

KAPITAL

LCFMs halvårsmagasin

KRAFTIGT ØKONOMISK REBOUND?

Læs vores forventninger til
kreditmarkedet

Side 18

NÅR KÆLEDYR BLIVER EN MILLIARDFORRETNING

Investorportræt af TRIXIE

Side 24

Hvad kan vi lære af **tiden med Covid-19?**

af filosof, forfatter og erhvervsmand Morten Albæk

Side 4

Nr. 03 1. halvår 2021

Fotograf: Dan Møller

INDHOLDSFORTEGNELSE

Side 2	Indholdsfortegnelse
Side 3	Leder
Side 4	Artikel med Morten Albæk
Side 10	Lær mere om Corproate Hybrider
Side 14	Et dyk ned i LCFMs maskinrum
Side 18	Forventninger til kreditmarkedet
Side 24	Investorportræt
Side 32	Forventninger til det danske obligationsmarked



4



12



16

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.

1. HALVÅR 2021

Redaktionen er afsluttet d. 25. juni 2021.

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:

Morten Albæk
 Lasse Hjortsballe

ANSVARSRASKRIVELSE

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.



ER DETTE 'THE NEW NORMAL'?

Vi er nu nået til 3. udgave af KAPITAL, og jeg glæder mig over, at vores lille eksklusive magasin har fået mange roser med på vejen – roser som først og fremmest skal gives videre til hele redaktionsholdet. De sørger for, at vi endnu engang er nået i mål med et eksemplar, vi er stolte af, og som vi har glædet os til at forkæle vores kunder, investorer og øvrige samarbejdspartnere med.

Vi har denne gang hentet vores investorportræt syd for grænsen hos TRIXIE og stifteren Bonnik Hansen, som gennem mere end 40 år har bygget en fantastisk succes op. Ikke på egen hånd, men, som han selv understreger, sammen med sine mange dygtige og engagerede medarbejdere. Jeg kan 100% tilslutte mig den kultur, Bonnik står for, med fokus på at stille krav, give ansvar og vise anerkendelse overfor sine medarbejdere.

KAPITAL er ikke markedsføringsmateriale, men i forlængelse af ovennævnte afsnit vil jeg alligevel tillade mig at nævne den fantastiske flotte performance, LCFM Credit Fund har leveret siden lanceringen for et år siden. Det havde på ingen måder været muligt uden hele teamet omkring fonden. Fra et dedikeret analyseteam, en omkostningsefficient eksekvering fra handelsbordet til en yderst kompetent og top professionel porteføljemanager

– et kæmpe skulderklap herfra!

I LCFM har vi altid slået os på at turde gøre tingene anderledes og udfordre det eksisterende. Derfor er jeg også rigtig glad for, at vi denne gang kan bringe en artikel med Morten Albæk, som om nogen tør italesætte refleksioner, som rusker op i tingene, og som er frigjorte for vanetænkning. Måske også du, i hans artikel, kan finde inspiration til, hvad vi kan lære af tiden med Covid-19?

Der er ingen tvivl om, at Corona var hovedtemaet for det meste af år 2020, og selvom det også har præget første halvår af 2021, vil jeg mene, at den turbulens vi har set på finansmarkederne i den seneste tid, har haft grobund i inflationsfrygt og stigende renter, mere end det har været på grund af Corona. I den forbindelse vil jeg glæde mig over, at også restriktionerne fylder mindre, og at det snart er muligt at mødes med alle vores kunder og investorer igen. Mere herom følger på den anden side af sommerferien.

Rigtig god læselyst!

/Allan, CEO i LCFM

OM HVAD VIRKSOMHEDER OG VI MENNESKER KAN LÆRE AF COVID-19

VI MØDTE MORTEN ALBÆK TIL EN SNAK OM, HVAD HAN MENER, VIRKSOMHEDER OG VI MENNESKER KAN LÆRE AF EN TID MED CORONA, RESTRIKTIONER, HJEMMEARBEJDE OG ISOLATION. HER FØLGER HANS SVAR:

Interview af Maria Kjær Christensen, Communication Manager
Fotograf Dan Møller, www.danphotography.dk

Når jeg bliver spurgt til, hvordan jeg personligt har oplevet tiden med Corona og de restriktioner og begrænsninger, der fulgte med, så er det interessante, at hvis jeg var blevet spurgt for 15 måneder siden, eller 12 måneder siden, så havde jeg muligvis svaret noget andet. Men nu er svaret baseret på, at vi begynder at tro og håbe på, at vi er på vej ud af Corona-fængslet. Og når jeg bruger fængslet som reference, er det fordi, at der er nogle friheder, som vi for en tid har måttet udsætte. Men fordi vi for en stund har fået begrænset vores fysiske bevægelighed og kontaktflade, så behøver vi ikke give os selv en eksistentiel fodlænke på. Med det mener jeg, at selvom vi har oplevet begrænsninger i frihed og kontaktflade, så er vi også blevet tildelt et tænksomt rum. De fleste af os har været isoleret sammen med mennesker, hvis kærlighed vi ville have svært ved at leve foruden. Personligt har jeg spenderet mere tid med min hustru og børn, end jeg har på noget andet tidspunkt i mit voksenliv. Så selvom jeg så absolut har savnet den fysiske kontaktflade med omverdenen, så sidder jeg også med en erkendelse af, at jeg ikke har lidt noget reelt afsavn. Afsavn mener jeg først, man kan tale om, når man er i en flygtningelejr og ikke bare isoleret i en lejlighed, hvor naboer eller online-supermarkeder bringer alle tænkelige fødevarer til din dørtærskel. Jeg vil også sige, at hvis man ser det som en lidelse at være tvunget til dagligt samvær og samtaler med sin nærmeste familie, så er det muligt, at man skal reflektere en smule over, om man før Corona levede det "rigtige" liv.

Undersøgelser viser, at før Corona følte 8 ud af 10 danskere sig tidspresset i hverdagen, men her "efter" Corona savner vi nu det ydre liv. Det liv, der er fyldt med det, vi kalder perifert. Det er også en af de erkendelser, der er kommet til mig. Betydningen og kvaliteten af perifere relationer. Det er klart, at vi har fået mulighed for ekstra tid med de personer, hvis kærlighed vi ikke kan leve foruden, men nu har vi også nået et tidspunkt, hvor vi gerne vil have lagt en overbygning til, og det er en af årsagerne til, at mange har et stort ønske om at komme ud på arbejdspladserne igen og være sammen med deres kollegaer. Den sidste erkendelse, som Corona har givet mig, er hvor dybt og inderligt forbundet vi er med hinanden. Hvor afhængige vi er af hinanden. Mere end hvad vi har skullet på noget andet tidspunkt i nyere tid.

Vi har kun kunnet komme igennem Corona, fordi vi har vist en næstekærlighed, medmenneskelighed, respekt og solidaritet overfor hinanden.

Vi mennesker er i stand til at overleve, fordi vi har en evne til at finde mening selv i situationer, der er mørke, svære og uforudsigelige. Deri ligger den væsentligste byggesten i det moderne menneskes

MORTEN ALBÆK

Stifter af, og CEO i, Voluntas, der er specialiseret i at rådgive virksomheder, fonde, ejerkredse, bestyrelser, ledere og regeringer i, hvordan man skaber, tilpasser og driver meningsfulde organisationer, brands, samfund og en meningsfuld planet. Han er tidligere Group Senior Vice President & Chief Marketing Officer i Vestas Wind Systems A/S, samt Senior Vice President i Danske Banks afdeling for Idea Generation and Innovation. Han er cand.mag. i historie og filosofi samt tidligere adjungeret professor ved Institut for Læring og Filosofi, Aalborg Universitet. Han er forfatter til flere bestsellers, bl.a. "Generation fucked up?" og "Det gennemsnitlige menneske", og senest "Ét liv. Én tid. Ét menneske".



immunsystem – at vi selv i døden, selv i nederlaget og selv i den ultimative begrænsning kan finde mening. Og hvis vi mennesker ikke var i stand til det, så ville vi ikke være den "suveræne" pattedyrsart, der både kontrollerer, og delvis ødelægger, planeten lige for nuværende.

Når det så er sagt, er der naturligvis nogen, som har sværere herved end andre. Her er det væsentligt at forstå, at for dem der var socialt, økonomisk og psykisk udfordret og skrøbelige før Corona, har Corona været alt andet end en ramme og et fundament for dybe eksistentielle erkendelser. I stedet har Corona gjort, at den skrøbelighed har slået endnu mere rod, og man er måske sågar slået itu rent eksistentielt. Blandt andet har vi set en ulykkelig stigning i antal tilfælde af hustruvold. En vold, som ydermere har været vanskelig at flygte og flytte fra under nedlukningerne.

Alle analyser indikerer, at der kommer en hale af psykologiske affaldsstoffer og regninger ud af Corona og ind i vores samfund. Det betyder, at vi står overfor en masse ulykkelige skæbner, som vi skal have øje for, og som vi skal skabe hjerterum og økonomi til at samle op. Når det er sagt, og det skal siges, så har den klare majoritet af det danske samfund, fordi det danske samfund er så rigt et

samfund, kunnet komme igennem Corona på en langt mere sikker og privilegeret måde end nærmest alle andre samfund. Den økonomiske og fysiske sikkerhed har været langt større i Danmark end i de fleste andre samfund. Det betyder, at de fleste af os er blevet givet en ramme til faktisk at drage nytte af det liv, vi kort fik tildelt. Vi har brugt mere tid i naturen og sammen med dem, vi elsker. Brugt tid på at genoptage fritidsinteresser, fordi mange ikke behøvede at bekymre sig om, hvorvidt vi fortsat havde en lønindkomst i morgen og i overmorgen. Men selvfølgelig skal det nævnes, fordi det er sandt, at for nogen har det været en forfærdelig tid. Også for nogle af de privilegerede, som på grund af hvor de er i livet, har oplevet Corona som et eksistentielt piskesmæld og ikke en eksistentiel katapult. Her taler jeg om de unge. Forskellen på at være 44 eller 46 år er marginal, i forhold til hvor meget livet ændrer sig på halvandet år, men hvis du går glip af halvdelen af 1. g og hele 2. g, så er det en helt anden snak, for det er altså ikke noget, du får igen. Det er dem, som nu er kommet ud af vatter, fordi vi og virussen simpelthen har taget en del af deres livsopbyggelsesprojekt fra dem. De kys, de danse, de smil, de berusede og berusende øjeblikke, som man skal have, når man f.eks. går på et gymnasium eller på en efterskole, har de mistet, og det får de aldrig igen. ▶

Vi havde et stort paradoks før Corona. På den ene side oplevede vi socioøkonomiske fremskridt, som vi aldrig har set før i menneskehedens historie. Vi bliver rigere og rigere, lever længere og længere, bliver bedre og bedre uddannet, får flere og flere ud af fattigdom, og samtidig får vi flere og flere muligheder via teknologien. Alle de socioøkonomiske fremskridt kan simpelthen ikke diskuteres. De er faktuelle. Men på trods af de fremskridt, så bliver vi også mere og mere medicinerede, ensomme, stressede, deprimerede, angste osv. Det paradoks er i den grad blevet forstærket under Corona, hvor vi igen er blevet mindet om, at vi mennesker ingenlunde er maskiner, og at end ikke den ypperste teknologi i verden er til megen nytte, når livet slår knuder.

Helt konkret publicerede Deloitte for nyligt en rapport der viste, at millennials er meget mere stressede nu, af at gå på arbejde og generelt set i livet, end de var før Corona. Faktisk føler knap halvdelen af de adspurgte sig stressede eller ængstelige for det meste eller hele tiden, hvilket selv med jysk underdrivelse in mente må siges at være alarmerende. Før Corona vidste vi, at det mest stressede alderssegment var de 16-24-årige, mens de næstmest stressede var de 25-34-årige, og det er nu blevet forstærket, viser Deloitte's rapport. Men hvad skal vi gøre ved det? Vi skal gøre noget ved det fra tre dimensioner. Vi skal gøre noget ved det i opdragelsen, i pædagogikken, og vi skal gøre noget ved det ude på arbejdspladsen.

