

Endelig opbakning til Euroland

I 2. kvartal var den største bekymring om Marine Le Pen kom til magten i Frankrig. Bekymringen viste sig at være grundløs, idet Emmanuel Macron vandt en jordskredssejr både til præsidentvalget og til parlamentsvalget. En af de største økonomier i Europa forpligter sig hermed 100% til EU, hvilket giver ro på de finansielle markeder og i erhvervslivet generelt. Tilbage står det tyske valg til november, hvor Merkel ser ud til at få et genvalg, og så det italienske valg, som løber af stablen senest næste forår.

Trods dette slutter kvartalet faktisk lidt dovent. Den sidste uges tid faldt DAX-indekset med ca. 4%, obligationerne falder og ikke mindst dollaren falder. Afkastet på IR Basis A/S blev således knap 4% år til dato imod knap 10% år til dato for en uges tid siden. Dette er selvsagt altid irriterende op imod et kvartalskifte, hvor resultaterne for det forgangne kvartal publiceres, men vores forventninger er fortsat imod en styrket dollar og stigende aktiemarkeder. Vi forventer derfor, at kursfaldene hurtigt indhentes på ny. De økonomiske nøgletal ser generelt fine ud. En lille afbøjning i væksten, men dette er kun godt, idet renten ellers ville stige voldsommere. Bedst af alt har vi endnu ikke set inflation af en størrelse, som gør os bekymrede, hvorfor vi fortsat søger imod dollar og aktier, men holder os fra lange obligationer, hvor inflationsfrygten først vil sætte sit præg. IR Kvotienten er komfortabelt positiv, hvorfor vi forventer en maksimal aktieeksponering også i dette kvartal.



har været hans motivation – at give værdi til kunderne.

Peter Kubicki tiltrådte 8. juni 2017, og får ansvaret for at lede forretningen sundt og godt frem imod en større størrelse, samtidig med at virksomheden bevarer sin nuværende nærhed til kunderne. Peter Kubicki vil således også være ansvarlig for, at virksomheden igennem denne vækstfase overholder god forretningskik, og at der er styr på de interne kontrolprocedurer.

Fra InvesteringsRådgivning A/S' side ønskes alle kunder og forretningsforbindelser en rigtig god sommer.

Kvartalsrapport 2017

2. kvartal



Ny Adm. Direktør

InvesteringsRådgivning A/S har pr. 8. juni 2017 ansat Peter Kubicki som ny Adm. Direktør.

Peter Kubicki har de seneste to år været Head of Wealth Management og en del af landeledelsen i Danmark for SEB i København med ansvar for Asset Management and Private Banking.

Han efterfølger **Michael Krogh Andersen**, som fortsætter i virksomheden som kundedirektør med ansvar for kundepleje af både eksisterende og nye kunder, og vil stadig være en stor del af InvesteringsRådgivnings DNA.

Derudover er Portfolio Manager og Partner **Christian Klar-skov** udnævnt til investeringsdirektør med ansvar for InvesteringsRådgivnings samlede investeringsområde, hvor blandt andet ansvaret for den aktive aktieudvælgelse fortsat vil være en væsentlig del.

Læs mere på
www.irg.dk/nyheder



Aktiebaserede investeringer

IR Basis A/S

<u>Periode</u>	<u>Afkast</u>
4. kvrt. 2009	10,39%
2010	10,84%
2011	3,79%
2012	1,33%
2013	16,02%
2014	4,51%
2015	27,19%
2016	1,01%
2017	3,72%

Efter en god start på årets første kvartal i 2017, var der ligeledes positive toner på aktiemarkeder det meste af andet kvartal, som dog sluttede med lidt gevinsthjemtagning. Således endte afkastet på IR Basis A/S i første halvår på 3,7%. IR-kvotienten er fortsat komfortabel positiv, og ser ud til at vil være positiv en tid endnu.

Efter anden valgrunde er blevet overstået i Frankrig, er der blandt de globale investorer en spirende tro på, at den nyvalgte franske præsident vil få held med at få gennemført en lang række tiltrængte reformer. Dette vil kunne løfte væksten i den franske økonomi, og have en positiv afsmittende effekt på de eksporttunge tyske virksomheder, da Frankrig er Tysklands tredjestørste eksportmarked kun overgået marginalt af USA og Kina. Efter at have fået veloverstået hovedparten af de politiske valg i Europa, er det vores forventning, at investorerne i stigende omfang vil flytte deres fokus imod den økonomiske udvikling, som i de seneste mange måneder har vist sig stærk og vedvarende i den europæiske økonomi.

