

Investeringsstrategi 2011



14. januar 2011

Indholdsfortegnelse

STRATEGI 2011	3
Baggrund for strategi	4
MARKEDER	5
Brancher og karakteristika	5
FORVENTET AFKAST FOR 2011	6
Forudsætninger	7
FINANSIELLE SAMARBEJDSPARTNERE	8
APPENDIX: DE ENKELTE AKTIEINVESTERINGER	10
Smurfit Kappa Group (E:SKG)	10
Alk Abelló Group (ALK-B)	11
Nokia (NOK1V)	12
Auriga (AURI-B)	13
A.P. Møller Mærsk B (MAERSK-B)	14
Carlsberg A/S (CARL-B)	15
Danisco A/S (DCO)	16
Vestas Wind Systems (VWS)	16
Bavarian (BAVA)	17
LifeCycle Pharma (LCP)	18
NKT Holding (NKT)	19
North Media (Søndagsavisen) (NORTHM)	20
Thrane & Thrane (THRAN)	20
Tryg A/S (TRYG)	21
Sevan Marine (SEVANO)	22
APPENDIX: DE ENKELTE OBLIGATIONSINVESTERINGER	23
NO. SKOG FRN 3/12 (N0010355423) NOK – "BOND"	23
10% Agrokor 7/12-16 (EUR) – "BOND"	24
8,875% FS Funding A/S (ISS) 12/11-15/5-2006/2016 – "BOND"	24
10,5% J. Lauritzen A/S 5/5-2010/2015 – "BOND"	25
11% Renewable Energy Corporation ASA (REC) 2009/2014 – "BOND"	26

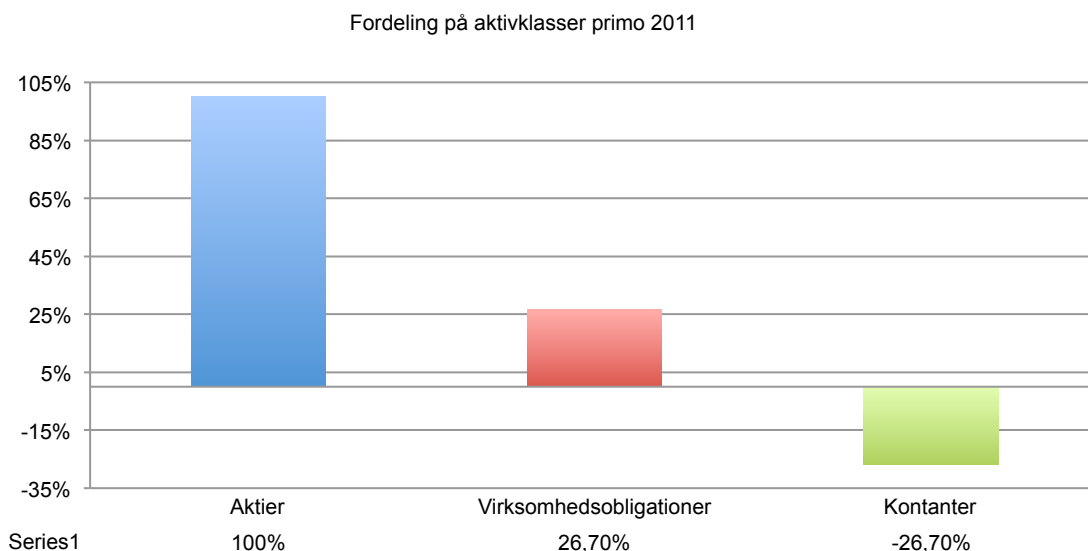
Strategi 2011

Vi har foretaget en større ændring af vores allokering, som det fremgår af søjlediagrammet "fordeling på aktivklasser".

Vores aktieandel er øget fra 47% i oktober til 100% i december og virksomhedsobligationer er reduceret fra 39% til 26,7%.

Reduktionen i virksomhedsobligationer er ikke et udtryk for faldende interesse, men en konsekvens af, at der skulle gives plads til en større aktieandel.

Samtidig er kontantandelen gået fra et indestående på 14% til et træk på kreditfaciliteten på 26,7% i forhold til egenkapitalen.



Vores strategi for år 2011 er fokuseret, idet vi har 15 aktier, 5 virksomhedsobligationer og én valutaposition i porteføljen.

Vi mener, at det over tid vil give et bedre afkast, når vi fokuserer på de aktier og virksomhedsobligationer, som vi har en meget stærk tro på.

Af samme årsag vil udsvingene i porteføljen i perioder være større end ved investering i et bredt sammensat indeks af papirer.

Baggrund for strategi

Vi har valgt at vægte op i aktier til 100%, da vi fortsat ser lave korte renter samt risiko for yderligere kurstab på mellemlange og lange stats- og realkreditobligationer.

Indtjeningsforbedringerne vil fortsætte i selskaberne, dels ved øget omsætning, men i endnu højere grad ved marginforbedringer, grundet effekten af de gennemførte omkostningsbesparelser i årene 2009 og 2010. Vi forventer det fortsætter ind i 2011.

Dog er opsvinget langt fra selv bærende, der er fortsat problemer med underskud på statsbudgetterne, refinansiering af statsgælden, arbejdsløsheden og boligmarkedet. Regeringer og centralbanker har ageret redningsplanke i et omfang, der svækker regeringers muligheder for yderligere intervention.

Vi føler os dog langt mere overbeviste om, at aktierne vil klare sig godt i år 2011 end da vi lagde budgettet for år 2010.

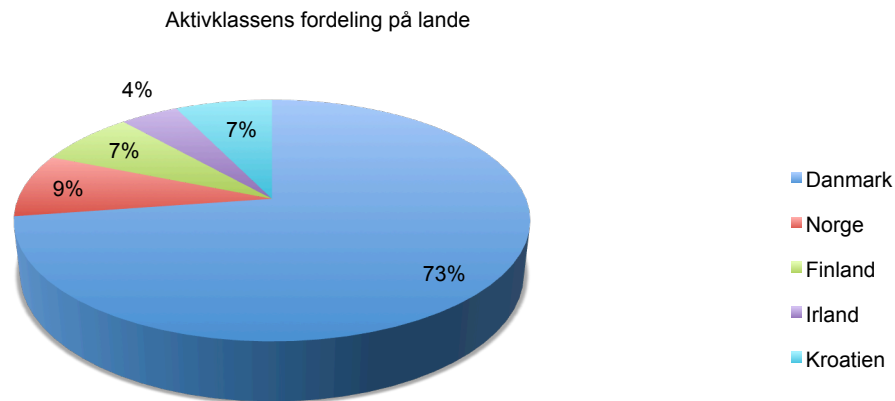
Dette begrundes vi med at prissætningen på aktiemarkedet i virkeligheden ligger pænt under det historiske gennemsnit jf. nedenstående graf.

Da vi som sagt er stærke i troen på at indtjeningen stiger i 2011, må et logisk ræsonnement være højere aktiekurser i år 2011.