Opdragelsen er forældrenes ansvar, pædagogikken er vores institutioners og uddannelsessystems ansvar, og arbejdspladsen er et ledelsesmæssigt ansvar. I forhold til opdragelsen, så skal vi forældre være fokuseret på at hjælpe vores børn op ad selvrespektstigen fremfor karrierestigen.

Med andre ord skal vi have langt større fokus på, at vores børn får en dannelse af os, hvor fokus er på at udvikle et stærkt og sundt selvværd.

Altså at få sine børn til at forstå at værdsætte sig selv i sin ret som menneske fremfor hele tiden at anerkende dem på basis af deres evner eller præstationer, og den vej igennem stimulere deres selvtillid. Det er selvværdet, i overført forstand, som holder os mennesker i live, og som er med til at gøre, at når vi oplever pres, nederlag og stress, så er vi i stand til at rejse os derfra og træde fremad og ud i livet. ▶

“Før Corona vidste vi, at det mest stressede alderssegment var de 16-24-årige, mens de næstmest stressede var de 25-34-årige, og det er nu blevet forstærket, viser Deloitte's rapport. Men hvad skal vi gøre ved det? Vi skal gøre noget ved det fra tre dimensioner. Vi skal gøre noget ved det i opdragelsen, i pædagogikken, og vi skal gøre noget ved det ude på arbejdspladsen.”



Vi bør ligeledes trække den eksistentielle dimension med ind i uddannelsessystemet, for hvad er der ved at lære noget som helst fagligt eller professionelt, hvis det ikke også er med til at lære dig noget om dig selv som menneske. Vi er i gang med at skabe en generation, hvis eksistentielle immunforsvar er utroligt skrøbeligt. Når vi taler om de 16-24-årige, eller lidt ældre, så er de på den ene side mere idealistiske, end vi nogensinde har været før. Med andre ord har de en klar idé om, hvad der er det rigtige, ægte og væsentlige ift. det etiske, miljømæssige osv. Men de er samtidig også mere følelsesmæssige porøse, end vi har dokumentation for, at nogen generation har været før dem. Det betyder, at hvis vi skal gøre dem klar til arbejdsmarkedet, skal vi give dem andre evner end bare at kunne begå sig i et Excel-ark, jonglere fire-fem forskellige sprog eller mestre en eksamen, som har meget lidt at gøre med, hvordan det er at blive eksamineret ude på arbejdspladsen.

Med andre ord skal vi gøre selverkendelsen til en rød tråd igennem uddannelsessystemet, så når du går ud af folkeskolen, har du lært dig selv en lille smule bedre at kende, end dengang du startede, når du går ud af din ungdomsuddannelse, har du lært dig selv endnu bedre at kende, og når du kommer ud af din voksenuddannelse, så har du fået værktøjerne til at erkende dig selv på, hvad du kan, hvad du ikke kan, hvem du er, og hvem du aldrig ønsker at blive. Det har vi aldrig haft fokus på i uddannelsessystemet, fordi det har været bygget omkring 'hu-

man resource management', hvor vi ser mennesket som en ressource, som vi som samfund skal administrere hen imod at skabe mest mulig værdi ud af på et arbejdsmarked. Det kan godt være, at vi intellektuelt som samfund, og sågar som mennesker, kan få det til at give mening, men sindet kan vi ikke narre. Det giver ingen mening at se på sig selv, eller på andre mennesker, som en ressource, fordi du er noget meget mere unikt end blot det. Og det bringer mig til det ledelsesmæssige ude på arbejdspladsen.

På arbejdspladsen er vi nødt til at tage imod nye kollegaer på en anden måde, end hvad vi er vant til. De generationer, som entrerer arbejdsmarkedet nu her, abonnerer ikke på begrebet work-life balance. For dem er arbejde, qua at de også er mere idealistiske, et sted, hvor de ikke blot klokker ind fra 8 til 16. De integrerer sig med deres fulde personligheder. Dvs. at de har en forventning om, at arbejde ikke bare skal give pekuniære fordele, men også skal give mening for dem. Det er altså noget andet at lede en organisation ud fra, at man tidligere bare skulle gøre medarbejderne tilfredse, til at man nu skal give dem mening i deres liv gennem ledelse, og gennem det arbejde de får lov til at udføre.

Tilfredshed og tilfredsstillelse hænger sammen. Så hvis du gerne vil have, at folk er tilfredse med at møde ind på arbejde, skal du sørge for at tilfredsstille deres basisbehov. Vi mennesker kan sagtens få vores behov tilfredsstillet, uden at vi synes, vi lever et meningsfuldt liv. Jeg tager på ferie, og det er

ganske tilfredsstillende. Det var et behov, jeg havde, som blev tilfredsstillet, men jeg kan stadig ligge på solsengen og være ulykkelig. Jeg vil gerne have et hæve-sænke bord. Jeg får det, og det tilfredsstiller et af mine behov, men jeg kan stadig godt føle, at det arbejde, jeg udfører, er komplet meningsløst. Så der er en stor forskel på tilfredshed og mening, og det er vi nødt til at forstå, hvis det er sådan, at vi skal komme 'det store paradoks' til livs.

Uanset om vi kigger på de yngre eller ældre generationer på arbejdsmarkedet, så er der nogen, der føler, at de er blevet mindre ensomme af at arbejde hjemme. Det er dog en minoritet. Det vil sige, at når medarbejderne kommer tilbage, så gør langt de fleste det ikke, fordi de er tvunget til det, eller fordi de har lyst til det, men fordi det er en eksistentiel nødvendighed for dem. Det handler om tilhørsforhold, som også er én af de fire drivere for, at vi mennesker kan finde mening i det arbejde, vi udfører.

Jeg synes, vi skal glæde os over, at Zoom og Teams har eksisteret, men lad os lade være med at opløfte det til et mål i sig selv at fortsætte med at gennemføre så mange online møder som menneskeligt muligt. For i sidste ende er det en umenneskelig måde at forsøge at skabe menneskelig interaktion på. Jeg mener ikke, vi skal gøre mere brug af det fremadrettet, end vi gjorde før Corona.

Det at tro, at vi skaber meningsfulde arbejdspladser ved at forhindre hinanden i at se hinanden i den virkelige verden, tror jeg, vi kommer til at opleve som værende et falsum. De, der går den vej, vil opleve, at deres employer brand vil erodere relativt hurtigt. Og så tror jeg, at de ledere, som har klaret sig bedst igennem den her udfordring og krise, er blevet ledere, ikke fordi de var teknokrater, men fordi de har valgt at blive ledere enten gennem tilfældigheder, eller fordi de er nysgerrige på, og forelskede i, det menneskelige sind og dermed i stand til at udvise

“Ledere skal have fokus på, og sørge for at stimulere, det sociale tilhørsforhold kollegaerne imellem, og det er ekstremt vigtigt. Hvis man ikke gør det nu her og det næstkommende kvartal, så vil medarbejderne, og i særdeleshed de dygtigste, som ved, at de har valgmuligheder, begynde at søge ny arbejdsgiver, som har fokus på dét at have nogle gode, varme kollegaer, som man har lyst til at være sammen med.”

Den potentielle, usynlige konflikt kan opstå i situationer, hvor lederen får alle sine medarbejdere tilbage i organisationen, men sætter dem i gang med at agere som tremmekalve, som bare skal lukke sig omkring deres egne projekter og opgaver. Sandheden er, at de mennesker der møder ind, mere end noget som helst andet, har behov for at samarbejde og sameksistere på arbejdspladsen med deres kollegaer. Og det skal man som leder være bevidst om og skabe struktur for. Det er meget vigtigere nu end tidligere at lave større projektteams, fordi der simpelthen er nogle sociale stimuli, man skal have samlet op på. Så kan det godt være, at vi står et andet sted om et år, men her på den korte bane er det et tab på livskvalitet, produktivitet og fastholdelse, hvis man som leder og organisation ikke har fokus på det.

interesse, nysgerrighed og opmærksomhed på, hvordan medarbejdere, man ikke så fysisk, havde det. Vi skal forstå, at hvis der er to intelligenser, der er de vigtigste for en dygtig leder, så er det den interpersonelle intelligens og intrapersonelle intelligens og ikke din IQ. Man kan fodre svin med folk, der har en IQ på gennemsnittet eller mildt over gennemsnittet, men det er svært at finde de ledere, som excellerer på deres interpersonelle intelligens – altså deres evne til at mærke, føle og kende sig selv. Samt deres intrapersonelle intelligens – altså deres evne til at mærke, føle og lære andre mennesker at kende. Jeg tror på, at de ledere med høj intelligens på de to dimensioner under Corona, helt sikkert også har et stærkere følgeskab i dag. ■



CORPORATE HYBRIDER - EN STRUKTUREL RISIKO I “SIKRE” SELSKABER

Artikel af Lasse Hjortsballe, Senior Credit Analyst

LCFM Credit Fund opererer med fire segmenter: europæisk high yield, subordinerede udstedelser fra banker og forsikringsselskaber, samt corporate hybrider. De tre sidstnævnte områder adskiller sig kraftigt fra “almindelige” europæiske high yield obligationer, da risikoen i højere grad er “strukturel”, end den er baseret på den underliggende forretningsrisiko. I det følgende vil vi give en kort introduktion til corporate hybrider, samt give vores forklaring på, hvorfor vi ser det som et attraktivt segment.

Hvad er en corporate hybrid?

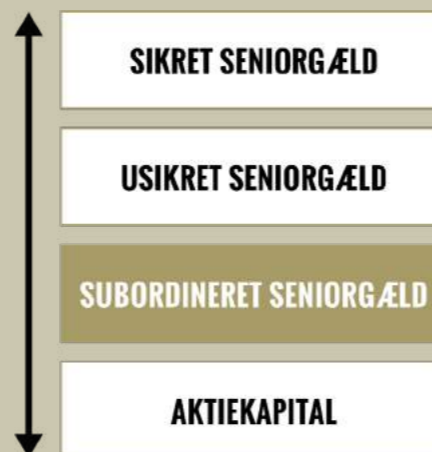
Kort fortalt er en corporate hybrid en subordineret obligation udstedt af en ikke-finansiell virksomhed - altså af en virksomhed der ikke er en bank eller et forsikringsselskab. Hybrider fungerer dog generelt fuldstændigt som almindelige obligationer, da det er et lån til en virksomhed, der betaler rente på hovedstolen.

Navnet “hybrid” kommer af, at udstedelsen har karakteristika fra både obligationer (f.eks. de nævnte kuponbetalinger), men også fra aktier (f.eks. muligheden for at udskyde kuponbetalinger samt typisk uendelig løbetid). Subordineringen dækker over, at hybridinvestorer, i tilfælde af konkurs, først tilbagebetales efter investorer i selskabets seniorobligationer (se learning box på næste side). ▶

LEARNING BOX

I tilfælde af konkurs vil en virksomheds resterende aktiver fordeles til selskabets kreditorer ud fra en defineret rangorden. Sidst i rækken findes aktionærerne, og lige før dem findes de subordinerede långivere. På baggrund af dette vil udstedelser fra denne del af kapitalstrukturen have lavere rating samt bære en højere løbende rente.

Foruden seniorgæld med high yield rating, investerer LCFM i subordineret gæld fra selskaber, der på seniorniveau er investment grade, men hvor den subordinerede gæld hovedsageligt er high yield. På den måde er det i højere grad "tekniske faktorer", fremfor decideret konkursrisiko, som styrer kursudviklingen.



Hybrider er interessante at udstede for selskaber, fordi de giver visse fordele. Grundet de aktielignende features tæller de i ratingmæssig sammenhæng som 50% gæld og 50% egenkapital, mens de i regnskabsmæssig sammenhæng (IFRS) kan tælle som 100% egenkapital (seniorobligationer vil i begge tilfælde tælle som 100% gæld).

