over for Euro'en, så ser vi ikke en selvstændig rentesættelse ske i løbet af 2020. Størstedelen af styrkelsen i kronen vil være afledte effekter af stigninger i pensionssekskabers og kapitalforvalteres værdier, hvilket har skabt behov for yderligere valutaafdækning af primært USD aktiver og sekundært Euro aktiver.

## Flex-renter

Lavere pengemarkedsrenter, cita-renter og ciborfixinger, vil også ramme de korte rentetilpasningsobligationer, hvilket betyder, at vi potentielt kan opleve lavere 1-årige flex-renter. De lange rentetilpasningsobligationer har, ligesom konverterbare realkreditobligationer, tabt en del OAS-mæssigt, men bliver mere og mere drevet af hedgefonde på grund af det absolutte renteniveau.

Hedgefonde har dog haft incitament til at kigge mod billige Bostäder såfremt de kan funde sig billigt. ►



“VI FORVENTER, AT EUs NYE TONER OM-  
KRING FÆLLES HJÆLPEPAKKER GIVER  
AFLEDTE EFFEKTER TIL DANSKE KONVERTER-  
BARE REALKREDITOBLIGATIONER”



Dette er dog efterhånden blevet neutraliseret af Riks-  
bankens aggressive QE, hvor de allerede har købt for  
over 75 mia. SEK i Bostäder med forskellig løbetid. Vi  
forventer, at der er mulighed for yderlig indsnævring  
af spændene i forhold til swaps, men i mindre grad  
end på konverterbare realkreditobligationer.

#### LEARNING BOX

Bostäder er en svensk realkreditobligation.

#### Statsrenter

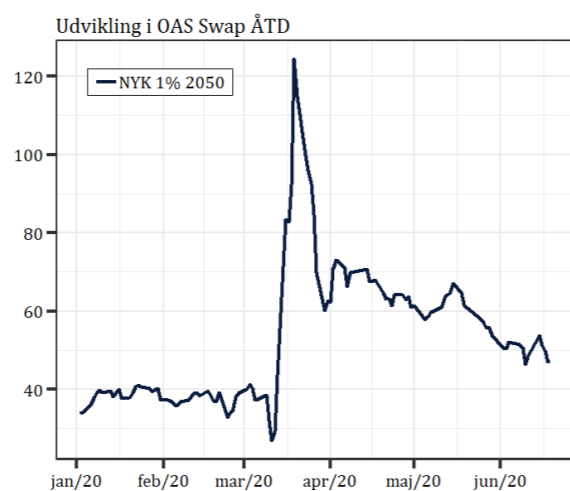
De danske statsrenter kørte kraftigt ud i forhold til  
tyske statsobligationer og danske stater var nu på  
niveauer, som var billige mod tyske stater i et his-  
torisk perspektiv. Forklaringen på, at danske stater  
tabte til tyske stater skal findes i de mange hjælpe-  
pakker fra Finansministeriet. Men ved vished om-  
kring den danske statsudstedelse, samt Eurobonds  
fra EU, har det allerede givet et spænd-indsnævring  
på danske statsobligationer mod tyske målt på  
10-årige udstedelser.

#### Lange realkreditrenter

Med de enorme tiltag fra centralbankerne, især Fed,  
er frygten for nye danske renteforhøjelser forduftet.  
Det er både qua den stærkere krone, samt at staten  
ikke som frygtet behøver at oversvømme markedet  
med statsobligationer.