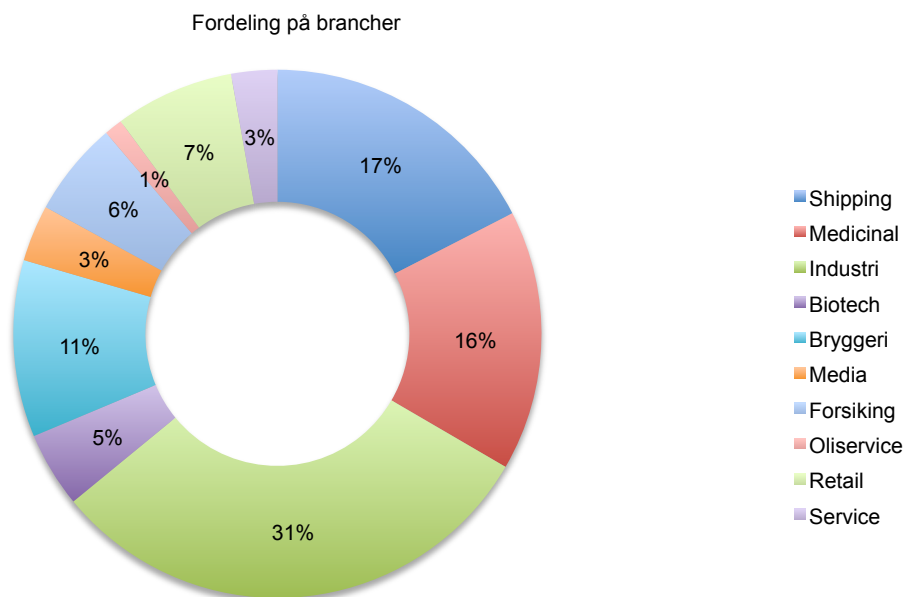
Markeder

Vi ser ikke på markeder, som for eksempel Fjernøsten, Emergin Markets etc., men på selskaber og deres potentiale, vi har naturligvis øje for selskabernes eksponering mod vækstmarkeder.



Brancher og karakteristika

Vi har en stærk fordeling af brancher og selskaber med A.P. Møller - Mærsk B, Auriga og NKT, som de mere cykliske aktier, der nyder godt af det generelle opsving.



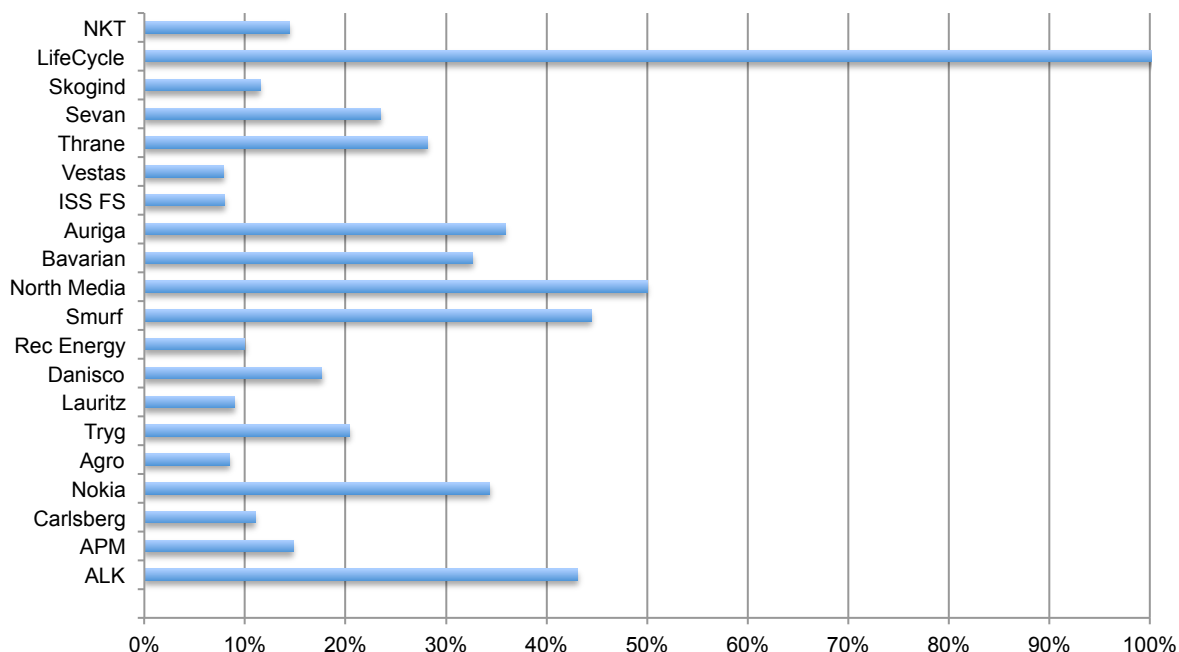
Nokia, Carlsberg, Smurfit Kappa Group, Danisco, Thrane & Thrane og Sevan Marine er de cases der netop nu bevæger sig fra én opkøbs-/konsoliderings eller gældsnedbringelsesfase til en periode hvor selskaber høster frugterne af den foregående proces med høj indtjening til følge.

North Media er en "value case", der samtidig har en solid indtjening og et højt udbytte, mens den sidste gruppe med ALK Abelló, LifeCycle Pharma og Bavarian Nordic alt overvejende oplever kursændringer på enkeltstående begivenheder, såsom lancering af nye markeder, succes med kliniske studier og FDA ansøgninger/godkendelser mv.

Forventet afkast for 2011

Med den nuværende portefølje, hvor vi er fuldt investerede ved indgangen til året 2011 er resultatet et forventede afkast på 24% netto til investor.