Ved at udstede hybridkapital kan et selskab derfor fremstå mindre forgældet, hvilket kan hjælpe til at opnå en bedre kreditrating og/eller bedre finansielle ratioer. Prisen er en højere effektiv rente. Ratingbureauerne har dog fastsat krav til, hvor meget hybridkapital et selskab må udstede.

Hvorfor er corporate hybrider en interessant investering?

På baggrund af subordineringen og de aktielignende features er man som investor udsat for en større risiko ved at investere i hybrider, relativt til en seniorobligation fra samme selskab. Derfor vil man som investor kræve en højere rente.

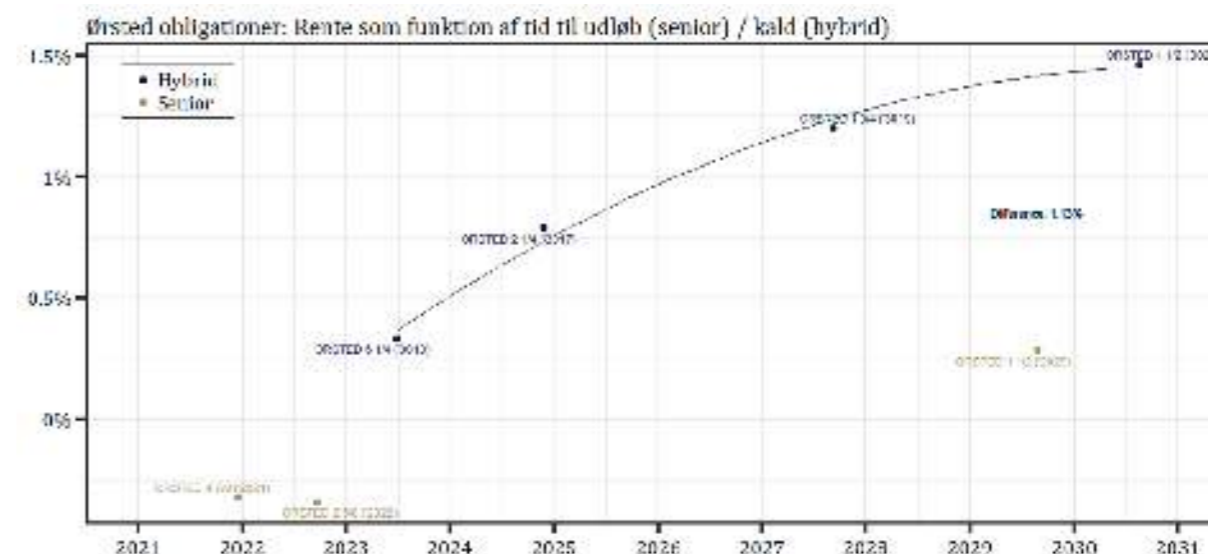
Ratingbureauerne (S&P og Moody's) vælger typisk at rate hybrider to til tre "notches" (niveauer) under den tilsvarende seniorrating (se learning box til højre). Der kan derfor opstå tilfælde, hvor det bagvedliggende selskab er Investment Grade, men hvor hybriderne, grundet de to "notches" lavere rating, vil være High Yield.

Sammenligner man en BB+ rated hybrid med en BB+ rated seniorobligation fra et andet selskab, vil de altså ved første øjekast have samme kreditrisiko - risikoen er dog drevet af to forskellige faktorer:

For seniorobligationen er risikoen drevet af et usikkert bagvedliggende selskab, mens risikoen i hybrid- en i højere grad er "strukturel" - den vil bl.a. være den første til at tage tabet, hvis det mere "sikre" selskab (med underliggende BBB rating) skulle komme i problemer.

Ovenstående oprids er relativt forsimplet, og der er mange flere ting, man skal have in mente. Hybrider er som nævnt typisk uendeligt løbende, men kan istedet "kaldes" (tilbagebetales) på specifikke datoer. Derudover har det udstedende selskab mulighed for at udskyde kuponbetalinger for evigt. Det er derfor som investor vigtigt at forstå virksomhedens incitamentstruktur i forhold til at udvælge de mest attraktive investeringer, og lige præcis her har LCFM specialiseret sig.

Forstår man den bagvedliggende risiko, kan corporate hybrider være en god måde at finde en høj rente fra selskaber med god kreditværdighed, ligesom hybrider kan give eksponering mod en anden type risiko, hvilket er med til at diversificere den samlede portefølje.



Eksempel på en hybridudsteder: Ørsted

Et eksempel på en hybridudsteder er Ørsted. I figuren ovenfor har vi vist Ørsteds udestående obligationer i EUR, hvor y-aksen angiver den effektive rente, mens x-aksen viser tiden til udløb (for seniorobligationerne) eller næste kald (for hybriderne). Det har historisk været "normalen", at hybrider kaldes ved første mulighed, hvorfor vi typisk regner hybrider hertil (parenteserne angiver udstedelsernes faktiske udløb).

I figuren har vi estimeret Ørsteds hybrid-kurve, og det ses, at den ligger omkring 1,13% højere end en tilsvarende Ørsted seniorobligation. Hybriderne er rated BB+ ved Standard & Poors (S&P), mens seniorobligationerne er rated BBB+ (tre notches højere). Når LCFM investerer i hybrider, består investeringspro-

cessen først og fremmest i at holde renten op mod de strukturelle risici og den underliggende forretning. I denne vurdering indgår den førnævnte rentepremie, ligesom øvrige elementer kvantificeres. Lige præcis Ørsted-hybriderne giver blandt markedets laveste rente pick-ups til seniorkurven, grundet en velfungerende underliggende forretning og få strukturelle risikoelementer. Denne merrente kan dog variere fra alt mellem 0,75% og 3,5% alt efter løbetid og selskab.

Forstår man den underliggende risiko, kan man altså finde yderst attraktive investeringer blandt markedets corporate hybrider, hvorfor det er et område, LCFM har stort fokus på. ■

LEARNING BOX

Mange selskaber har en rating på deres kreditværdighed. I figuren her ses S&P's skema.

Selskaber af den højeste kvalitet rates AAA, mens selskaber på randen til konkurs rates D.

Ratings i den øverste halvdel kaldes Investment Grade (IG) og dækker over "lav" risiko, mens High Yields (HY) ratede selskaber vurderes at have "høj" risiko.

AAA			IG
AA+	AA	AA-	
A+	A	A-	
BBB+	BBB	BBB-	HY
BB+	BB	BB-	
B+	B	B-	
CCC+	CCC	CCC-	
CC	C	D	

ET DYK IND I MASKINRUMMET

Mød Ulrik, Business Controller i LCFM, og få et dybere indblik i hans arbejde med at effektivisere og automatisere processer, modeller og rapportering til kunder og investorer.

Interview af Maria Kjær Christensen, Communication Manager

I Middle Office (MO) teamet sikres der, at alle daglige kontroller og diverse rapporter gennemføres, og at der altid er styr på relevant data. Derudover arbejder medarbejderne i MO proaktivt på at udvikle, effektivisere og automatisere processer og modeller. Ulrik fortæller:

”Mine ansvarsområder har med tiden bevæget sig længere væk fra det daglige og over til det sidstnævnte. I begyndelsen af min ansættelse var jeg i langt højere grad involveret i de daglige opgaver sammen med vores Controller Specialist, Sanne Mølggaard. Opgaver som blandt andet består af at køre forskellige modeller, som giver os indsigt i data for bedre at kunne kontrollere, overvåge, og afstemme at alt i det daglige regnskab opfører sig retmæssigt. Herudover er en stor del af det daglige arbejde også at sikre, at alle vores handler stemmer med modparterne og dermed bliver afviklet korrekt og til tiden.”

Ulrik fortæller videre, at det at have været inde over de daglige opgaver har givet en god forståelse for hele forretningsgangen i MO, samt i LCFM generelt. Han forklarer, at det har givet et godt solidt fundament til bedre at kunne løfte den anden del af arbejdet i MO, nemlig at udvikle, effektivisere og automatisere processer og modeller. For jo bedre en forståelse man har for det praktiske, desto nemmere er det at forbedre det.

”Personligt motiveres jeg rigtig meget i opgaven med at forbedre, effektivisere og automatisere

processer. Det kan for eksempel være at programmere modeller, som kan køres med et enkelt klik på musen, og som rent faktisk bidrager og gør en positiv forskel for forretningsgangen. Det kan også være i forbindelse med, at der sker ændringer eller tilføjelser i selskabet, som kræver opdateringer og ekstra vedligeholdelse af modeller. Det var for eksempel tilfældet, da vi opstartede vores LCFM Credit Fund”, forklarer han.

Som følge af fondens innovative opbygning af CFD-ere skulle der nemlig gøres en del tiltag i forhold til at tilpasse data til LCFMs modeller. Derudover skulle der, i samarbejde med LCFMs IT-folk, tilpasses flere af de internt udviklede applikationer.

Samarbejde på tværs af afdelinger

Som en naturlig del af arbejdet og ansvaret i MO har medarbejderne tæt kommunikation og samarbejde med de ansvarlige for IT. Både når der skal optimeres på nuværende modeller og programmer, men også når der skal udvikles nyt.

Et godt eksempel er udviklingen af LCFMs nye Execution Matching tidligere på året. Execution Matching er en applikation, der er udviklet internt til automatisk at kunne matche alle handler med modparterne og dermed afstemme, om man er enige om pris, mængde og handelsomkostninger. Det sidstnævnte bliver således fordelt ud på hver enkelt handel, og det daglige regnskab kan afstemmes.

LCFM har naturligvis også tidligere haft et Execu-

Ulrik Thyregod Thomsen er en del af LCFMs Middle Office (MO) team, som blandt andet sikrer, at alle handler stemmer med LCFMs modparter og dermed afvikles korrekt og til tiden. I denne artikel giver Ulrik et dybere indblik i maskinrummet i MO og forklarer nærmere om, hvordan LCFM kontinuerligt arbejder på at effektivisere og automatisere processer, modeller og dermed rapportering til blandt andet forvaltningskunder og investorer.

tion Matching program, men man valgte at udvikle et nyt, da det gamle program var begyndt at blive ustabil og krævede, at flere og flere handler skulle matches manuelt. Ulrik uddyber:

”For at undgå en lappeløsning af det daværende Execution Matching program, valgte vi at bygge et nyt op helt fra bunden, så vi sikrede et program, der var 100% skræddersyet til LCFMs behov i dag. I forbindelse med projektet var mit primære ansvar at hjælpe IT til at forstå, hvordan data skulle tolkes og håndteres, hvordan programmet skulle fungere, samt hvilke funktioner det kunne have gavn af.”

Ulrik forklarer ligeledes, at samarbejdet på tværs af teams i LCFM generelt giver stor værdi til forretningen, og indblikket i de forskellige teams' behov betyder, at det er nemmere at være behjælpelig med at udvikle værdifulde løsninger. Fokus på effektivisering og automatisering giver også værdi til andre forretningsgange i LCFM.

Et eksempel er til LCFMs complianceansvarlige,

Pernille Vestergaard, hvor Ulrik har udviklet en model der automatisk trækker og beregner data til de rapporter, der skal laves, og derudover har han forbedret de modeller, der anvendes til bestyrelsesrapportering. ”Forbedringen af modellerne har betydet, at Pernille nu hurtigere og nemmere kan udtrække og opdatere data”, fortæller Ulrik.

