

# Kvartalsrapport

3. kvartal, 2020



Investerings   
**Rådgivning**



---

## Indhold

Revideret investeringsstrategi .....	1
IR Basis A/S – aktiebaseret investering .....	2
IR Vækstlande A/S – aktiebaseret investering .....	3
IR Favoritter A/S og IR Invest - aktiebaseret investering .....	4
IR Favoritter/ IR Invest fortsat .....	5
IR Højrente A/S – obligationsbaseret investering .....	6
IR Erhverv A/S – obligationsbaseret investering .....	7
Kontakt info .....	8

## Investor arrangement efterår 2020 - UDSAT



Vi lovede at afholde et investorarrangement i efteråret 2020 pga. aflysning af fysisk fremmøde til den ordinære generalforsamling i april.

MEN vi befinder os stadig i en ekstraordinær situation på grund af Corona (COVID-19), og følger regeringens anbefaling om at aflyse alle større arrangementer.

Usikkerheden om nuværende restriktioner for forsamlings fortsætter, og om der vil komme andre påbud, gør det svært at planlægge blot uger frem.

Derfor har vi valgt at **udsætte dette arrangement**, indtil det vil kunne afholdes under trygge forhold.

---



---

## Revideret investeringsstrategi

Som det er de fleste bekendt, suspendede vi brugen af IR-kvotienten i forbindelse med Corona pandemiens udbrud.

Dette har indtil videre været et fornuftigt træk, idet indikatoren gik fra at være "leading" - altså fortælle, hvad der kommer til at ske, til at blive "lagging" - at fortælle, hvad der er sket. Dette er et typisk fænomen, når markedet bliver ramt af naturkatastrofer, krig og altså også pandemier.

Men hvad så?

Heldigvis er IR-kvotienten ikke det eneste værktøj, som vi har i værktøjskassen. Vi har det seneste år arbejdet på at udvikle vores investeringsstrategiske platform, hvad angår værktøjer til at bestemme enkeltinvesteringer og den overordnede allokering.

Vores investeringsstrategi, nu omtalt som **IR strategien** har nu fået tre ben at stå på – *IR-kvotienten*, *Momentum* og *Klassisk fundamental investeringsanalyse*, kombineret med *godt købmandskab*.

IR strategien er ydermere underlagt en skarp og dynamisk risikostyring. Betydningen af dette kan være, at vi lægger nogle grænser ind for, hvor langt vi kan bevæge os væk fra markedets trend.

Der kan derfor i perioder med en *positiv IR-kvotient* være perioder, hvor man ikke er 100% investeret i aktier, og i perioder med en *negativ IR-kvotient* være perioder, hvor man er helt eller delvist investeret i aktier.

Derudover har vi på enkeltinvesteringer **defineret 4 overordnede megatrende**, hvor vi så vidt muligt vil placere midlerne. Disse megatrende er *Klima*, *Sundhed*, *Teknologi/IT* samt *Stabilt forbrug*.

Således investerer alle vores forskellige aktiefonde overvejende efter disse temaer, uanset om det er danske, tyske eller kinesiske aktier.

På verdensplan har vi overvægtet kinesiske aktier, idet de synes at komme bedst ud af Coronakrisen, samtidig med at de ikke fylder særligt meget i de

professionelle investorers bøger. Dette kommer til at blive ændret, hvis/når de kinesiske aktieindeks bliver vægtet til deres faktiske andel af verdens aktiemarkeder i de respektive benchmark. På sigt vil det lægge en stærk hånd under kinesiske aktier.

I bestemmelsen af hvor stor en procentdel, som vi skal investere i aktier, er vi med den *nuværende* suspension af IR-kvotienten gået over til en kombination af Momentum og god gammeldags fundamental analyse – selvfølgelig kombineret med et godt købmandskab.

Momentum er kort fortalt markedets retning og styrken i denne udvikling. Den klassiske fundamentale analyse går ud på at estimere virksomhedernes kommende overskud, og relatere dette til aktie markedets niveauer.

Summen af disse 2 analyser er:

- Momentum – stærk, markedet er stigende.
- Fundamental analyse – svag, virksomhederne er virkelig under pres.