Afkastpotentiale pr. investering 2011

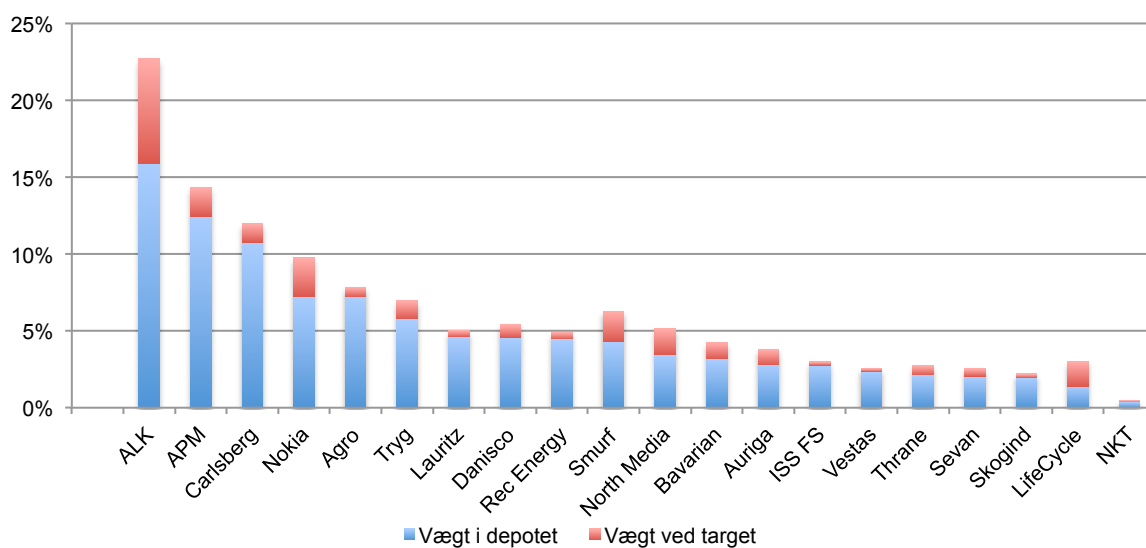
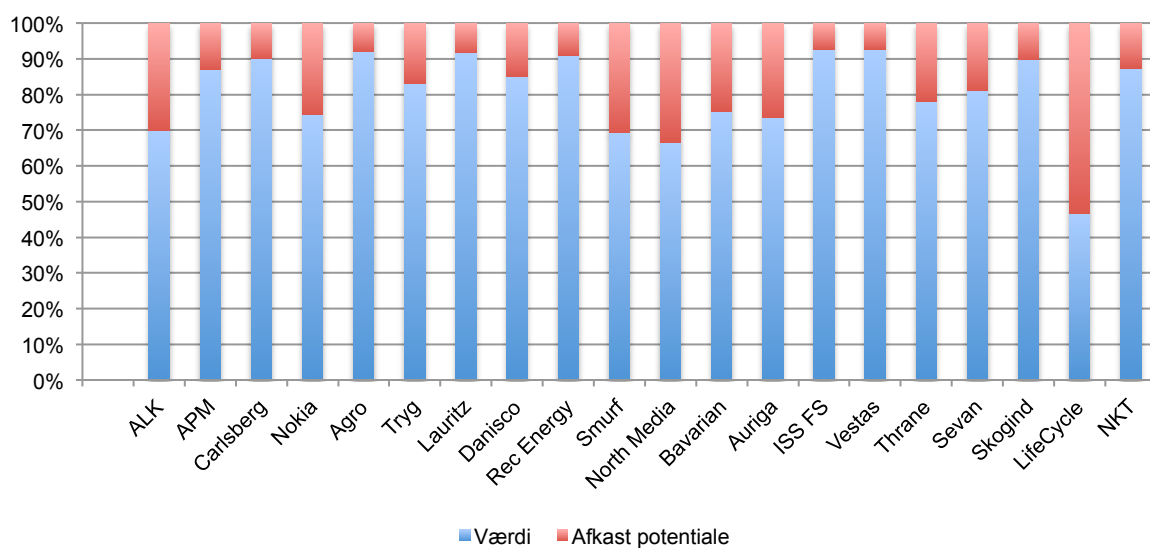


Forudsætninger

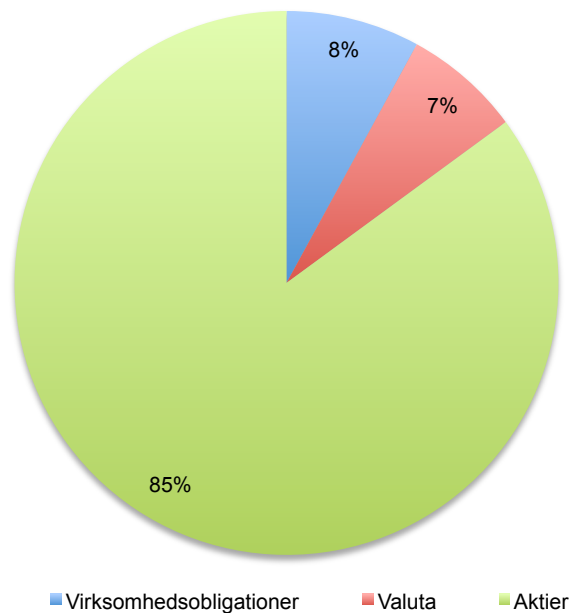
Det forventede afkastet er et resultat af summen af vores kursmål pr. investering jf. i henhold til gennemgangen af aktier og virksomhedsobligationer i appendix.

Vi forudsætter, at trækningsfaciliteten er fuldt udnyttet gennem året 2011 med en rente på maksimalt 3,0% p.a.

Endvidere at valutakurser vedrørende virksomhedsobligationer og aktier forbliver uændret igennem året 2011, samt at afvigelser fra kurs 100 på virksomhedsobligationer udlignes lineært over restløbetiden.



Forventet afkast 2011, fordelt på aktivklasser



Finansielle samarbejdspartnere

Udover vores samarbejde med Nordea Bank og Danske Bank har vi etableret samarbejde med Carnegie Bank, Luxembourg samt Nordnet AB (SEB i Danmark er kontoførende for Nordnet AB)

Vi tilstræber, at der til enhver tid ikke er indeståender, som overstiger kr. 750.000 pr. bank.

Vi har i december solgt CHF/DKK, da vi ser en god mulighed for snarest at kunne købe CHF tilbage på et lavere niveau omkring kurs CHF/DKK 555.



Jf. ovenstående graf ses kursudviklingen i CHF/DKK. CHF/DKK nåede sit højeste niveau nogensinde i december 2010. Med den udvikling er det naturligvis en udfordring at ramme den ultimative top. Vi ser udviklingen for CHF som værende nedadgående i takt med en større løsningsmodel omkring euroen.

Terminkontrakten er den 31. december opgjort til kurs CHF/DKK 5,9495. Den øverste røde prik illustrerer således vores indgangskurs for året 2011. I terminkontrakten modtages løbende en beskeden gevinst i form af renter.

Appendix: De enkelte aktieinvesteringer

Smurfit Kappa Group (E:SKG)

Smurfit Kappe Group (SKG) er en international sværvægter i papirbaseret emballage med førende markedspositioner i Europa og i Latinamerika. SKG har koncernhovedsæde i Dublin, Irland og regionale hovedkontorer i Paris, Frankrig og Miami, USA.

SKG leverede i 2009 et salg på EUR 6,1 mia. og med omkring 38.000 medarbejdere er Smurfit Kappa Group en betydelige aktør i papirbaseret emballage. SKG opererer i 30 lande, 21 i Europa og 9 i Latinamerika.

På det europæiske marked er SKG den førende producent indenfor "Containerboard", "Fast Bord", "Bølgepap" og karton emballage, og har derudover en nøgleposition på andre emballage og papir markedssegmenter. I Latinamerika er SKG markedsleder indenfor bølgepap.

Katalysator for kursstigning i aktien er forsat margin ekspansion. Selskabet er på vej til at opnå den fulde 15% prisforhøjelse som annonceret ved årets udgang, og forventer yderligere prisstigninger i Q1 2011.

Selskabets fokus er gældsnedbringelse hvilket er dokumenteret i Q3 2010, hvor nettogæld/EBITDA faldt til 3,7 fra 4,2 fra foregående kvartal 2010. Det vurderes realistisk at selskabet når egen målsætning om en gældsnedsettelse til 3,4 ved årets udgang 2010.

Aktien handles på 4.7x2011E EV/EBITDA, hvilket er ca. 15% discount til "peers" i papir og emballage sektoren.

Baseret på 5,5xFY2011E EV/EBITDA er vores kursmål EUR 10,40 og indebærer 44,4% "upside" på 12 måneders sigt. Risici for kursmål er en eventuel opbremsning i prisprogressionen samt nationaliseringsrisiko forbundet med koncernens operationer i Venezuela som udgør 4% af koncernens omsætning.