Apropos rapportering, så er Ulrik ligeledes ansvarlig for at producere de månedlige afkastrapporter til LCFMs forvaltnings- og rådgivningskunder samt investorer. Her understreger han, at det er vigtigt for ham, at disse sendes ud hurtigst muligt og naturligvis uden fejl. Ansvarer består også i at stå klar til at assistere, hvis kunder eller investorer måtte have spørgsmål til deres månedsrapport. Alt efter hvilken månedsrapport man får tilsendt, kan den indeholde udviklingen af formueværdi, herunder omkostninger, en specifikation af beholdning, alle handler, månedlig og ÅTD-performance af positioner, samt en sammenligning af relevante benchmarks. ▶



”Udover afkastrapporterne beregner jeg også performance og management honorar på vores fonde hver måned. Tidligere blev det gjort via en manuel proces, men en af mine første opgaver, som en del af MO i LCFM, var at automatisere dette bedst muligt”, forklarer Ulrik. Resultatet af det automatiseringsprojekt betyder, at MO nu, med få klik, kan foretage beregningerne, uploade til databasen og generere fakturaer og arks, som automatisk bliver vedhæftet i mails, klar til afsendelse til NPA – Nykredit Portefølj Administration, som er LCFMs FAIF (Forvalter af Alternative Investeringsfonde).

Kontakten med kunderne

Ulrik fortæller, at han, i forbindelse med sit arbejde på afkastrapporterne, til tider er i kontakt med LCFMs kunder og investorer: ”Udover at man, som kunde eller investor i LCFM, modtager en rapport hver måned, og forhåbentlig har gavn af indholdet, så kan man til enhver tid kontakte mig og stille spørgsmål, hvis man har brug for uddybning af tal”.

I samme forbindelse fortæller Ulrik, at det er vigtigt for ham at understrege, at kunder og investorer bestemt heller ikke skal holde sig tilbage, hvis man har ønsker omkring tilføjelser eller ændringer til indholdet i rapporten. Det tager LCFM gerne imod, forklarer han. For som han siger, så er det yderst vigtigt, at rapporten er så fyldestgørende og brugbar for modtageren som muligt.

Et andet mindre automatiseringsprojekt, som Ulrik har været ansvarligt for, og som han ligeledes håber, kan være med til at skabe værdi for LCFMs investorer, er lanceringen af en funktion relateret til LCFMs fondes nøgletal på LCFMs hjemmeside:

”Normalt opdaterer vi manuelt de officielle nøgletal på vores fonde hver onsdag, med tirsdagens lukkepriser, men nu har vi tilføjet en ekstra applikation til hjemmesiden, som betyder, at fondenes officielle indre værdi (NAV) automatisk bliver opdateret, når vi modtager afstemningen af porteføljen fra NPA. Forventeligt sker dette dagligt sidst på formiddagen, hvor vores investorer kan gå ind og holde sig opdateret på fondenes performance,” forklarer Ulrik.

Ambitionerne for fremtiden

LCFM er et selskab i konstant udvikling, og ambitionerne omkring yderligere udvikling, effektivisering og automatisering af modeller og processer, som

skaber værdi, står i kø, fortæller Ulrik:

”Vores ambitioner i LCFMs MO team, og mine egne ligeledes, er kontinuerligt at øge automatiseringen så meget som muligt for de gængse forretningsgange, så vi derigennem frigiver mere tid til at fokusere på andre opgaver.”

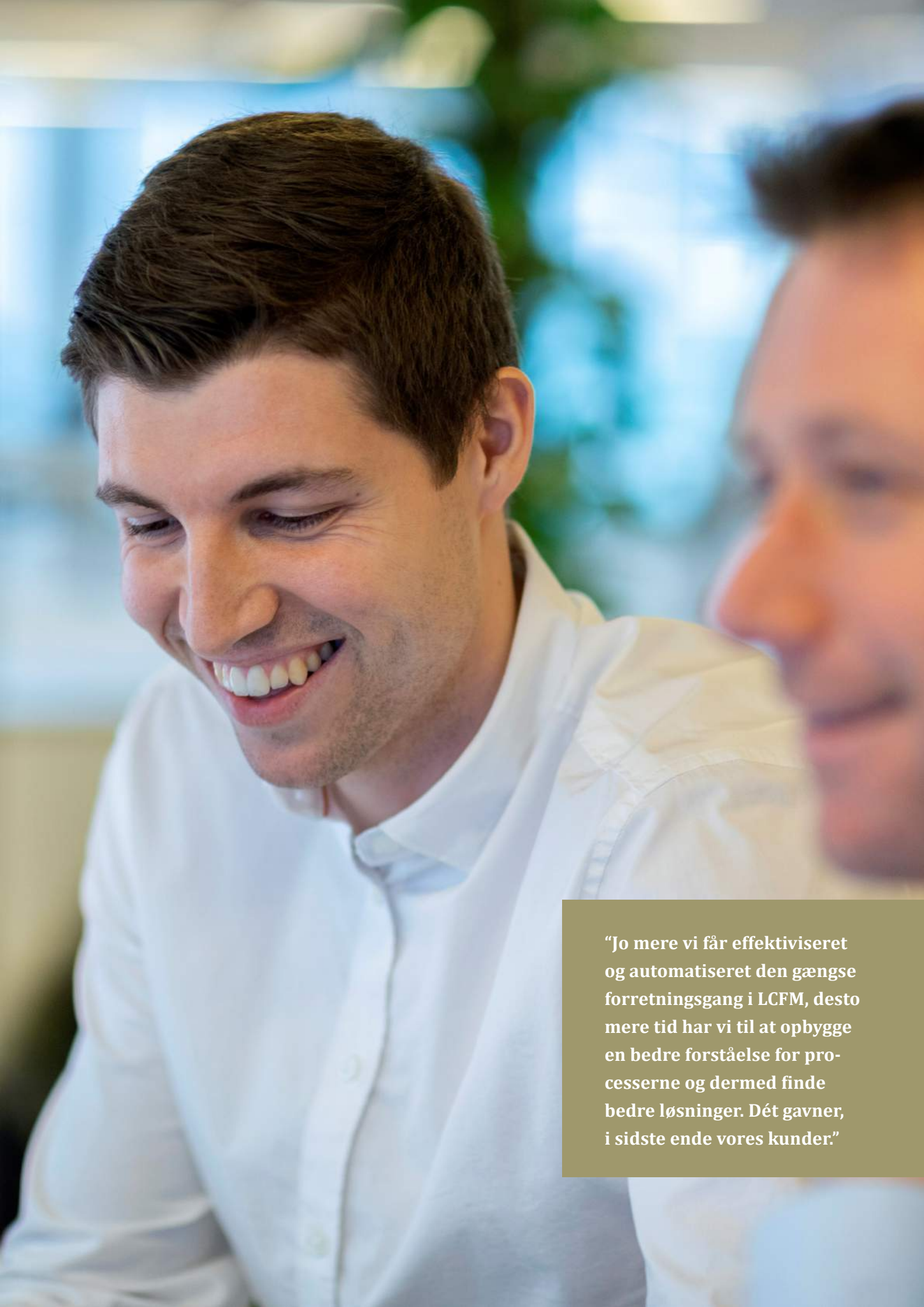
Som Ulrik forklarer det, så bliver der hele tiden kigget efter nye og smartere måder at gøre tingene på – både på interne processer men også for LCFMs kunder og investorer. Ét af de projekter MO og Ulrik planlægger at kigge nærmere på i fremtiden, er muligheden for at flytte rapportering, til de forvaltnings- og rådgivningskunder der måtte ønske det, over i Microsoft Power BI (business intelligence):

”I dag udsendes afkastrapporteringen i en relativ simpel PDF-fil. Her leger vi med tanken om, at vi på sigt gerne vil kunne tilbyde, at det også bliver muligt at modtage rapporten i Power BI. Her er der, i langt højere grad, mulighed for en mere interaktiv og dynamisk rapport, da man kan tilføje flere lag til rapporten. Det ville eksempelvis betyde, at kunden kunne klikke på en af sine beholdninger og dermed se flere detaljer, såsom en graf over udviklingen af pris eller performance,” fortæller Ulrik.

Et projekt, som ligger noget længere ude i fremtiden, er muligheden for at kunne tilbyde LCFMs forvaltningskunder at tilgå sin dagligt opdateret afkast-rapport via login på LCFMs hjemmeside. Som Ulrik forklarer, er det dog et projekt, der ligger et godt stykke ude i fremtiden, da det kræver en del omfattende tiltag og ændringer, før det vil blive muligt:

”Udover at det kræver en stor server, som automatisk kan opdatere data, lave alle beregningerne og uploade det til hjemmesiden, kræver det også en funktion på hjemmesiden, hvor kunderne kan logge ind. Det er derfor ikke noget, vi kommer til at kunne tilbyde lige foreløbigt, men det understreger meget godt, at vi har store ambitioner for fremtiden,” fortæller Ulrik.

Selvom projektet ikke bliver en del af MO eller Ulriks arbejde i den nærmeste fremtid, så er der ingen tvivl om, at ambitionerne for yderligere udvikling, der imødekommer kundernes behov, er store i LCFM. Det går nemlig hånd i hånd med ønsket om at skabe, og vedligeholde, langvarige relationer gennem tæt dialog med kunden. ■



”Jo mere vi får effektiviseret og automatiseret den gængse forretningsgang i LCFM, desto mere tid har vi til at opbygge en bedre forståelse for processerne og dermed finde bedre løsninger. Dét gavner, i sidste ende vores kunder.”

FORVENTNINGER TIL KREDITMARKEDET

Vacciner, genåbning og stimulus har resulteret i et endnu kraftigere økonomisk rebound end forventet. Det har skabt bekymring for stigende inflation og en stramning af pengepolitikken. Risikopræmierne i kreditmarkederne viser dog ikke de store tegn på bekymring, da de er tæt på pre-corona niveauerne.

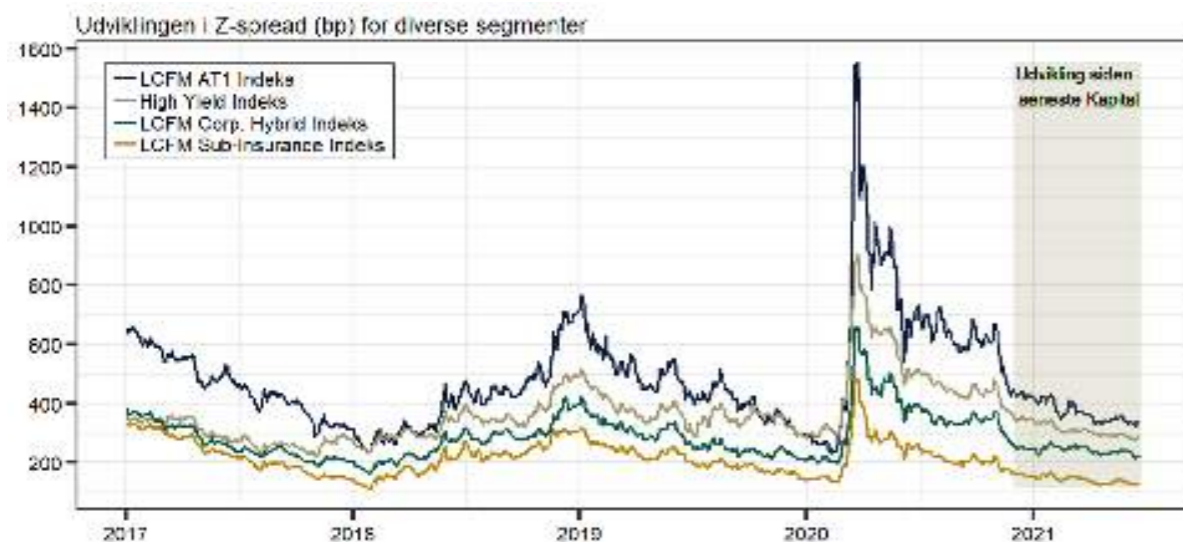
Artikel af Lasse Hjortsballe, Senior Credit Analyst

Da sidste version af "Kapital" udkom i december havde nyheden om effektive vacciner lige ramt markedet. Dengang var forventningen, at flokkimmunitet gennem vaccination kunne opnås i første halvdel af 2021 i både USA og Europa. Derudover blev flere usikkerhedsmomenter afklaret, da både det amerikanske præsidentvalg og Brexit forløb uden at påvirke markedet synderligt.