Altså 2 indikatorer der peger hver sin vej – ingen har sagt det skal være let!

Derfor ligger aktieandelene p.t. på ca. 60% i IR Basis A/S, 60% i IR Favoritter A/S, 90% i IR Invest og 100% i IR Vækstlande A/S (Kina).

Vores obligationsbaserede selskaber ligger af selvsamme årsager 80-90% investeret p.t., men her er der en klar forventning om, at andelen snart vil ligge på 100%. Vi er ved at gå igennem en korrektionsfase, og i denne vil vi øge obligationsandelene.

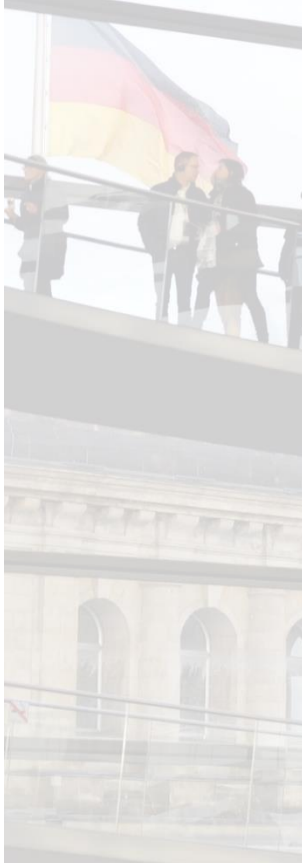
Investeringsmarkederne er en flygtig størrelse. Hvad der er rigtigt i dag, kan være forkert i morgen. Man bliver derfor nødt til at udvide sin investeringshorisont, specielt under volatile og usikre perioder som denne.

Til gengæld vil man som oftest blive belønnet på den anden side af "krisen", idet de solide og fremtidssikrede investeringer vil være dem, der kommer stærkest igen.



## IR Basis A/S – aktiebaseret investering

Periode	Afkast
2009 Q4	10,39%
2010	10,84%
2011	3,79%
2012	1,33%
2013	16,02%
2014	4,51%
2015	27,19%
2016	1,01%
2017	8,08%
2018	-14,07%
2019	-1,40%
2020	-10,3%



På den europæiske scene fortsatte udsvingene på aktiemarkedet i 3. kvartal. Det store europæiske indeks, Eurostoxx 600, endte dog med et lille plus på 0,7%, men ligger fortsat med et negativt årligt afkast på lidt over 11%. IR Basis kom ud af kvartalet med et mindre negativt afkast på 0,5%, og har igennem kvartalet øget eksponeringen imod europæiske aktier, dog fra et lavt niveau. I skrivende stund er der en eksponering på 60% imod aktier, således vi fortsat har tørt krudt at skyde med, skulle vi opleve et tilbagefald hen over efteråret, hvilket vi ser en risiko for.

Spredningen i afkast har været stor i år, når man ser på de europæiske lande. Det tyske aktiemarked ligger med -4,7%, det franske med -18,8%, det spanske med -29% det italienske med -18,5%, og Storbritannien med -26% (målt i Dkk). Med så markante negative afkast vil investorerne på et tidspunkt begynde at se efter investeringsmuligheder, men for øjeblikket har vi dog svært ved at se, hvad der overordnet set skal kunne løfte de europæiske aktier herfra, hvis ikke der kommer en vaccine, og virksomhederne for alvor kan begynde at øge indtjeningen igen.

Prissætningen (P/E) på Eurostoxx 600 ligger i øjeblikket på 22,20 for det indeværende år, og var ved indgangen til i 3. kvartal på 21,21. Dette betyder, at indtjeningen for virksomhederne i løbet af 3. kvartal har set en lille forværring - man skal nu betale lidt mere for en kroners indtjening, end tidligere. Til sammenligning lød den forventede P/E for Eurostoxx 600 på 16,2 i starten af året, hvilket fortæller, at virksomhederne fortsat har langt igen, inden indtjeningen er oppe på niveauet fra før Corona.