Finansiell kalender 2011 – Smurfit Kappa Group

9. februar 2011	Årsregnskab 2010 offentliggøres.
6. maj 2011	Q1 regnskabet offentliggøres.
10. august 2011	Q2 regnskabet offentliggøres.
9. september	Q3 regnskabet offentliggøres.

Læs mere: <http://www.smurfitkappa.dk/>

Alk Abelló Group (ALK-B)

Alk Abelló Group er en global forskningsbaseret medicinalvirksomhed med fokus på allergi-behandling, forebyggelse og diagnosticering.

ALK har omkring 1.700 medarbejdere samt datterselskaber, produktions-faciliteter og distributører over hele verden. Selskabet har hovedkvarter i Hørsholm, Danmark.

ALK er verdens førende inden for allergivaccination (immunterapi) – en unik behandling, der fremkalder et beskyttende immunerespons, som reducerer og potentielt stopper den allergiske reaktion.

ALK har udviklet verdens første tabletbaserede vaccine mod græspollenallergi, GRAZAX, der blev lanceret i Europa i 2007 og siden 2009 er den eneste registrerede tabletbehandling mod græspollenallergi med vedvarende effekt.

Strategisk partnerskab er indgået med medicinalsselskabet Merck i USA, med henblik på GRAZAX tabletprogrammet i Nordamerika.

Katalysatoren for kursstigning i aktien er flere, dels står selskabet overfor lanceringen af GRAZAX i januar 2011 på det franske marked, som er det største marked for ALK efter USA. I Frankrig er prisen forhandlet på plads med myndighederne og godkendelserne er opnået.

Aktiekursen i år 2010 faldet med 21,3% hvilket i vores optik ikke hænger sammen med den forventede meromsætning på det franske marked. Hertil kommer et enormt potentiale på det amerikanske marked når og hvis godkendelserne falder på plads.

Ledelsens ambition er at blive mere "investor venlige" og de har udtrykt interesse for at øge likviditeten i aktien. Selskabet møder investorerne i København den 11. januar 2011 og igen i Stockholm den 23. marts 2011.

Den største begivenhed i 2011 bliver at samarbejdspartneren i USA, Merck forventes at indleverer en ansøgning til den amerikanske Food and Drug Administration (FDA) i Q1 2011 for godkendelse af GRAZAX i USA.

Selve ansøgningen udløser en engangsbetaling til ALK (étcifret mio. beløb i USD) og vi vurderer, at de opnår en godkendelse på ansøgningen relativt hurtigt. Denne vurdering bygger på, at produktet GRAZAX allerede er godkendt af de europæiske myndigheder, produceret, solgt samt markedsført igennem flere år.

Årsagen til at kursen endnu ikke har reageret på de forestående forventningsfulde begivenheder, skal ses i de seneste 5 års kurshistorik (aktiekursen var i knap kr. 1.600 pr. aktie i år 2007), altså en kæmpe skuffelse for investorerne.

Investorerne har mistet troen på selskabet og forholder sig afventende indtil selskabet rent faktisk opnår de forventede godkendelser/resultater. Vi mener, at året 2011 bliver begyndelsen på en ny æra for ALK.

Finansiell kalender 2011 – ALK Abelló

23. februar 2011	Årsregnskab 2010 offentliggøres.
12. maj 2011	Q1 regnskab offentliggøres.
15. august 2011	Q2 regnskab offentliggøres.
9. november 2011	Q3 regnskab offentliggøres.

Læs mere: <http://www.alk-abello.com/Pages/CorpFrontPage.aspx>

Nokia (NOK1V)

Nokia er verdens absolut største producent af mobile enheder med hovedkontor i Finland. Med et salg på verdensplan af 432 mio. enheder og en omsætning på 41 mia. Euro er Nokia solidt placeret i toppen af det mobile marked. Resultatet af selskabets primær drift er på EUR 1,2 mia. og Nokia har 123.553 ansatte.

Hver dag er mere en 1,2 milliard mennesker i forbindelse med en enhed produceret af Nokia. Dette kan være igennem mobiltelefoner til avancerede smartphones eller high performance bærbare computere. Nokia er repræsenteret med salg i over 160 lande verden over.

Nokia Siemens Networks tilbyder udstyr, serviceydelser og løsninger inden for kommunikations-netværk på et globalt plan.

Katalysatoren for kursstigning i aktien er, at markedet har været for negativt for længe i forhold til Nokia. Faktum er, at Nokia har haft kraftigt fokus på udviklingen af smartphones, men først i Q3 2010, er begyndt med lanceringen af deres N8 smartphones.

Vores holdninger er, at når selskabet er i stand til at opnå den nuværende høje indtjening på helt almindelige mobiltelefoner med lav margin – detailudsalgspriser på omkring kr. 300 og på denne baggrund skaber en indtjening, der er i stand til at servicere et udbytte på ca. 5% p.a. - så skal der ikke meget succes til med salget af smartphones med langt højere marginer for at løfte indtjeningen markant. Konsensus er da også at salget når 9 millioner N8 smartphones i år 2011.

Udskiftningen af Nokias CEO i anden halvdel af 2010 viser handlekraft og efter mange år med en finne på øverste post, er valget faldet på canadieren Stephen Elop, hvilket kan genskabe dynamik og momentum i den omstillingsproces, som virksomheden står overfor.

Indtjeningsmarginalen forventes forbedret via smartphones markedet og vi ser et kurspotentiale til EUR 10,4 pr. aktie, hvilket svarer til en "upside" på 23,5% på 12 måneders sigt.

Risikoen vurderes meget lav, både på kort og på lang sigt. Udskydelse af produktlanceringer og skuffende interesse for Nokia's smartphones kan forhindre en aktiekursstigning og betyde moderate fald i aktiekursen med vægt på moderate, da aktien er billig i dag.

Finansiell kalender 2011 – Nokia

27. januar 2011	Årsregnskab 2010 offentligøres.
21. april 2011	Q1 regnskab offentligøres.
21. juli 2011	Q2 regnskab offentligøres.
20. oktober 2011	Q3 regnskab offentligøres.

Læs mere: <http://investors.nokia.com/phoenix.zhtml?c=107224&p=irol-irhome>

Auriga (AURI-B)

Auriga Industries A/S er moderselskab til Cheminova A/S, der årligt omsætter for over kr. 5 mia. Cheminova er en global kemisk virksomhed med hovedområde inden for plantebeskyttelsesmidler.

Cheminova er en ledende udbyder af insektmidler og en betydende udbyder af ukrudts- og svampemidler.

Cheminova tilbyder et bredt sortiment af plantebeskyttelsesmidler i mere end 100 lande verden over. Cheminova har salgsskabsdatterselskaber og repræsentationskontorer i flere end 30 lande, og eksportandelen udgør 99%. Cheminova beskæftiger ca. 800 medarbejdere i Danmark og ca. 1.100 i udlandet.

Katalysatoren for kursstigning i aktien er forsat produktudvikling med bedre indtjeningsmargin til følge. Salget går fra de mere "bulk" orienterede produkter som Glyphosate til nyudviklede produkter med stærkere prisdifferentiering.