Som konsekvens af mindre politisk usikkerhed og en forventning om snarlig flokkimmunitet, kørte spændene i vores segmenter kraftigt ind i slutningen af andet kvartal 2020 og denne udvikling fortsatte

i første halvår af 2021. Dette er illustreret i figuren herunder, som viser spændudviklingen for vores fokusområder siden 2017.

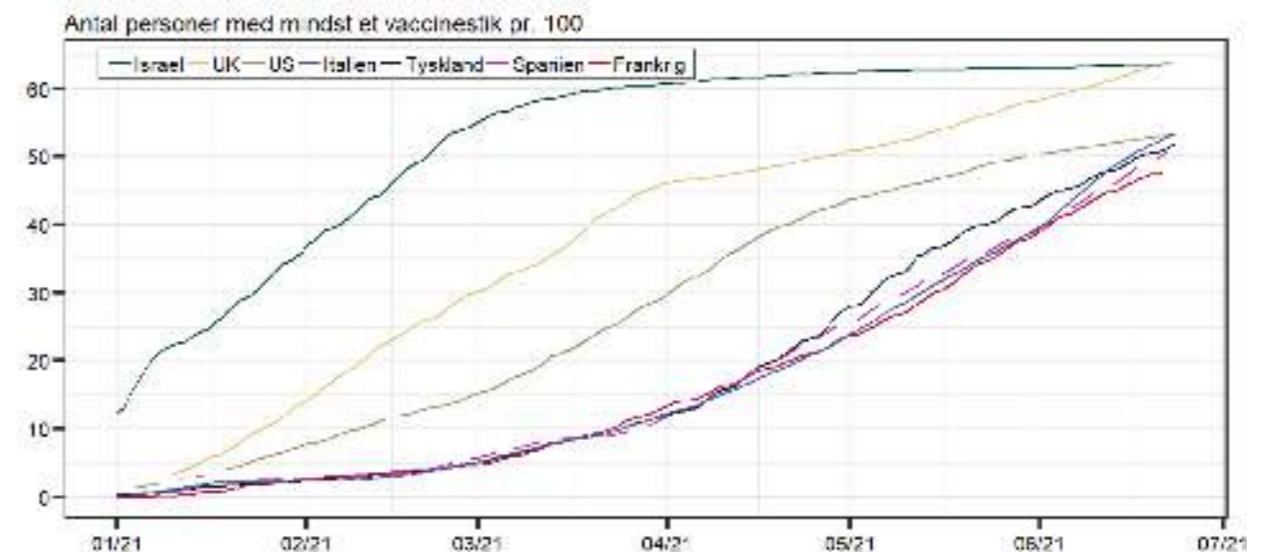
Vores forventning til 2021 var, at de største temaer fra 2020 ville blive ved med at påvirke markederne i det nye år. Vi forventede, at vaccineudrulningen og stimulus fra finans- og pengepolitikken ville fortsætte med at trække spændniveauerne ned mod de lave niveauer fra før pandemien. De største risici var i vores øjne markedsbekymring om stigende inflation grundet en risiko for overophedning af økonomien, samt tilbagerulningen af diverse hjælpepakker.



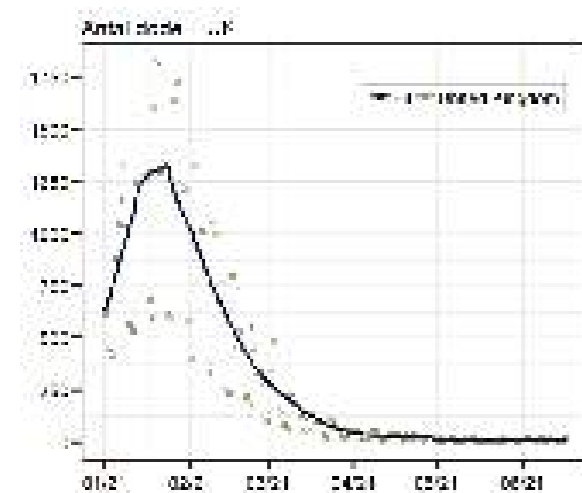
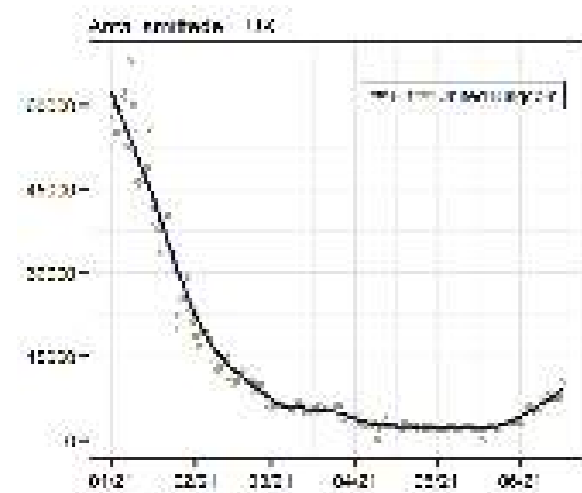
Vaccinerne tillader gradvis lempelse af restriktionerne

Første halvår 2021 har i den grad været præget af netop et fokus på vaccineudrulningen, massiv finans- og pengepolitisk stimulus, hastigt stigende økonomisk aktivitet og frygten for stigende inflation. Vi starter med at kigge på den accelererende vaccineudrulning. Med udrolningen af vacciner i både EU og

USA begynder en fremtid uden nævneværdige coronarestriktioner at nærme sig. Israel, USA og UK har været foregangslandene i vaccinationskampagnerne, men i takt med at vaccineleverancerne stiger i EU, er EU hastigt begyndt at indhente efterslæbet, jf. figuren nedenfor, der viser antal personer med mindst et vaccinstik pr. 100 indbyggere. ►



Varmere vejr og en stigende andel af vaccinerede borgere betyder, at restriktionerne gradvist kan lempes. Fremkomsten af nye mere smitsomme coronavirusvarianter kan dog betyde, at restriktionerne må genindføres til vinter igen. Pt. er det specielt den indiske variant, der spøger. I UK stiger smittetallene grundet varianten, på trods af at ca. 60% af befolkningen har modtaget første vaccinstik.



I EU har restriktionerne indtil videre både være strengere og indført i længere tid end i USA, hvilket har bidraget til, at forventningerne til BNP væksten i EU er væsentligt lavere, end de er i USA. Forskellen i vækstforventninger skyldes også den massive finanspolitiske stimulus USA har bragt på banen, der er en del større end hjælpepakkerne fra EU. Alt i alt er forventningen i markedet nu, at USA's økonomi vil være 7% større ultimo 2022 end den var pre-corona. Omvendt vil EUs økonomi kun være 1% større.

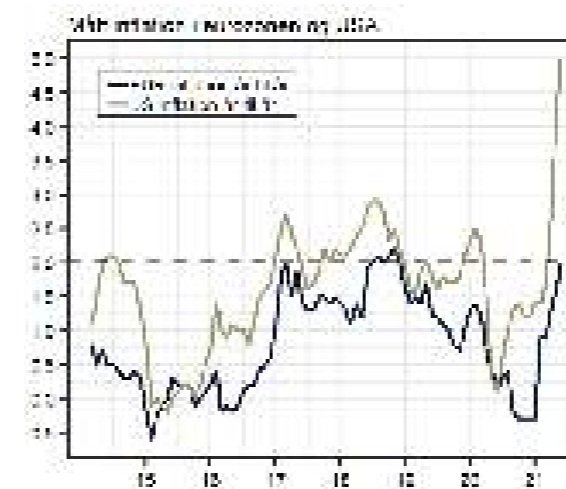


At restriktionerne fortsat gør ondt i EU kan bl.a. ses i sammenligningen mellem PMI tallene for industrien og serviceerhvervene. Her ser industrien fremgang, mens stemningen er noget mere lunken i serviceerhvervene. Forskellen mellem den høje erhvervstillid i serviceerhvervene i USA og den lunkne erhvervstillid i EU er slående. Det samme er de amerikanske detailsalgstal, der i den grad har lagt coronakrisen bag sig. Økonomisk teori tilsiger, at økonomisk politik skal sikre, at store fald i forbruget udjævnes under recessioner - under coronakrisen er forbruget ikke kun blevet udjævnet, det er nu 18% over niveauet pre-corona. I EU ligger detailsalget kun på pre-corona niveau.

Inflationen spøger

Et af temaerne i årets første to kvartaler har været det stigende renteniveau og den øgede volatilitet på rentemarkederne. Årsagen til de øgede renter har været ændringen i de førnævnte vækstforventninger og frygten for stigende inflation. I USA steg CPI inflationen med 5% i maj år til år (forventningen var 4,7%) og 0,8% måned til måned - den største månedlige stigning siden 1981.

Inflationen er bl.a. drevet af coronarelaterede supply-side begrænsninger. Spørgsmålet har de seneste måneder været, om den stigende inflation afspejler midlertidige faktorer, eller om stigningen afspejler et mere generelt prispres, der også sætter sig i lønningerne. Argumenterne for at prispresset er midlertidigt, dækker bl.a. over, at prisstigningerne, pga. genåbningen af samfundet, hurtigt forsvinder igen, at virksomheder nok skal justere udbuddet efter den øgede efterspørgsel, at det høje forbrug den seneste tid snart må kølnes af, og at de langsigtede inflationsforventninger er fastlåste. Omvendt er argumenterne for vedvarende prisstigninger, bl.a. at stigninger i boligpriserne snart sætter sig i inflationstallene, at en stigende løn-pris spiral er i gang, at virksomhederne ikke kan nå at følge med efterspørgslen grundet effekter fra pandemien, og at inflationsforventningerne over tid opjusteres. ▶

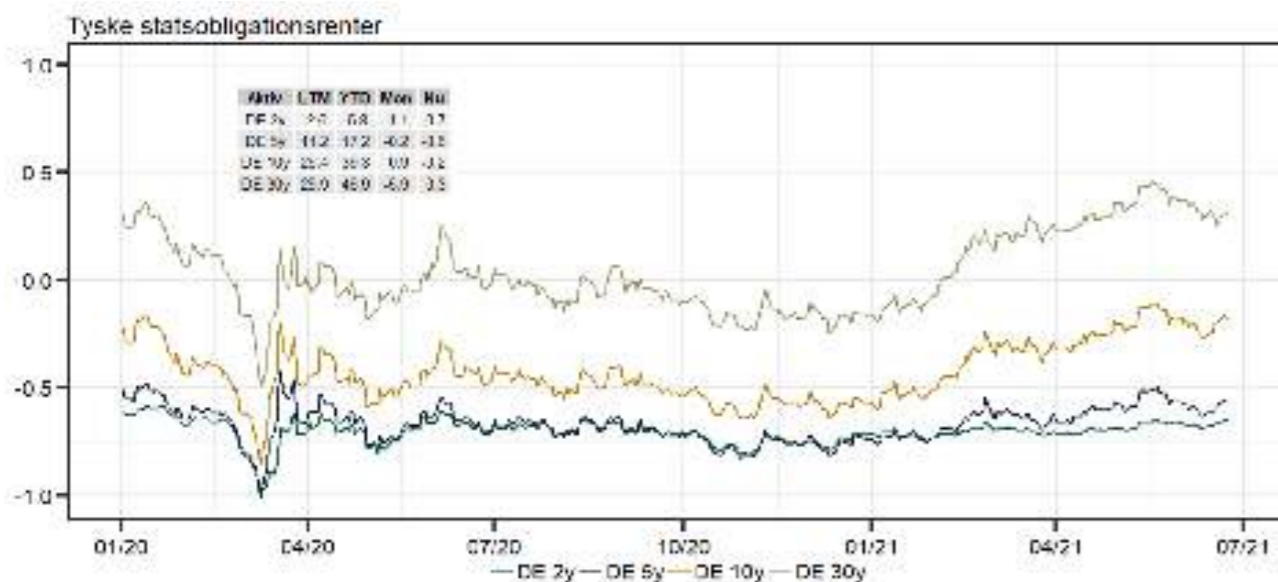


“Spørgsmålet har de seneste måneder været, om den stigende inflation afspejler midlertidige faktorer, eller om stigningen afspejler et mere generelt prispres, der også sætter sig i lønningerne.”