Ser man på de forskellige sektors performance på det europæiske aktiemarked, er der også her store forskelle. Det er uden tvivl *teknologi* og *sundhed*, der er kommet bedst igennem krisen (dog ikke overstået endnu) – to sektorer, vi har identificeret som megatrende, og koncentrerer investeringerne omkring i alle vores selskaber - men også *råvarer* har klaret sig godt i 3. kvartal. Vi tror på, at den temabaserede tilgang til investering vil gavne os – både fordi megatrendene vil skabe vindere i de rigtige sektorer i fremtiden, men også fordi det hjælper os med at frasortere taberne.

Som nævnt i starten ser vi en risiko for, at vi vil opleve tilbagefald gående ind i efteråret, hvor erhvervslivet for alvor skal stå sin prøve med den nuværende Corona-situation. Læg hertil et præsidentvalg i USA, der uden tvivl vil skabe turbulens på verdens aktiemarkeder, samt et potentielt ”hard Brexit”, hvor EU nu har anlagt sag mod Storbritannien for brud på den forhandlede skilsmisseaftale. Dog synes en nedtur som i foråret ikke realistisk, men vi bør være forberedt på, at vi går et ustadigt 4. kvartal i møde, med potentielle attraktive købsmuligheder, og her tror vi, at en betydelig kontantandel vil kunne gavne os.



## IR Vækstlande A/S – aktiebaseret investering

Periode	Afkast
2011	-4,47%
2012	-7,38%
2013	2,25%
2014	10,43%
2015	-7,25%
2016	9,92%
2017	19,39%
2018	-11,88%
2019	11,61%
2020	1,00%

I årets 3. kvartal oplevede IR Vækstlande et positivt afkast på 7,5%, hvilket var på niveau med aktierne i BRIC-landene, som ellers oplevede relativt store udsving undervejs. Den første uge i kvartalet steg aktierne med 11,6%, for herefter at falde med 9,1% hen mod slutningen af juli. Det samlede afkast for året er dog stadig negativt for BRIC-landene, med et afkast på -1,96% (målt i Dkk), hvor IR Vækstlande har opnået et afkast på 1%. Dette skyldes primært, at vi i perioder har afdækket USD-risiko.

Spredningen i afkastene for BRIC-landene i år er stor. Kina og Indien har klaret sig bedst af dem alle med afkast på -7,6% og -8,5% målt i Dkk. Rusland og Brasilien er blevet banket langt tilbage med afkast på henholdsvis -32,7% og -43,5% målt i Dkk. Kina, som er mere vant til at håndtere epidemier, er kommet bedst igennem i coronakrisen. Kigger man på det totale antal smittede har Kina kun haft 90.629, hvilket er minimalt i forhold til befolkningens størrelse. Brasilien, Indien og Rusland har været hårdere ramt, med henholdsvis 4,9 mio., 6,6 mio. og 1,2 mio. antal smittede, og Brasilien har flest døde med 146.352 – kun overgået af USA, der har flere dødsfald.

Vi har længe øget koncentrationen af investeringerne i IR Vækstlande omkring Kina, da vi her ser et markant større afkastpotentiale fremover end de andre BRIC-lande samt emerging markets generelt. Kina har i mange år været betragtet som en del af emerging markets, men mange (inklusive os) mener i mindre grad, at Kina er ”emerging”. Kina er og bør betragtes som en selvstændig region i investeringsøjemed.

Argumenterne herfor er mangefold, men primært skal det nævnes, at Kina i størrelse, både som aktiemarked og som økonomi, indtager en 2. plads på verdensplan. Hertil har Kina efterhånden vokset sig så stor indenfor emerging markets, at investorer foretager dedikerede allokeringer til Kina alene. Denne trend forventer vi vil fortsætte, og flere og flere investeringer vil flyde Kinas vej i de kommende år – både af ren interesse på grund af høj vækst relativt til de udviklede økonomier og attraktiv prissætning (P/E i Kina på 14 og P/E i USA på 20,5), men også af tvang, da Kina kommer til at fylde mere og mere i diverse benchmark, som porteføljeformidlere rundt om i verden investerer efter.