For år 2011 forventes Glyphosate "bulk" prisen at stige 20% på grund af stigende "demand", men dybest set er selskabet blot "billigt" og aktien handler med 15% discount til regnskabsværdi trods det, at selskabet har nedjusteret til en indtjening på kr. 200 mio. for året 2010. Dette skal sammenholdes med en børsværdi samlet på kr. 1,75 mia.

Selskabet har startet en proces for hurtigere inddrivelse af tilgodehavender, optimering af lagere og strammere styring af kreditorer med det formål, at forbedre likviditeten med kr. 1 mia. i 2011. Resultatet vil være reducerede renteomkostninger, frigivelse af kapital til opkøb og naturligvis af mindre betydning, at risikoen på tilgodehavender reduceres.

Vi mener, at årsregnskabet bliver bedre end selskabets udmeldinger. Den seneste valutakursudvikling har været gunstig for Auriga, som har store tilgodehavender i fremmed valuta. Omsætningen i Q1 og Q2 2011 forventes også at nyde godt af en højere valutakurs.

Vi mener, at resultatet for 2011 kan overgå 2010 med op til 50% til ca. kr. 300 mio. og grundet aktiens størrelse og likviditeten sætter vi konservativt en "target" kurs på kr. 125 pr. aktie eller en "upside" på 35% på 12 måneders sigt.

Ledelsen har tradition for store skift i deres udmeldinger til investorerne, men vi kan godt se, at Auriga går hen og bliver en positiv overraskelse i 2011.

Finansiell kalender 2011 – Auriga

23. februar 2011	Årsregnskab 2010 offentligøres.
26. maj 2011	Q1 regnskab offentligøres.
25. august 2011	Q2 regnskab offentligøres.
10. november 2011	Q3 regnskab offentligøres.

Læs mere: <http://www.auriga.dk/>

A.P. Møller Mærsk B (MAERSK-B)

A.P. Møller – Mærsk Gruppen er et verdensomspændende konglomerat, der opererer i 130 lande og har en arbejdsstyrke på omkring 115.000 medarbejdere. Selskabet indeholder verdens største containerrederier samt olieservice og en lang række aktiviteter inden for energi, logistik, detail- og fremstillingsindustri.

Katalysatorer for kursstigninger i aktien er forsat stabilisering eller moderate stigninger i fragtrater.

Aktien er meget et "macroplay"- en cyklisk aktie, der nyder godt af en generel fremgang i verdensøkonomien og typisk reagerer kraftigt på ledende nøgletal.

Det er vores opfattelse, at flere forhold kan trække aktien yderligere op til et kursniveau omkring kr. 58.000 pr. aktie på 12 måneders sigt, svarende til en "upside" på 14,8%.

Dels viser selskabet forsat vilje til at trimme omkostningerne og er allerede nået langt, men der er mere at komme efter i år 2011.

Intet synes helligt vedrørende besparelser og frasalg. CEO, Nils Smedegaard fremstår som en stærk og handlekraftig leder, et eksempel er frasalget af Netto i UK, med en gevinst kr. 4,6 mia.

Grundlæggende er der tale om en "turn-around case", som startede godt og som vil fortsætte. Selskabet leverede 4 opjusteringer af resultatet i 2010 og vi mener ikke, at aktiekursen endnu fuldt har kvitteret for denne fremgang.

Selskabet er meget følsom overfor kursudviklingen i USD og det er interessant at notere, at opjusteringerne skete på et tidspunkt med noget lavere USD/DKK kurs. Valutakursstigningerne rammer typisk bundlinjen direkte.

Når og hvis det globale opsving langsomt kan forsætte uden brug af økonomisk stimuli, bør det have en positiv effekt på selskabet. Vi tror, at det går denne vej omend i et afdæmpet tempo.

Global vækst trækker oliepriserne i vejret, hvilket tillige har en positiv effekt på selskabet.

Der er i Q4 2010 investeret kr. 14 mia. i delejerskab i oliefelter ud for Brasiliens kyst, hvilket umiddelbart sikre driftsindtjening. Selskabet har endvidere vundet borerettigheder til områder på Grønland. Vi forventer, at selskabet i løbet af 2011 annoncerer potentialet ved disse investeringer.

Finansiell kalender 2011 – A.P. Møller Mærsk B

23. februar 2011	Årsregnskab 2010 offentliggøres.
11. maj 2011	Q1 regnskab offentliggøres.
17. August 2011	Q2 regnskab offentliggøres.
9. november 2010	Q3 regnskab offentliggøres.

Læs mere: <http://www.maersk.com/Pages/default.aspx>

Carlsberg A/S (CARL-B)

Carlsberg er det fjerdestørste bryggeri i verden, Koncernen er kendetegnet ved en høj grad af mangfoldighed i brands, markeder og kulturer. Carlsberg-gruppens strategier omfatter tre regioner; Nord- og Vesteuropa, Østeuropa og Asien.

Selskabet har en ambition om, at være det hurtigst voksende globale bryggeri baseret på omsætning og resultat over en treårig periode ved organisk vækst.

Katalysator for kursstigning i aktien er den fortsatte margineksponering, der blev bekræftet ved det seneste kvartalsregnskab. Dog var der en enkelt skønhedsplet i regnskabet, i form af vigende markedsandele i Rusland (ca. 2%). Carlsberg koncernen er i øvrigt markedsleder på det russiske marked.

Vi er ret begejstrede for selskabet på den lange horisont, da indtjening og margin forsat ligger solidt og den låneoptagelse, der skete i forbindelse med købet af Scottish & Newcastle tilbage i år 2008 nedbringes efter planen.

Kurspotentialet vurderes til kr. 620 pr. aktie på 12 måneders sigt eller en "upside" på 11%,. Risikoen vurderes yderest begrænset på 12 måneders sigt.

Finansiell kalender 2011 – Carlsberg A/S

21. februar 2011	Årsregnskabet 2010 offentliggøres.
11. maj 2011	Q1 regnskabet offentliggøres.

17. august 2011	Q2 regnskabet offentliggøres.
9. november 2011	Q3 regnskabet offentliggøres.

Læs mere: <http://www.carlsbergdanmark.dk/omos/Pages/Default.aspx>

Danisco A/S (DCO)

Danisco A/S er en af verdens førende producenter indenfor fødevareingredienser, enzymer og biobaserede løsninger.

Daniscos ingredienser bruges globalt i en række industrier i alt fra bagerier, mejerier, drikkevarer, dyrefoder, vaskemidler og bioethanol.

Selskabet er meget stærke i deres nicher og til eksempel kan det fremhæves, at i samtlige brød, der bages på verdensplan indeholder 1/3 enzymer fra Danisco.

Katalysator for kursstigning i aktien er den fortsatte bedring af selskabets indtjening og langsigtet ser vi ikke stor risici i aktien.

Aktiekursen har i løbet af 2010 allerede oplevet en kraftig stigning, men vi ser dog et yderligere potentiale til kurs kr. 600 pr. aktie på 12 måneders sigt.

Selskabet foretog opjusteringer ved Q3 regnskabet 2010.

Finansiell kalender 2011 – Danisco A/S

17. marts 2011	Årsregnskab 2010 offentliggøres.
21. juni 2011	Q1 regnskab offentliggøres.
20. september 2011	Q2 regnskab offentliggøres.
16. december 2011	Q3 regnskab offentliggøres.