Markedet ser generelt den stigende inflation som midlertidig. Dette kan ses i diverse markeder for prisning af fremtidig inflation, hvor den forventede inflation fra 2026 og 5 år frem nu ligger under den forventede inflation de næste 5 år. Altså ser markedet den stigende inflation som et større problem på kort sigt (5 år), end et signal om hastigt stigende langvarige inflationsforventninger.

I takt med at den amerikanske økonomi forbedres burde den lempelige pengepolitik strammes gradvist og renterne stige, hvilket de også har gjort de seneste måneder. År til dato er den 10-årige amerikanske statsobligationsrente steget med 58 bps. fra 0,9% til 1,48%, mens den 5-årige er steget med 54 bps. fra 0,36% til 0,9%. Selv om situationen i EU afviger fra den økonomiske virkelighed i USA, har de



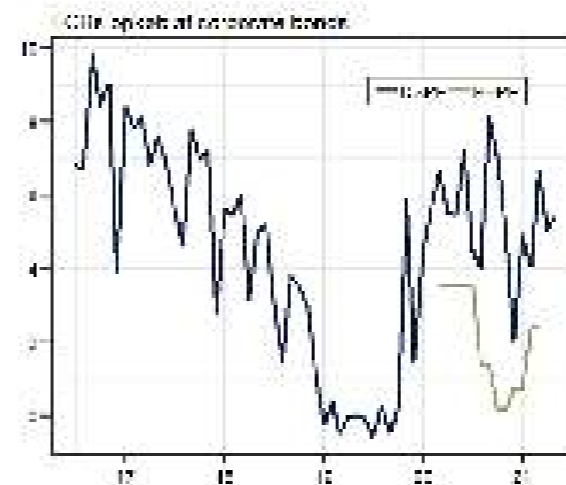
amerikanske rentestigninger også sat sig i de europæiske renter. År til dato er den 10-årige tyske statsobligationsrente steget med 39 bps. fra -0,57% til -0,18%, mens den 5-årige er steget med 17 bps. fra -0,74% til 0,57%. Korrelationen mellem de tyske og amerikanske 10-årige er ca. 0,87 ÅTD, hvilket er i den højere ende af den historiske sammenhæng. For investorer i europæisk kredit er det vigtigste, at volatiliteten på rentemarkederne holdes på et minimum, og at stigende amerikanske renter ikke for alvor spreder sig til Europa, hvor økonomien og prispresset er langt fra amerikanske tilstande.

Mens de lange renter stiger på forventningen om højere vækst og inflation fremadrettet, har stigningen i de korte renter været noget mere begrænset. Årsagen er en amerikansk centralbank, der ønsker at holde finansieringsvilkårene så lempelige som muligt, så deres målsætning om et minimum af arbejdsløshed og stabil inflation kan blive mødt. I takt med at restriktionerne fjernes, arbejdsløsheden falder og prispresset stiger, kan Fed dog ikke undgå at stramme pengepolitikken. Ved seneste rentemøde midt i juni opjusterede Fed kraftigt vækstforventningerne til 2021 og antydet samtidigt, at rentestigninger kan komme på tale i 2023.

ECB er langt mere tålmodige end Fed og ønsker ikke, at rentestigninger kan forpurre et sårbart opsving i Europa. Derfor står centralbanken fortsat klar med ammunition i form af APP og PEPP til at sikre lempelige finansieringsvilkår. For kreditinvestorer er det betryggende, at ECB er villig til at agere aktivt



mod for hastigt stigende renter. Endnu mere betryggende er ECBs tilstedeværelse i kreditmarkederne, der sætter et nedadgående pres på renteniveauerne.



Selv ECB må dog ventes gradvist at nedbringe opkøbsprogrammerne – specielt deres corona specifikke PEPP (Pandemic emergency purchase programme) begynder at miste sin begrundelse i takt med at restriktionerne fjernes, og næsten historisk lempelige finansieringsvilkår. ECB vil dog først tage foden fra speederen, når økonomien kan klare sig uden kunstigt åndedræt. Dermed kobles de understøttende opkøb sammen med en forbedret økonomi og forbedret finansielle nøgletal hos virksomhederne i kreditmarkedet.

Hvorvidt effekten på creditspændene af strammere pengepolitik opvejes af sundere virksomhedsfinansier er usikkert, hvorfor en ændring i

centralbankernes retorik er et af de helt store risikomomenter i andet halvår. I USA skal kreditinvestorer sætte kryds i kalenderen i slutningen af august, hvor det årlige Jackson Hole møde kan løfte sløret yderligere for Feds fremtidige planer. I Europa kigger vi mod september, hvor ECB igen har et vigtigt rentemøde.

Hvor skal vi så hen herfra?

Som vi har beskrevet, er kreditmarkederne understøttet af en række positive faktorer fremadrettet. Markederne har dog taget forskud på glæderne, da spændniveauerne nu er på pre-corona niveau, og da der ikke er langt ned til de laveste spænd set siden 2015. Upsiden herfra ser derfor noget begrænset ud på kort sigt. Omvendt er det også meget svært at få øje på faktorer, der kan få creditspændene til at køre ud igen.

De oplagte negative faktorer kunne være ændring i retorikken og handling fra centralbankerne, usikkerhed grundet frygt for inflation og yderligere nedlukninger pga. mere smitsomme coronavirus varianter. Et marked med begrænset upside, men også umiddelbart få oplagte negative faktorer, får os til at foretrække positioner med relativt høje kuponer den næste stykke tid.

Derudover vil vi kunne bruge vores relative værdi analyse tilgang til at identificere de udstedelser, der handler skævt relativt til den underliggende risiko. Dette vil bidrage til afkastet i et marked vi forventer vil køre sidelæns den næste stykke tid. ■

NÅR KÆLEDYR BLIVER EN MILLIARD- FORRETNING

Investorportræt af TRIXIE



I over 45 år har Bonnik Hansen beskæftiget sig med køb og salg af udstyr og tilbehør til kæledyr. Det startede som et enmandsfirma, men med eksport af produkter til mere end 80 forskellige lande, er TRIXIE i dag markedsledende inden for artikler til kæledyr.

Artikel af Maria Kjær Christensen, Communication Manager

Ifølge tal fra Danske Bank brugte danskerne i foråret 2021 cirka 20 procent mere i kæledyrsforretninger sammenlignet med året før. Det svarer til cirka en halv milliard kroner på et helt år. Stigningen hænger dels sammen med, at mange danskere har usædvanligt mange penge mellem hænderne i øjeblikket. Men forklaringen er også i høj grad den nedlukning af samfundet, vi oplevede i 2020, som har betydet, at mange familier fandt tid og overskud til at udvide familien med et kæledyr.

I den danske virksomhed, TRIXIE, som har hovedkontor i Tarp, syd for Flensborg, ser man, at den tendens rækker langt ud over de danske grænser. TRIXIE har det seneste år oplevet en markant stigning af salg af udstyr og tilbehør til kæledyr på alle deres markeder. Kæledyrene forkæles mere end nogensinde med kvalitetsprodukter og specialdesignet udstyr. Desuden ser TRIXIE en tendens til, at ejere af familiedyr bliver yngre, og jo yngre ejerne er, desto flere penge bruger de på deres kæledyr.

De stigende udgifter tolkes som en holdning til, at vi går op i vores kæledyr og deres trivsel. En hund er ikke bare et dyr. Mange personificerer deres kæledyr, og betragter det som en del af familien, og dét kan mærkes hos TRIXIE, hvor 60-70% af de varer der sælges, er til hunde.

Når kæledyr bliver en milliardforretning

Stifteren af TRIXIE hedder Bonnik Hansen, og for at starte fra begyndelsen skal vi tilbage til midten af 1970'erne. Her var Bonnik i starten af sine 20'ere, og han arbejdede som sælger for et odenseansk firma. Her solgte han fliser til byggebranchen i Hamborg-området. For selv om han er født og opvokset i Danmark, har han gået i tysk skole i Sønderjylland og har derfor altid mestret det tyske sprog. ▶



Da byggekrisen ramte omkring 1974, fik usikkerheden ham til at sige sit job op og flyttede tilbage hjem til sine forældre for at finde ny karrierevej. Tilbage i barndomsbyen fik han job ved en mand fra lokalområdet, som fra sin varevogn solgte levende fisk, akvarier og tilbehør hertil. Efter kort tid blev Bonnik tilbudt at købe sig ind i firmaet, og da kompagnonen et års tid senere valgte at træde ud, fortsatte Bonnik selv. Samtidig blev store dele af varesortimentet udskiftet, for at køre rundt i bil med levende fisk og planter samt akvarier lavet af glas, havde trods alt sine udfordringer.

Med base i Flensborg kørte Bonnik nu ud i varevognen til store dele af Nordtyskland, hvor han købte og videresolgte artikler relateret til husdyr, dog primært hunde og katte. Efter ca. fem år alene i firmaet, fik han ansat 3 sælgere, og derefter begyndte virksomheden at vokse stødt.

I dag er TRIXIE markedsledende i Europa inden for artikler til kæledyr. Varesortimentet tæller ca. 6.500 produkter til blandt andet hunde, katte, fugle, andre mindre husdyr og krybdyr.

Virksomheden har i dag hovedsæde i Tarp, lidt syd for den dansk-tyske grænse, hvor kontor og central-lager er fordelt på over 50.000 kvm. TRIXIE er blevet en kæmpe, international virksomhed, og man kan ikke andet end at blive imponeret, når man træder ind i deres lagerbygninger, hvor der er plads til 110.000 paller. Her kører gaffeltrucks rundt mellem hinanden, og de næsten fuldautomatiske maskiner pakker og videresender konstant varer igennem systemet. Hvert år lander varer fra omkring 7.000 con-

tainere på centrallageret, og hver dag går 700 paller og mellem 1.300-1.400 større pakker ud ad døren.

En verdensomspændende virksomhed

Langt det meste af TRIXIEs produktion findes i Østen. Her har man ansat 2 dygtige kinesere som bindeled mellem designudviklerne på kontoret i Tyskland og selve produktionen af produkterne. Samtidig fører de tilsyn med selve produktionen på fabrikkerne, sikrer kvalitetskontrol samt fører tilsyn med containerne, inden de bliver fragtet til Europa.

Hvert år bliver der tilføjet ca. 1.000 nye produkter til produktsortimentet i TRIXIE, mens også 1.000 produkter ryger ud af sortimentet. Det er primært fordi, moden skifter. Præcis som vi kender det fra fashion-industrien, for hundetøj, -kurve osv. er sæsonvarer, og derfor skal der løbende udvikles for at følge med efterspørgslen.

Alle TRIXIEs varer fra Østen kommer forbi central-lageret i Tarp, inden det videredistribueres til resten af verden. Med undtagelse af de kunder, som er så store, at de får leveret hele containere med varer. Det gælder for eksempel Amazon.

På centrallageret er der ansat ca. 400 medarbejdere, og resten af de godt 500 medarbejdere i Tarp sidder på kontoret i bygningerne lige ved siden af lagerhallerne. Derudover beskæftiger TRIXIE ca. 100 medarbejdere andre steder i verden, som primært står for salg. Det gælder blandt andet på TRIXIEs største markeder i Europa såsom Tyskland, Italien, Sverige, Holland, Belgien, Østrig, Frankrig og England. TRIXIE sælger produkter i omkring 80 lande

fordelt over hele verden, og selvom Europa er det klart største marked for TRIXIE, så kan du også finde produkterne i blandt andet Australien, USA og Kina.