Udover vores geografiske fokus på Kina har vi også her koncentreret investeringerne indenfor de megatrende, vi har identificeret, herunder *sundhed* og *IT/teknologi*. Disse områder oplever massiv vækst. Derudover har vi for nyligt tilkøbt aktier indenfor *miljø og bæredygtighed* (ESG), som er et voksende tema globalt, og er i sin spæde start i Kina, men hvor potentialet er enormt. Kinas ungdom samt internationale investeringer driver i høj grad denne udvikling.





## IR Favoritter A/S og IR Invest - aktiebaseret investering

Periode	Afkast
<b>IR Favoritter A/S</b>	
2014 Q4	0,43%
2015	52,38%
2016	-3,33%
2017	3,92%
2018	-21,36%
2019	0,29%
2020	9,8%
<b>IR Invest</b>	
2017 Q4	-7,26%
2018	-16,85%
2019	31,55%
2020	14,1%

### IR Invest dk aktier

10 største positioner

- GN Store Nord
- Vestas
- Demant
- Ossür
- NNIT
- NovoZymes
- Schouw & Co
- H. Lundbeck
- DSV Panalpina
- Netcompany Group

(Sep. 2020)

3. kvartal 2020 blev igen et godt kvartal for aktieejerne. På trods af at vi ved indgangen til kvartalet havde reduceret aktieandelene en smule, har **IR Favoritter A/S** i kvartalet afkastet 5,1% og i året 9,82%.

**IR Invest danske aktier** har i kvartalet afkastet 8,20% og knap 13% år til dato. Afkast, som vi ikke havde forventet eller haft fantasi til at forestille os for 6 måneder siden!

Det er fortsat den rigelige likviditet, der skubber til aktierne. Målt på nøgletal er de historisk dyre. Corona krisen har således skubbet på den multipel ekspansion, som vi har oplevet siden 2018. Overskuddene i virksomhederne er gået tilbage, aktierne er samtidig steget.

Denne situation er selvsagt ikke holdbar på sigt, men kan godt stå på et stykke tid. Vi opfordrer derfor fortsat til at have en forsigtig tilgang til markedet, så der er mulighed for at gøre en god handel den dag, hvor aktierne kommer på udsalg.

Vi har fortsat koncentreret investeringerne omkring de **4 megatrende**, som vi har identificeret. Man kan se, at pengene i markedet i stor stil tilfalder teknologi-, medico- og klimaaktierne. Mange af disse aktier ligger således i all-time high. Andre aktier, f.eks. banker og mindre selskaber, er slet ikke kommet ud af start-hullerne, og ligger i pæne minusser siden årets start. Det har således været ekstremt vigtigt at forfølge de trende, der dominerer i samfundet for at få et positivt afkast.

Af større omlægninger har vi i kvartalet opjusteret andelen i **NovoZymes**, som efter mange år med nulvækst netop er påbegyndt en ny strategiplan, der skal øge den organiske vækst i selskabet. Vi forventer derfor, at NovoZymes på sigt skal prisfastsættes på et højere niveau end tilfældet er i dag.

Indenfor *stabile forbrugsaktier* har vi indlemmet **Matas** i porteføljen. Efter en mangeårig deroute ser det ud til, at Matas, både igennem de fysiske forretninger, men specielt i deres online butik, har knækket koden til et øget salg. Matas er over de seneste 5 år faldet med over 50%, så der er en stor upside, efterhånden som Matas kan dokumentere, at de har styr på forretningen.

Indenfor *teknologisektoren* har vi opjusteret **NNIT**, som er et IT-selskab, der kører store firmaers IT. Selskabet er en udspringer fra NovoNordisk, og ånden fra Novo er også at finde her. Man skal vokse hvert år, og helst med to cifrede procenter. NNIT er de seneste 4 år mere end halveret i kurs, idet Novo – som er en af de store kunder – har skåret lidt ned i aktivitetsniveauet, samtidig med at Pandora har valgt at insource deres IT.

Fortsættes...



---

## IR Favoritter/ IR Invest fortsat...



På den anden – og fremadskuende side, har de det seneste år indgået eller øget forretningsomfanget med Radius Elnet, Ørsted, HK, DLG og PFA, som de væsentligste. Vi forventer, at NNIT kan mangedobles indenfor de næste år i takt med, at markedet får øjnene på for selskabets billige prifsættelse, og det faktum at NNIT igen er på vej fremad.