Læs mere: www.danisco.dk

Vestas Wind Systems (VWS)

Vestas Wind Systems er verdens førende producent af vindmøller med base i Danmark. Selskabet har som den eneste et globalt setup med produktion, salg og service.

Selskabet har været en af de store tabere på aktiemarkedet i 2010 med et fald på ca. 45%.

Årsagerne er flere, dels ses øget konkurrence fra Siemens, pres på indtjeningsmargin, udfordringer ved projektf finansiering og endelig usikkerheden i en langsigtet politisk vilje til subsidierer afregningspriser og skattebegunstige projekter.

Hertil kommer at ledelsens kommunikation med investorerne, ændringer af regnskabsprincipper, manglende tilpasning af omkostninger, alt i alt har skabt mistillid og nervøsitet omkring selskabet.

Resultatet i Q3 har dybest set overgået de fleste investorers forventninger, men fokus er rette mod den fremtidige indtjening, der forventes svag.

Vi har et kurs "target" på kr. 190 pr. aktie, hvilket er en "upside" på 7,9% og vi har ikke længere større forventninger til selskabet.

"Downside" kan faktisk være betydelig og aktieanalytikerenes er meget delte i deres opfattelse af værdiansættelsen. Vurderinger svinger mellem kurs kr. 120 og 250 pr. aktie.

Selskabet er åben for overtagelse og det ville give mening at integrere Vestas Wind i en kapitalstærk virksomhed med fokusområder indenfor infrastruktur, f.eks. ABB.

Finansiell kalender 2011 – Vestas Wind Systems

9. februar 2011	Årsregnskab 2010 offentliggøres.
4. maj 2011	Q1 regnskab offentliggøres.
17. august 2011	Q2 regnskab offentliggøres.
9. november 2011	Q3 regnskab offentliggøres.

Læs mere: www.vestas.com

Bavarian (BAVA)

Bavarian Nordic er et førende industrielt biotekselskab, der udvikler og producerer innovative vacciner til forebyggelse og behandling af livstruende sygdomme.

Selskabets pipeline er fokuseret på tre områder; biodefence, cancer og infektionssygdomme og indeholder syv udviklingsprogrammer. To programmer er under forberedelse til fase III: PROSTVAC, en terapeutisk vaccine til fremskreden prostatacancer er under udvikling i samarbejde med National Cancer Institute og IMVAMUNE. En tredjegerations koppevaccine udvikles under en kontrakt med det den amerikanske regering.

Bavarian er nok det selskab i Danmark, der er tættest på, at gå fra et biotekselskab til at blive et medicinalsselskab.

Da selskabet i Q3 2010 anmode udvalgte eksisterende aktionærer om kr. 200 mio. som en "private placement", med det formål at forbedre forhandlingssituationen (få mere tid) i eksisterende forhandling med 5 store globale medicinalsselskaber kom midlerne hurtigt og smertefrit. Vi tolker det, som et klart tegn på, at Bavarian er meget tæt på at indgå en formodeligt historisk interessant aftale, der kan løfte selskabet værdi markant.

Hvor det hele lander henne er meget svært at forudsige, da vi endnu ikke kender til indholdet af aftalen og med hvem den bliver indgået. Dog er det klart, at kurspotentialet er betydeligt og vi mener, at en aftale foreligger indenfor en periode på 6 måneder.

Et realistisk scenario er at aktien stiger 25% til kurs kr. 325 pr. aktie blot ved annoncering af en aftale og efterfølgende afhængig af vilkår og indhold forsat kan have et betydeligt potentiale.

Risikoen for, at der ikke skulle komme en aftale er begrænset, mens risikoen naturligvis er, at de resultater, der løbende annonceres fra forskellige kliniske faser ikke indfrier forventningen og måske endda fejler.

Ved investeringen har vi taget højde for et stort udfaldsrum for aktien og vi har derfor "kun" placeret 3,2% af porteføljen i Bavarian.

Finansiell kalender 2011 – Bavarian

10. marts 2011	Årsregnskab 2010 offentligøres.
18. maj 2011	Q1 regnskab offentligøres.
31. august 2011	Q2 regnskab offentligøres.
16. november 2011	Q3 regnskab offentligøres.

Læs mere: www.bavarian-nordic.com/

LifeCycle Pharma (LCP)

LCP er en specialiseret farmaceutisk virksomhed med fokus på udvikling af farmaceutiske produkter i immunsuppression og kardiovaskulære terapeutiske områder.

LCP er en international virksomhed med hovedsæde i Hørsholm, Danmark og et datterselskab placeret i USA.

LCP blev grundlagt i juni 2002, som et spin-off fra H. Lundbeck A/S og blev børsintroduceret på kursniveau 43. I mellemtiden løb selskabet tør for kapital og foretog i Q4 et aktiesplit, samt en garanteret kapitaludvidelse på kurs kr. 1,2 pr. aktie.

Katalysator for kursstigning i aktien er fortsat opmuntrende resultater fra LCP-TACRO fase II's kliniske studier, hvor LCP har besluttet sig for at koncentrere sin udviklingsindsats. LCP-TACRO er et tabletmiddel beregnet til patienter, der har fået foretaget nyre- og levertransplantation.

Der er tale om et rendyrket biotekselskab med meget stort kurspotentiale til kursniveau kr. 2,80 pr. aktie på 12 til 24 måneders sigt eller en "upside" på 114%, men også med en meget stor risiko. Risikoen ligger i at LCP-TACRO fejler i de videre kliniske studier.

Da selskabet netop har modtaget ca. kr. 440 mio. i ny kapital, er det usandsynligt, at selskabet indenfor 12-18 måneder måtte få behov for yderligere kapital.

H. Lundbeck og Novo garanterede den aktietegning, hvilket vi tager som en stærk indikation for, at det rent faktisk er muligt, at få produktet igennem samtlige kliniske faser. Dette vil i sidste ende betyde mulighed for en fordelagtig aftale med et af de store medicinalsselskaber.

Den meget høje risiko i LCP har vi valgt "kun" at investere 1,43% af porteføljen i selskabet.

Finansiell kalender 2011 – LifeCycle Pharma

10. maj 2011	Q1 regnskab offentliggøres.
17 august 2011	Q2 regnskab offentliggøres.

Læs mere: <http://www.lcpharma.com/>

NKT Holding (NKT)

NKT er et af de større industrikonglomerater med i alt 9.100 medarbejdere, heraf er 7.500 ansat i koncernens udenlandske enheder. I 2009 havde NKT en omsætning på kr. 11,7 mia.

Selskaberne i NKT koncernen opererer som business to business på det internationale marked og er opdelt i 4 hovedforretningsenheder; NKT Cables er aktør i el- og energisektoren, Nilfisk-Advance er aktør i rengøringsindustrien, Photonics Group der er aktør i den optiske industri samt NKT Flexibles, hvoraf NKT ejer 51%, er aktør i offshore sektoren.

Katalysatoren for kursstigning i aktien kan være flere, men umiddelbart er der forsat fornuftig indtjening i alle forretningsenheder, med undtagelse af NKT Cables. Divisionen Cables har oplevet problemer ved produktionsopstart af højspændingskabler på den nye fabrik i Köln. Problemet vurderes dog at være løst nu.