Da Corona-pandemien ramte verden

Der er ingen tvivl om, at det går rigtig godt i TRIXIE. Da Coronakrisen for alvor ramte verden tilbage i marts måned 2020, stod TRIXIE klar til at købe varer hjem – og det var i et meget stort omfang. Mange af TRIXIEs konkurrenter var mere tilbageholdende på grund af usikkerheden, men Bonnik og TRIXIE havde en klar idé om, at lageret skulle fyldes op, og derfor blev der købt ind med arme og ben.

Bonnik har været i branchen i over 40 år, og har derfor en vis erfaring med, hvordan kundernes købevaner påvirkes af kriser, og som han forklarer, så er der ikke nogen krise, som kan få mennesker til at skaffe sig af med deres kæledyr. Bonnik fik ret, og det store lager, som man sørgede for at købe hjem i starten af Coronakrisen, modsat konkurrenterne, har været afgørende.

TRIXIE har kunne tilbyde kort leveringstid, og det har givet bonus hos kunderne, og har været med til at skabe yderligere vækst. Allerede i juni 2020 oplevede man en meget kraftig vækst i omsætningen, sammenlignet med 2019. Dog har man heller ikke i TRIXIE kunne følge med den enorme efterspørgsel, man har set i udstyr og tilbehør til kæledyr. Efter-

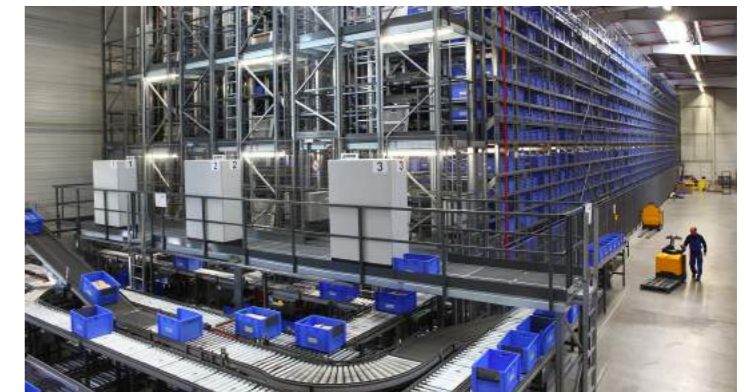
spørgslen på TRIXIEs produkter er steget med over 40% og det sammenkoblet med fragt-udfordringerne fra Østen, har betydet, at TRIXIE nu også har svært ved at følge med på udvalgte produkter.

Bonnik fortæller, at man i TRIXIE normalt betaler i omegnen af 3.500 til 4.000 dollars for at få fragtet en container fra Østen til Europa, men prisen er blevet presset godt og grundigt i vejret henover det sidste år. Nu koster det op til 14.000 dollar for én container. Det betyder, at mange virksomheder er udfordret i at få varer hjem. Især hvis det er fragtet af varer, der fylder, så værdien af containerens indhold slet ikke matcher prisen på, hvad det koster at fragte den.

For mange virksomheder har det betydet, at de har været nødt til at sætte prisen for deres varer op, hvilket ikke alle forbrugere har kunne være med på. Det har derfor betydet faldende omsætning for mange. Hos TRIXIE er man også indstillet på, at man kan risikere at skulle sætte prisen på varer op, hvilket man dog hidtil har været forskånet for, da man har haft langtidskontrakter med shipping-selskaberne.

Fonden Helene & Bonnik Hansen

Bonnik er vokset op under helt almindelige kår. Da han i sin tid grundlagde TRIXIE, lånte han 10.000 D-Mark af sin far, og i lang tid levede han skrabet og investerede alle tjente penge tilbage i firmaet. ▶



”Kunder og ordrer har vi nok af. Det eneste der halter i øjeblikket, er muligheden for at få varer hjem. Det er vores største udfordring pt.”



I starten sov han tilmed i lastbilen, når han kørte rundt og solgte sine varer.

I dag er hverdagen en anden for Bonnik, og den store succes som han har skabt gennem firmaet TRIXIE, har naturligvis betydet, at hans private formue er vokset. I 2004 stiftede han og hans kone, Helene, deres fond med navnet "Helene og Bonnik Hansen Stiftung", som støtter sociale projekter og godgørende formål gennem uddeling af midler.


Fonden har ikke noget med TRIXIE at gøre, men er skabt for at hjælpe mennesker i nød, og både Bonnik og Helene er begge involveret i de projekter, fonden støtter på nationalt og internationalt plan. Det er for eksempel projekter med at bygge skoler i udviklingslande og projekter med uddeling af mad til fattige i et område i Spanien, hvor Bonnik og hans kone selv opholder sig meget. Det er også uddeling af midler til velgørende organisationer i juletiden i lokalområdet ved Flensborg, samt hjælp til indkøb af udstyr og biler til familier med handicappede børn.

Lysten til at hjælpe familier med handicappede børn ligger meget nært for Bonnik og Helene, som i sin tid selv adopterede deres eneste barn, som var født med mindre kognitive udfordringer. Bonnik og Helenes søn arbejdede dog i TRIXIE, indtil han desværre gik bort for nogle år siden. Derfor er fonden også en måde at sikre, at den formue der måtte være tilbage, når Bonnik og hans kone ikke er her længere, kan blive ved med at støtte de formål, som betyder meget for dem.

En helt særlig kultur

I Bonnicks juletaler til medarbejderne har han altid understreget, at medarbejderne er det vigtigste for TRIXIE. Det er dem, der gør forskellen. Så når man spørger ham, hvordan han er lykkedes med at bygge TRIXIE op til den succes, det er i dag, så svarer han, at det er ikke ham, der er skyld i succesen. Det er fordi, han har været heldig, og det er fordi, han har haft nogle rigtig dygtige medarbejdere omkring sig.

For Bonnik betyder det meget, at TRIXIE holder fast i en kultur, der giver ansvar og anerkendelse til medarbejderne, for han tror på, at det er med til at sikre, at medarbejderne trives på arbejdspladsen, og fortsat har lyst til at være en del af virksomheden. ▶



“Det var en bevidst strategi at købe ind med arme og ben, da Corona-krisen ramte. Det gav os en fordel, da mange af vores konkurrenter stoppede med at købe ind til lager. Det handler naturligvis om likviditet, men det handler også om at turde, hvor andre tøver.”

60-70% er TRIXIEs salg er artikler til hund, mens 20% er til katte. Udviklingen af folk med hund er eksploderet hen over det seneste år, og som de fortæller hos TRIXIE, så er det de unge, mere købelystne mennesker som har fået hund, og det kan mærkes på forretningen.



TRIXIE

TRIXIE beskæftiger mere end 500 medarbejdere på deres hovedkontor i Tarp lige syd for Flensborg. Derudover beskæftiger TRIXIE ca. 100 medarbejdere uden for hovedkontoret. Blandt andet er der ansat sælgere på deres største markeder i Europa, samt medarbejdere ansvarlige for kvalitetstjek ved produktionen i Kina.

På hovedkontoret sidder blandt andet medarbejdere ansat til at videreudvikler på TRIXIEs mange produkter. Hvert år kommer der ca. 1.000 nye produkter til varesortimentet, samtidig med at der også ryger ca. 1.000 produkter ud årligt. De mange nye produkter kommer til, fordi det er en forretning i udvikling, men også fordi hundemoden skifter hver sæson på præcis samme måde, som vi kender det fra fashion-industrien.



Sådan en kultur kommer ikke af sig selv, og der er ingen tvivl om, at Bonnik er en stor kulturbærer i TRIXIE. Han går meget op i, at man respekterer medarbejdere og kollegaer, og at man som medarbejder føler, at der bliver lyttet til en. Den stærke kultur mærker man også, når man går med Bonnik rundt ude i de store lagerbygninger. Han hilser på alle med et "Mojn", og det virker som om, at de mange medarbejdere kender ham, og at det derfor nok ikke er sjældent, at han kigger ned på centrallageret.

Bonnik gør i det hele taget meget ud af at vise medarbejderne i TRIXIE, at de er værdsat og er en vigtig brik i virksomhedens succeshistorie. Derfor har alle medarbejdere også mulighed for at købe medarbejderaktier i virksomheden. Det er dog uden adgang til alle virksomhedens nøgletal, for der er ikke de samme krav til offentliggørelse af regnskabstal i Tyskland, som vi kender det fra Danmark.

Når det er sagt, er der dog ingen tvivl om, at det går godt i TRIXIE, og Bonnik løfter også sløret for, at der er planer om at bygge en ny, kæmpe lagerhal på den modsatte side af vejen, hvor man netop også har udvidet parkeringspladsen. Det var ellers ikke noget, man havde planer om tilbage i 2019, men den enorme efterspørgsel man har oplevet på TRIXIEs varer det seneste år, samt en omsætningsstigning på 45% i 2020, har gjort forskellen.

TRIXIE er i rivende udvikling, og selvom Bonnik for flere år siden ramte den gængse pensionsalder, så har han ingen planer om at trække sig helt tilbage fra det firma, han i dag stadig ejer 70% af. Som man ser hos mange, der har bygget et firma op fra bunden, så har TRIXIE naturligvis aldrig blot været et arbejde for Bonnik. Det er hans hjertebarn, og det er ikke sådan at give slip på. ■

TRIXIE sælger omkring 2 millioner tuber med leverpostej om året. De forhandler ikke dyrefoder, men snacks til hunde har de masser af, og dét er en god forretning. TRIXIE omsætter i år for forventeligt 300 millioner Euro.

FORVENTNINGER TIL DET DANSKE OBLIGATIONS-MARKED

Efter et roligt obligationsmarked i sidste halvdel af 2020, har første halvdel af 2021 været alt andet end roligt. Den kraftigt stigende inflation i specielt USA, men til dels også i EU, har medført kraftigt, og hurtigt, stigende globale renter, hvor 10-års renten på tyske statsobligationer er kørt op fra -0.61% til -0.18%.

Artikel af Mads Aagesen, Senior Client Manager

En stigende inflation, drevet af stigende råvarepriser og store problemer med de globale forsyningskæder, markedets forventninger til yderligere stigninger i inflationen, samt et stærk økonomisk "rebound", har alt sammen været med til at presse renterne i vejret, da en del markedsdeltagere frygter, at denne bedring i økonomierne, vil få Fed og ECB til at ændre kurs mht. stimuli.

Seneste inflationsmåling for euroområdet kom ud på 2,0% (underliggende 0,9%), og vi må forvente, at stigningen fortsætter lidt endnu. Det samme må vi forvente i USA, hvor inflationen ramte 4,2% ved seneste måling.

USA har løbende stimuleret deres økonomi væsentligt mere end euroområdet, hvorfor det heller ikke er vores forventning, at vi ser samme høje inflationsniveauer i Europa, som i USA. Ydermere er det amerikanske arbejdsmarked mere fastkørt, end vi ser i Europa, da de store beløb, der er sendt ud til befolkningen, har fået mange til at blive hjemme, i stedet for at stille sig op i jobkøen. Det sidste punkt, hvor Europa adskiller sig fra USA, er basiseffekterne, som har påvirket USA mere.

Man kan argumentere for, at inflationen vil falde til ro, når vi kommer længere frem på året. Grunden hertil er, at de mange basiseffekter vil glide ud af målingerne og den mere åbne økonomi, som følger af at flere kommer tilbage på arbejdsmarkedet, og

hverdagen vender tilbage, vil løse de problemer der er med flere forsyningskæder af bl.a. microchips.

Både ECB og Fed har begge forsøgt at berolige markederne med, at den stigende inflation, vi ser pt., er forbigående og forventes at flade ud senere på året.

Det store og måske vigtigste spørgsmål nu er dog, om det stramme arbejdsmarked vil føre til lønvækst, da det i så fald vil kunne føre til en vedvarende stigning i inflationen og dermed også yderligere stigninger i de globale renter.