Endelig har vi øget andelen i **Ossür**, den islandske producent af proteser. Selskabet er utroligt veldrevet, men på trods af dette har den endnu ikke opnået kursniveauet, fra før Corana kom ind i vores verden.

For at finansiere disse tiltag har vi valgt – *midlertidigt* – at *likvidere* vores investeringer i **Genmab** og **Zealand Pharma**. Begge selskaber har tjent os godt, men deres kursfastsættelse virker efterhånden noget anstrengt.

Vi forventer 4. kvartal vil blive lige så uforudsigeligt som årets tre første kvartaler. Vi skal igennem præsidentvalg, Brexit samt måske en ny omgang Corona. Og så kommer der altid noget uforudset oveni. Vi vil derfor fortsat træde med varsome skridt og fokusere på den lange historie i den enkelte virksomhed.



## IR Højrente A/S – obligationsbaseret investering

Periode	Afkast
2011	4,25%
2012	5,40%
2013	-12,06%
2014	18,64%
2015	14,49%
2016	9,04%
2017	-4,74%
2018	-4,93%
2019	11,16%
2020	-7,16%



I det forgangne kvartal har antallet af corona-smittede været stigende blandt flere af de store lande, som udsteder højtforrentede statsobligationer. Af denne årsag, har vi bibeholdt en reduceret eksponering. IR Højrente A/S ligger aktuelt investeret med **85% i højtforrentede statsobligationer**, og har igennem årets 3. kvartalet oplevet et mindre tilbagefald på 0,8%.

Selvom de udstedende lande selvsagt udfordres økonomisk grundet coronakrisen, ligesom det er tilfældet i de fleste udviklede/vestlige lande, føler vi os komfortable ved at bibeholde eksponeringen. For det første tilbyder disse obligationer en gennemsnitlig rente på 4,5%, hvor den 10-årige amerikanske statsobligation, som typisk anvendes som referencerente, aktuelt ligger på godt 0,5%. Til sammenligning er den aktuelle merrente på knap 4% - derved højere end det historiske gennemsnit siden år 2000 på 3,5%. For det andet er de udstedende lande typisk kendetegnet ved at have en væsentlig mindre gæld sammenholdt med BNP end tilfældet i de udviklede/vestlige lande, og har derved økonomisk råderum til at understøtte deres respektive økonomier under og efter coronakrisen.

Når der bliver fundet en vaccine mod corona, og verden gradvist kan begynde at blive normaliseret, eller der opleves kursfald på højtforrentede obligationer, er vi klar til at øge eksponeringen i højtforrentede statsobligationer. Vi er samtidig i gang med at forberede os på, at de gigantiske stimuli, som centralbankerne såvel som politikerne har gennemført verden rundt, kan medføre stigende inflation med stigende renter til følge, når coronakrisen klinger af. På denne baggrund er vi i det forgangne kvartal gået i gang med at opbygge en eksponering i statsobligationer udstedt af Kina, som tilbyder en knap så høj rente som de højtforrentede statsobligationer. Til gengæld er samvariansen mellem kinesiske og amerikanske statsobligationer langt mindre udtalt end mellem statsobligationerne udstedt af de højtforrentede lande og USA. Dette sikrer en bedre risikospredning. Endvidere venter vi, at renteniveauet i Kina vil falde i de kommende år i takt med, at Kina fortsætter overgangen fra at være en vækstøkonomi til i højere grad at være en del af den udviklede verden. Dette vil alt andet lige medføre faldende inflation og renter med stigende obligationskurser til følge, og således løfte afkastet herpå.

På baggrund af det store rentefald i USA tidligere på året, er merrenten i USA relativt til Europa indsnævret betragteligt, hvilket mindsker efterspørgslen efter dollar. Så længe dette gør sig gældende, ser vi risiko for en større svækkelse i dollar og fastholder derfor afdækningen af dollar. Så snart der atter er udsigt til en tiltagende inflation, og deraf følgende stigende renter i USA relativt til Europa, vil vi helt eller delvist fjerne afdækningen af dollar.