En række interessante bud på kabelkonkurrenten Draka i Holland har synliggjort værdien af NKT's kabelforretning, samtidig har aktien ikke rigtigt bevæget sig og virker mere end fair prissat.

Vi ser et kurspotentiale til kurs kr. 340 pr. aktie på 12 måneders sigt eller en "upside" på godt 11%.

Finansiell kalender 2011 – NKT Holding

1. marts 2011	Årsregnskab 2010 offentliggøres.
11. maj 2011	Q1 regnskabet offentliggøres.
23. august 2011	Q2 regnskabet offentliggøres.
15. november 2011	Q3 regnskabet offentliggøres.

Læs mere: <http://www.nkt.dk/dk>

North Media (Søndagsavisen) (NORTHM)

North Media A/S besidder ejerandele i virksomheder, der driver distributions- og medievirksomhed. North Media er ganske givet mest kendte for den annoncefinansierede Søndagsavisen, samt de tryksager og reklamer, der kommer ind af brevsprækken hver weekend.

Et stærkt cashflow gjorde det muligt at vi modtog kr. 4 i udbytte pr. aktie den 17. august, hvilket var mere end 10% af selskabets børsværdi.

Katalysatoren for kursstigning i aktien kunne være en opjustering til helåret, da årets sidste kvartal typisk er godt (kr. 68,7 mio. er hjemme i Q3), men alene med den nuværende indtjening på kr. 90-110 mio. i forhold til børsværdien på kr. 774 mio. er selskabet yderst rimeligt prissat.

Vi har fulgt selskabet i mange år og mener at selskabet vender fokus tilbage til den indtægtsskabende kerneforretning. Dvs. distribution af husstandsomdelte forsendelser, typisk reklamer for de store dagligvarekæder samt gratisaviserne, der finansieres via. annoncer.

Vælger selskabet at lukke forretningsområdet Ofir, en internetportal for jobannoncer m.v. ser vi kun dette som værende positivt.

Det svenske selskab Gisab der distribuere aviser i Sverige og som North Media er delejer af kan blive solgt og give en ekstraordinær gevinst i 2011

Kurspotentialet på 12 måneders sigt er kr. 54 pr. aktie eller en "upside" på 44%.

Finansiell kalender 2011 – North Media

3. marts 2011	2010 årsregnskab offentliggøres.
5. maj 2011	Q1 regnskabet offentliggøres.
3. august 2011	Q2 regnskabet offentliggøres.
4. november 2011	Q3 regnskabet offentliggøres.

Læs mere: <http://www.northmedia.dk/dk/Sider/default.aspx>

Thrane & Thrane (THRAN)

Thrane & Thrane leverer kommunikationsløsninger til fire markedsområder via satellitkommunikation; aeronautiske, landmobile, maritime og stationære landbaserede interface systemer, der har kontakt til satellitter.

Selskabet beskæftiger 600 medarbejder i Danmark samt regionale salgskontorer rundt om i verden. Selskabet har en ret stærk position på sit niche marked og har reelt kun én konkurrent af betydning i med base i USA.

Fortsat optimering og integration af tidligere års tilkøb har forbedret indtjeningen igennem år 2010 og vi forventer, at dette fortsætter i år 2011.

Katalysatoren for kursstigning i aktien er således en forbedret indtjening og omsætning. Kurs-potentialet på 12 måneders sigt er kr. 305 pr. aktie eller en "upside" på 17%.

Finansiell kalender 2011 – Thrane & Thrane

24. februar 2011	Q3 regnskabet offentliggøres.
8. juni 2011	Årsregnskab 2010 offentliggøres.

Læs mere: <http://www.thrane.com/>

Tryg A/S (TRYG)

Selskabet beskæftiger 4.300 medarbejdere og har mere en 2,7 millioner privatkunder og mere en 140.000 erhvervskunder.

Selskabet er det næststørste skadeforsikringsselskab i Norden med aktiviteter i Danmark, Norge, Finland og Sverige. I Danmark og Norge er selskabet henholdsvis den største og tredjestørste aktør på markedet. Selskabet har inden for de seneste 5 år startet aktiviteter i henholdsvis Finland og Sverige.

Forsikringer dækker arbejdsskade, bil, ejendom, løsøre, transport, villa, ulykke og sundhedsforsikringer m.v.

Katalysatoren for kursstigning i aktien er dybest set at "kvalitets" aktien vil vende tilbage til en normal situation. Vejr- og stormskadeerstatninger var i år 2010 kr. 1 mia. højere end i et normalt år. Vi betragter dette som et ekstraordinært tab af engangskarakter, der ikke kan retfærdiggøre det store kurstab.

Aktiekursen på Tryg var i år 2010 på sit højeste i maj 2010, da kursen var kr. 380 pr. aktie. Selskabet nedjusterede i Q3 rapporten og aktien faldt på ny hvorefter vi købte Tryg i kurs kr. 255 pr. aktie.

Vi forventer, at aktien på 12 måneders sigt stiger til kurs kr. 310 pr. aktie eller en "upside" på 15%.

Finansiell kalender 2011 – Tryg

9. februar 2011	Årsregnskab 2010 offentliggøres.
11. maj 2011	Q1 regnskabet offentliggøres.
17. august 2011	Q2 regnskabet offentliggøres.
9. november 2011	Q3 regnskabet offentliggøres.

Læs mere: www.tryg.dk

Sevan Marine (SEVANO)

Med base i Norge leverer selskabet produkter og løsninger til offshore industrien indenfor områderne; design, konstruktion og projektledelse.

I øjeblikket har Sevan Marine 4 FPSO-kontrakter, herunder Goliat Sevan 1000 FPSO, og tre boringskontrakter. Selskabet har koncentreret sin indsats for at udnytte Sevan Marines teknologi til flydende produktions- og boringsopgaver.

Katalysator for kursstigning i aktien er en afklaring af gældsstrukturen. Selskabet har haft udfordringer omkring finansiering og dette har bidraget til nervøsitet hos investorerne og kursfald i aktien.

Denne situation har selskabet løst ved at optage et obligationslån. Flere analytikere så gerne, at det var aktiekapitalen, der blev styrket. Sådan blev det ikke og det er klart, at indtjening således i forhold til en lav egenkapital forventes høj (EPS.)

Risikoen er naturligvis, at selskabet indtjening ikke kan servicere gælden, der er højt forrentet. Måtte der senere opstå behov for aktiekapital, vil det være klart negativt for aktiekursen.

Men med udgangspunkt i obligationslånets løbetid, selskabets egne forventninger vurderes risikoen lav på kort sigt. Ud af vores portefølje af aktier er Sevan Marine ASA en af de mere uforudsigelige aktier.

Vi har købt Sevan Marine ASA på et attraktivt niveau NOK 5,95 pr. aktie.

Vi ser et stort potentiale i Sevan Marine ASA og i et positivt scenario kan kursen nå NOK 8 pr. aktie eller en "upside" på 33%.

Finansiell kalender 2010 – Sevan Marine ASA

15. februar 2011	Årsregnskab 2010 offentliggøres.
11. maj 2011	Q1 regnskabet offentliggøres.
31. august 2011	Q2 regnskabet offentliggøres.
9. september 2011	Q3 regnskabet offentliggøres.