Inflationsforventninger i Europa

Hvis vi kigger isoleret på Europa, og de inflationsforventninger der er signaleret her, ser det ikke ud til at haste med hensyn til blandt andet at aftrappe opkøb. En anden ting der givetvis også spiller ind, når ECB skal tage beslutningen om, hvornår de skal starte aftrapningen, er den relativt kraftige gæld, der er opbygget under Coronakrisen i specielt de sydeuropæiske lande. I yderste konsekvens kan den geografisk skæve gældsætning, som vi ser på tværs af Europa, true eurosamarbejdet, hvis inflationen fortsætter op og ECB presses til at starte aftrapningen tidligere, end de selv og markedet havde ventet. Dette kan også være en af grundene til, at ECB meget gerne vil trække beslutningen så længe som muligt.



LEARNING BOX - BASISEFFEKTERNE

Et bidrag til den kraftige stigning i inflationen er det faktum, at der næsten ikke var inflation i foråret 2020, da pandemien udløste et økonomisk nedbrud. Disse såkaldte basiseffekter kan fordreje billedet ved at få alle aspekter af opsvinget til at virke større, da udgangspunktet er meget lavt. Når en værdi stiger fra 1 til 2 stiger den 1 = 100%, fra 2 til 3 stiger den fortsat med 1, men nu kun 50% osv.

Påvirkningen fra USA

Fed er fortsat aktive og opkøber for 120 mia. USD om måneden, men markedet vil givetvis, over de næste par måneder, udfordre Fed på, om inflationen kun er midlertidig, og om hvorvidt det er tid til at nedskalere de månedlige opkøb.

Da de i USA, i forhold til Europa, er længere fremme med hensyn til vaccination, stimuli til økonomien er kraftigere, og de økonomiske nøgletal er bedre, må vi forvente, at de lange renter godt kan risikere at fortsætte lidt yderligere op, med en stejle rentekurve til følge.

Hvis den amerikanske kurvestejling fortsætter, kan den blive en udfordring for de europæiske renter, da det givetvis fortsat vil smitte af på de lange renter i Europa. Vores forventning er dog, at en eventuel stigning i de lange europæiske renter vil blive mere afdæmpet.

Statsrenter

De 10-årige danske statsrenter er, siden vores seneste udgave af "Kapital", steget med 40 bp, efter de i 2. halvår af 2020 oplevede små fald på 10-15 bp.

Vores forventning er, at vi de næste 6 måneder kan se de lange statsrenter stige med 10 bp, hvorimod den korte ende af rentekurven forventes at være mere eller mindre uforandret.

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

Korte pengemarkedsrenter

Efter Nationalbankens tekniske tilpasning af de pengepolitiske renter, tilbage i marts 2021, har de været tvunget til at intervenere i markedet for at svække den danske krone. Fremadrettet forventes den danske krone at være stærk, hvorfor yderligere intervention kan forventes, og i yderste konsekvens kan en isoleret dansk rentenedsættelse på 10 bp komme på tale.

Med baggrund i dette forventer vi, at de korte pengemarkedsrenter kan bevæge sig et nøk længere ned.

Flex-renter

Hvis vi kigger på danske flex-obligationer, og sammen ligner dem med andre internationale obligationer, synes de at være attraktivt prisfastsat. Flex-obligationerne har, relativt til konverterbare realkreditobligationer, klaret sig godt på rentestigningen. Dette har primært været trukket af solid likviditet og efterspørgsel fra danske kunder, der ønsker at slippe for den negative konveksitet, som mange af de konverterbare realkreditobligationer har. ▶

Den største trussel fremadrettet, for de danske flex-obligationer, synes at være en fortsat rentestigning, som vil være meget negativt for de konverterbare realkreditobligationer, og i sidste ende ville kunne smitte af på flex-obligationerne.

LEARNING BOX - KONVEKSITET

Konveksiteten er det der beskriver, hvad der sker med vores varighed, når renten ændrer sig. På konverterbare obligationer ændrer varigheden sig, når renten ændrer sig idet konverteringsforventningerne ændrer sig. Dette tal er uhyre vigtigt ikke at glemme, når vi kigger på konverterbare obligationer.

Lange konverterbare realkreditrenter

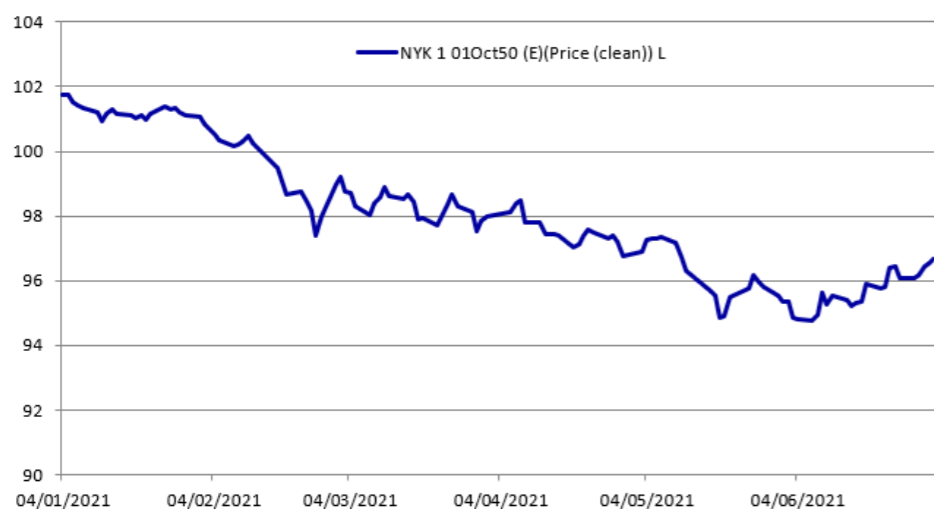
Konverterbare realkreditobligationer har haft en meget svær start på året, hvor segmentet er blevet ramt kraftigt af de stigende globale renter. Problemet har været, at den negative konveksitet har forøget varigheden meget kraftigt (når renten stiger, øges varigheden). Mange af markedsdeltagerne ligger nu op til deres maksimale i varighed, og nogle

har ligefrem været tvunget til at sælge ud for at nedbringe varigheden i porteføljen.

Sidstnævnte har bl.a. været medvirkende til, at danske konverterbare realkreditobligationer har klaret sig dårligt, også i en international sammenhæng. En anden årsag til den ringe performance skal også findes i, at den daglige udstedelse fra realkreditinstitutterne, som primært kommer i lange obligationer, har manglet aftagere/investorer. Grundet tidligere nævnte varighedsproblem er udstedelserne nemlig endt på bankernes market-maker bøger, hvor de er blevet priset længere og længere ned for hver gang, de skal byde realkreditinstituttet for en ny portion. Dette illustreres i nedenstående graf.

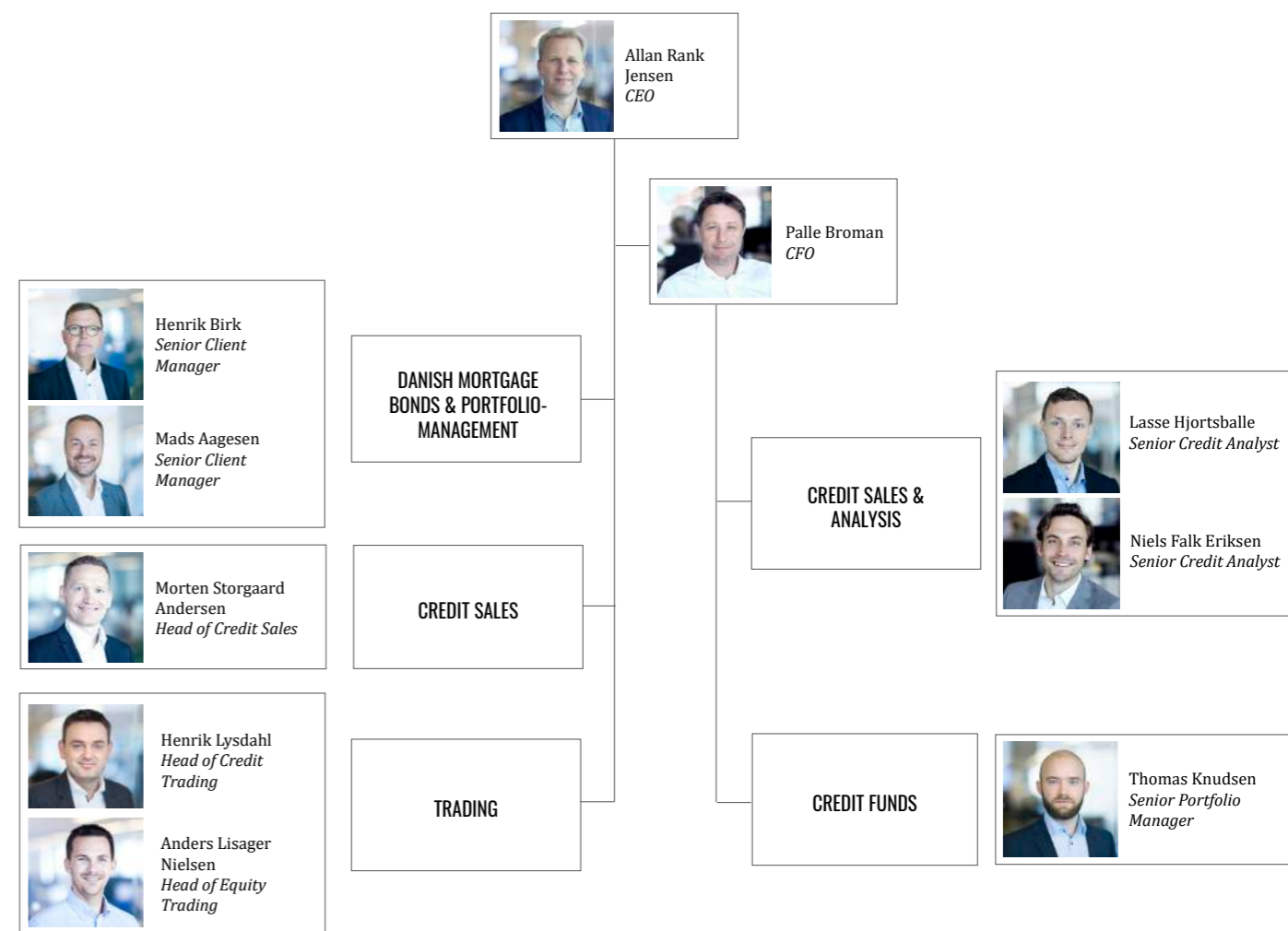
Fremadrettet synes den relative prisfastsættelse, af de konverterbare realkreditobligationer, at gøre segmentet attraktivt, men på den korte bane gør den forøget varighedsproblematik, at der fortsat er lav købsinteresse fra danske investorer.

Risikoen for segmentet er en højere og vedvarende inflation, med yderligere rentestigning til følge, da vi risikerer, at yderligere tvangssalg vil skubbe til et i forvejen skrøbeligt marked. Låntagernes adfærd kan dog vise sig at være understøttende for segmentet. Grunden hertil er, at mange låntagere nu, qua rentestigningen, har opnået en restgældsreduktion på 7-8% og derfor vil opkøbe de lange konverterbare realkreditobligationer med 0.5% eller 1% kupon for at konvertere til 2% konverterbar eller flex. ■



HVEM ER VI?

Lind Capital Fondsmæglerselskab (LCFM):



AFSENDER:

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

Nr. 03 1. halvår 2021



INVESTOR-ARRANGEMENT

I en normal tid, uden Covid-19, afholder vi hvert efterår et investorarrangement for alle vores nuværende, samt udvalgte potentielle, investorer og kunder. Sidst dette kunne lade sig gøre var tilbage i efteråret 2019. Dog regner vi stærkt med at vende retur med et lignende arrangement i det kommende efterår - såfremt diverse restriktioner tillader det. Vi udsender forventeligt en invitation i løbet af august.

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