## IR Erhverv A/S – obligationsbaseret investering

Periode	Afkast
2012	2,18%
2013	3,66%
2014	2,50%
2015	3,41%
2016	5,13%
2017	-2,13%
2018	-3,73%
2019	2,68%
2020	-7,21%

Ligesom det har været tilfældet i USA og i de fleste lande rundt om i verden, har antallet af corona-smittede i Europa også været stigende igennem det forgangne kvartal. Vi har på denne baggrund fastholdt en reduceret eksponering i virksomhedsobligationer i IR Erhverv A/S, som aktuelt har **75% investeret**. I det forgangne kvartal har IR Erhverv A/S leveret et mindre, men dog positivt afkast på 0,6%.

Specielt i tider med økonomisk usikkerhed er en spredning på et stort antal virksomhedsobligationer at foretrække, da risikoen for konkurser blandt de udstedende virksomheder øges, såfremt coronakrisen trækker ud.

IR Erhverv A/S har aktuelt spredt investeringerne på mere end 500 obligationsudstedelser med en effektiv rente på 4,3% og en gennemsnitlig løbetid på 4 år. Til sammenligning lå den effektive rente på 3,5% før coronakrisen. Den 10-årige tyske statsrente er faldet fra -0,2% i februar til aktuelt -0,6%. Derved tilbyder de europæiske virksomhedsobligationer aktuelt et merafkast relativt til den 10-årige tyske statsobligation på 4,9% mod mere beskedne 3,7% i februar.

Med vedvarende og enorme hjælpepakker fra de europæiske politikere samt den fortsatte historisk store stimuli fra den europæiske centralbank (ECB), der løbende køber op i europæiske obligationer herunder virksomhedsobligationer, tror vi, at de europæiske virksomheder over en bred kam vil komme fornuftigt igennem coronakrisen, da dette vil være med til at holde virksomhedernes finansieringsomkostninger på et holdbart niveau. Skulle konkursraten stige mere end ventet med kursfald til følge på de europæiske virksomhedsobligationer, er vi klar til at udnytte dette ved at øge eksponeringen i IR Erhverv A/S.

På baggrund af fortsat finans- samt pengepolitiske stimuli, samt det forhold at investorerne vedvarende søger efter investeringsmuligheder med et fornuftigt afkast potentiale relativt til negative indlånsrenter, fastholder vi eksponeringen i virksomhedsobligationer.

Nok er der ting at bekymre sig om i den nære fremtid, herunder varigheden af coronakrisen, udfaldet af det amerikanske præsidentvalg, samt BREXIT. Men historien viser dog, at politik godt nok skaber kortsigtede udsving om end sjældent påvirker de finansielle markeder på lang sigt. Derfor ser vi eventuelle kursfald på markedet for virksomhedsobligationer som købsmuligheder.



---

## Kontakt info

Adm. direktør	Peter Kubicki	+45 9626 3142
Direktør	René Krogh Andersen	+45 9626 3003
Investeringsdirektør	Michael Krogh Andersen	+45 9626 3002
Kundechef	Kim Andreasen	+45 9626 3004
Portfolio Manager	Christoffer B.K. Brøndum	+45 9626 3007
Kommunikationsansvarlig	Helle Østergaard	+45 2946 7540

## Fondsmæglerselskabet InvesteringsRådgivning A/S

### **Herning:**

Østergade 25, 1. tv  
7400 Herning

### **København:**

August Bournonvilles  
Passage 1, Kgs. Nytorv  
1055 København K

**T** 9626 3000

**M** info@irg.dk

**W** www.irg.dk

**CVR** 32152295

FMS InvesteringsRådgivning A/S er stiftet september 2009. Selskabet beskæftiger sig udelukkende med porteføljepleje og forretninger afledt heraf. Selskabet er uafhængigt af banker, og dets eneste indtægt er honorarer fra selskabets kunder.

## Følg os på de sociale medier

Du kan følge os på både Facebook og LinkedIn under navnet InvesteringsRådgivning

## Målsætning

Selskabets målsætning er at være Danmarks bedste portefølje forvalter målt på afkastkvalitet og kundernes tilfredshed