Da man også er ude og låne i udlandet, har vi oplev-

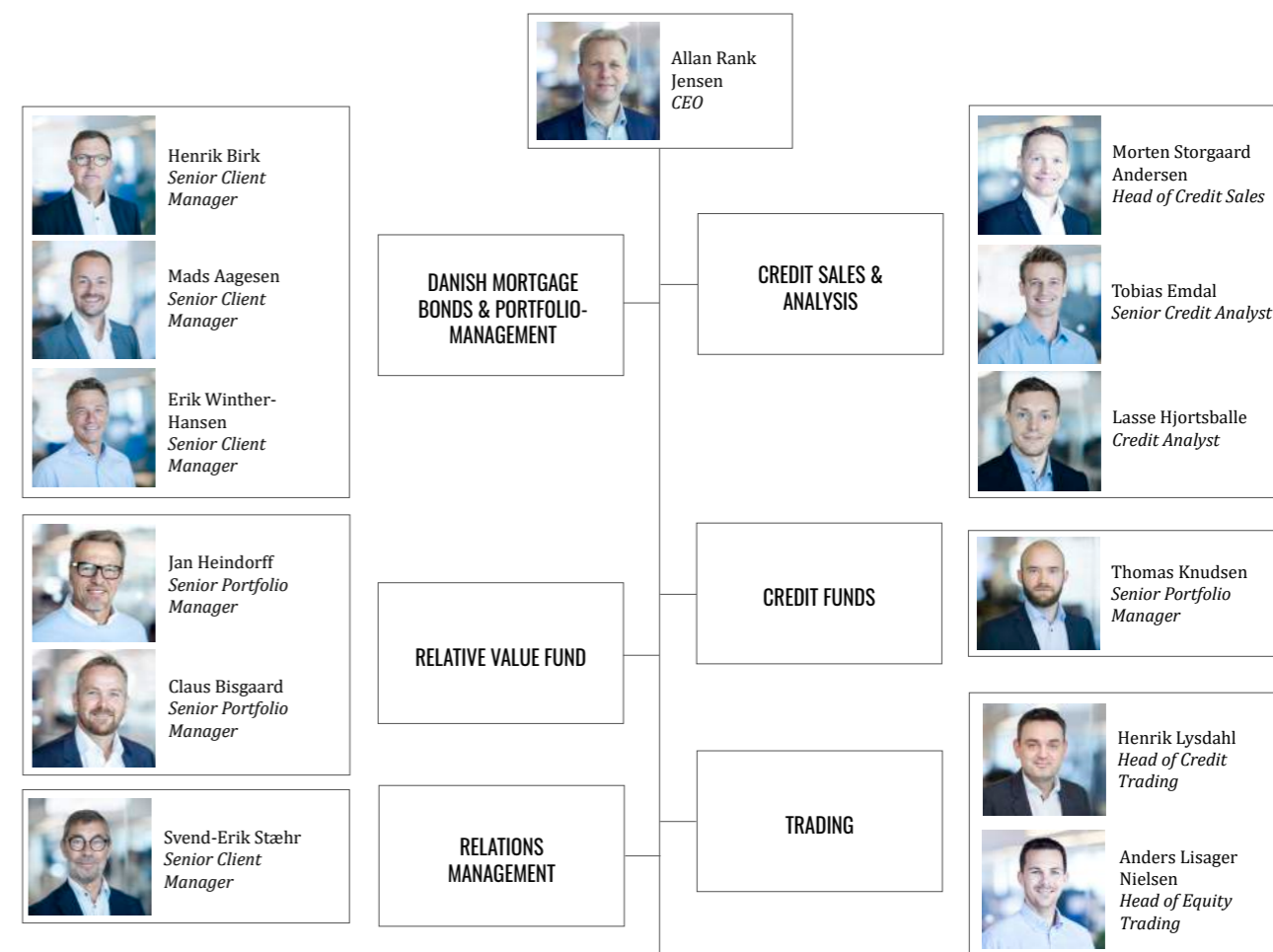
et OAS-indsnævring, men konverterbare realkredit-  
obligationer ligger dog stadig i niveauer, som er  
noget højere, end vi oplevede i slutningen af 2019 og  
i begyndelsen af 2020.



Vi forventer stadig løbende indsnævring af  
OAS-niveauer. Dog forventer vi ikke at se de niveauer,  
vi så i starten af året, hvor varigheden var på sit  
laveste. Her havde udenlandske, primært japanske,  
investorer ikke mange andre interessante alterna-  
tiver som i dag, hvor de kan se værdi i amerikanske  
statsobligationer. På den anden side vil EU's nye  
toner omkring fælles hjælpepakker give afledte effek-  
ter til danske konverterbare realkreditobligationer,  
men det er endnu uklart, hvordan det bliver strikket  
sammen. ■

# HVEM ER VI?

## LIND CAPITAL FONDSMÆGLERSELSKAB (LCFM):

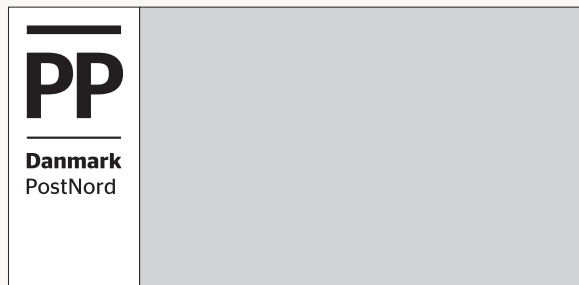


Som interesseret i vores produkter modtager du vores første udgave af Kapital - LCFMs halvårsmagasin. Du vil fremadrettet modtage vores magasin to gange årligt. Såfremt du ikke ønsker at modtage magasinet, bedes du sende en mail til [mkc@lcfm.dk](mailto:mkc@lcfm.dk).



**AFSENDER:**

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



Nr. 01 1. halvår 2020



## PROFIL AF LCFM'S EJER HENRIK LIND

Henrik Lind er stifter og ejer af flere danske selskaber, herunder Lind Capital Fondsmæglerselskab (LCFM). Han er til daglig CEO i Lind Invest – et single family office i Aarhus. Henrik er desuden aktiv i flere bestyrelser og har over 15 års erfaring med ledelse, forretningsstrategi og -udvikling samt med de finansielle markeder.

“Kapital er LCFMs nye 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 fremover kan modtages hvert halve år”.

**- Henrik Lind, Ejer og stifter af LCFM**

**KAPITAL ER LIND CAPITAL  
FONDSMÆGLERSELSKAB (LCFM)S  
NYE HALVÅRSMAGASIN.**