Læs mere <http://www.sevanmarine.com/>

Appendix: De enkelte obligationsinvesteringer

NO. SKOG FRN 3/12 (N0010355423) NOK – "BOND"

Om udsteder:

Norske Skog er en af verdens førende producenter af avispapir og magasinpapir, med 14 papirfabrikker placeret rundt om i verden.

Verdensmarkedet for avispapir og magasinpapir er omkring 60 millioner tons, og gruppen har henholdsvis omkring 10% og 5% af disse segmenter. Driftsindtægterne fra de 2 segmenter var i 2009 ca. NOK 20 mia.

Obligationen:

- Valuta: Norske kroner (NOK)
- Rente: Variable
- Udløb: 03/2012
- Termin: Kvartalsvis 01/03, 01/06, 01/09, 01/12
- Cirkulerede mængde: NOK 1,1 mia.
- Fondskode: NO0010355423
- Børskurs: 91,95

Kursen er opgjort til NOK 91 og da vi forventer indfrielse på kurs 100 i marts 2012 estimerer vi et afkast på 12%.

Risikoen er at Norske Skog ikke kan opnå refinansiering i marts 2012, hvor flere obligationer har forfald i samme periode.

Vi vurderer dog dette meget lidt sandsynligt, da selskabet er inde i en positiv resultatudvikling og forsat har mange værdifulde aktiver f.eks. papirmøller globalt og skov i Brasilien.

Finansiell kalender 2011 – Norske Skog

3. februar 2011	Årsregnskab 2010 offentligøres.
5. maj 2011	Q1 regnskabet offentligøres.
4. august 2011	Q2 regnskabet offentligøres.
3. november 2011	Q3 regnskabet offentligøres.

Læs mere <http://www.norskeskog.com/>

10% Agrokor 7/12-16 (EUR) – "BOND"

Om udsteder:

Agrokor Group er den største private virksomhed i Kroatien og en af de førende regionale selskaber med konsoliderede samlede indtægter på mere end HRK 28 mia. og beskæftiger mere end 40.000 mennesker.

Kerneaktiviteterne i Agrokor er produktion og distribution af fødevarer og drikkevarer samt detailhandel.

Obligationen:

- Valuta: Euro (EUR)
- Rente: Fast 10% p.a.
- Udløb: 07/12.2016
- Termin: Halvårlig – 07/06 og 07/12
- Cirkulerede mængde: EUR 400 mio.
- Fondskode: XS0471612076
- Børskurs: 107,93

Obligationen har den længst løbetid i porteføljen, men vurderes omvendt at være den mest sikre. Dette begrundes en stabil og god indtjening samt et meget stærkt "cashflow".

Risikoen er lav på såvel kort som lang sigt, dog kan en vis likviditetsrisiko forekomme. Dvs. risiko for at obligationen har negative udsving i perioder.

Læs mere: <http://www.agrokor.hr>

8,875% FS Funding A/S (ISS) 12/11-15/5-2006/2016 – "BOND"

Om udsteder:

Hovedkontoret ligger i København, Danmark, ISS-koncernen er en af verdens førende Facility Services koncerner i verden. ISS koncernen opererer i mere en 50 lande i Europa, Asien, Nordamerika, Latinamerika og Stillehavet.

Med en omsætning på mere end kr. 69 mia. og resultat af primær drift år 2009 på kr. 3,9 mia. er ISS den næststørste virksomhed i Danmark målt op omsætning . På verdensplan er ISS koncernen verdens fjerde største private arbejdsgiver med 520.000 ansatte.

ISS er ikke børsnoteret, men ejet af kapitalfondene EQT Partners og Goldman Sachs Capital Partners.

"Cashflow" har historisk været stærkt og selskabet kan kun vurderes som "going concern", da en betydelig del af balancen er goodwill.

Udover et stærkt "cashflow" er risikoen i forretningsmodellen lav og selskabet kan hurtigt justere omkostninger i forhold til omsætning.

Obligationen:

- Valuta: Euro (EUR)
- Rente: Fast 8,875% p.a.
- Udløb: 15/05.2016
- Termin: Halvårlig 15/05 og 15/11
- Cirkulerende mængde: EUR 454 mio.
- Fondskode: XS0253470644
- Børskurs: 103,56

Læs mere: <http://inv.issworld.com/>

10,5% J. Lauritzen A/S 5/5-2010/2015 – "BOND"

Om udsteder:

J. Lauritzen er mangeårig leverandør af søtransportløsninger. J. Lauritzen's aktiviteter omfatter; Lauritzen Bulkers (tør bulk last), Lauritzen Kosat (flydende gasser), Lauritzen Offshore Services (leverandør af dynamisk positioneret hjælpefartøjer) og Lauritzen Tankers (olie og kemikalier).

J. Lauritzen A/S har haft en fornuftig start på året og J. Lauritzen's andel af resultatet udgjorde USD 99,6 mio. for de første seks måneder af 2010.

For at sikre en langsigtet finansiering udstedte J. Lauritzen en obligation den 5/5-2010 til kurs NOK 100. Forretningsmæssigt en fornuftig disposition, der er med til at sikre en langsigtet finansielløsning.

Kursen var attraktiv og vi har som institutionel investor mulighed for at deltage direkte ved nytegningen.

Obligationen:

- Valuta: Norske kroner (NOK)
- Rente: Fast 10,5% p.a.
- Udløb: 05/05.2015
- Termin: Helårlig – 05/05
- Cirkulerende mængde: NOK 700 mio.
- Fondskode: NO0010572381
- Børskurs: 107,75

Risikoen anses for lav da selskabet har forbedret indtjening gennem år 2010.

Finansiell kalender 2011 – J. Lauritzen

17. marts 2011	Årsregnskab 2011 offentliggøres.
----------------	----------------------------------

Læs mere: <http://www.j-lauritzen.com/>

11% Renewable Energy Corporation ASA (REC) 2009/2014 – “BOND”

Om udbyder:

Renewable Energy Corporation er den førende vertikalt integrerede aktør indenfor solenergi industrien. Virksomheden er opdelt i tre divisioner; REC Silicon, REC Wafer, som er blandt verdens største producent af polysilicium og wafers til solcelleapplikationer og REC Solar, en hurtig voksende producent af ”high performance” solceller og moduler..

Selskabet er i en industri med hård konkurrence, specielt fra kinesisk side vedrørende produktion. Markedet er dog i vækst og selskabet står stærkere efter i år 2010 at have foretaget en kapitalforhøjelse, der klart forbedrede forholdet mellem egen- og fremmedkapital.

Obligationen er seniorgæld og rangerer mindst på lige fod med alle andre forpligtelser for udsteder og skal rangere foran efterstillet gæld.

Vi forventer, at holde obligationen til udløb, hvilket giver en forrentning på ca. 10% p.a.

Obligationen:

- Valuta: Norske kroner (NOK)
- Rente: 11% p.a.
- Udløb: 16/09.2014
- Termin: Helårlig – 16/09
- Cirkulerende mængde: NOK 1,250 mio.
- Fondskode: NO0010536501
- Børskurs: 104,25

Læs mere: <http://www.recgroup.com/en/ir/>