Trods pæne kursstigninger på de tyske aktier, tilbyder disse fortsat et attraktivt afkastpotentiale. Som investor betaler man pt. 14 kr. pr. indtjeningskrone svarende til en direkte forrentning på 7% foruden de årlige udbytter på omkring 3%. Hertil kommer et eventuelt yderligere løft i indtjeningen, hvilket vil medføre en lavere prissætning og dermed højere direkte forrentning. Over det seneste kvartal er forventningerne til indtjeningen i de tyske selskaber blevet løftet 3,5%. Forudsat stigende aktivitet blandt de europæiske virksomheder, er det vores forventning at investorerne fortsat vil søge ind i tyske aktier på bekostning af bl.a. de langt dyrere amerikanske aktier.

IR Vækstlande A/S

<u>Periode</u>	<u>Afkast</u>
2011	-4,47%
2012	-7,38%
2013	2,25%
2014	10,43%
2015	-7,25%
2016	9,92%
2017	3,21%

Efter en positiv start på 2017, endte IR Vækstlande A/S lidt lavere efter årets andet kvartal. Afkastet siden nytår endte således på 3,2%. Dette dækker primært over en styrkelse i euro og sekundært over et mindre kursfald på aktier i vækstlandene. Jf. vores USD-kvotient, som fortsat taler for en styrket dollar/svækket euro, forventer vi et positivt afkastbidrag på IR Vækstlande A/S i den kommende tid.

Prissætningen på aktier i vækstlandene er fortsat meget attraktiv i såvel absolut som relativ henseende. Eksempelvis skal de kinesiske aktier noteret i Hong Kong stige mere end 25% for at nå op på den gennemsnitlige prissætning over de seneste 15 år. Understøttet af et stigende indenlandsk privatforbrug og dermed mindsket afhængighed af eksport, er den kinesiske regering kommet langt i deres planer om at skabe en mere stabil økonomisk vækst og indtjening i virksomhederne, hvilket vil kunne løfte den pris investorerne er villige til at betale pr. indtjeningskrone. Sammenlignes prissætningen med amerikanske aktier, handles disse til en pris pr. indtjeningskrone op imod 100% højere end de kinesiske aktier noteret på børsen i Hong Kong. Dette primært eftersom indtjeningen i de amerikanske virksomheder er mere stabil, da netop privatforbruget udgør omkring 70% af den amerikanske økonomi. Herved affinder investorerne i amerikanske aktier sig med et lavere afkastpotentiale.

Ifølge de månedlige opgørelser, fortsætter de globale investorer da også med at øge deres lave eksponering i aktier i vækstlandene, som ifølge en af verdens største formueforvaltere er gået fra at være en niche til en nødvendighed for at kunne skabe gode afkast i de kommende år. Afhængigt af den enkelte investors risikoprofil, gentager vi derfor vores anbefaling om at øge andelen i IR Vækstlande A/S i porteføljen.



I det forgangne kvartal er dollar blevet svækket, hvilket har udlignet afkastet på de højtforrentede statsobligationer over de seneste 3 måneder. Med udsigt til flere renteforhøjelser fra den amerikanske centralbank i andet halvår 2017 og forudsat at vores USD-kvotient vil forblive positiv, forventer vi imidlertid at dollar atter vil styrkes, og dermed give et positivt afkastbidrag i den kommende tid. Endvidere har obligationer oplevet mindre kursfald grundet stigende renter i slutningen af dette kvartal.

Siden nytår har IR Højrente A/S oplevet et kursfald på 3,2%, og har således givet et positivt afkast på 38,5% siden etableringen, hvilket er væsentligt bedre end markedet generelt over de 6 år.

Eftersom renten på de højtforrentede statsobligationer udstedt i dollar i vid udstrækning styres på baggrund af den 10-årige amerikanske statsrente, vurderer vi fortsat et attraktivt forhold mellem afkast og risiko på denne type obligationer. Dette eftersom disse pt. tilbyder en effektiv rente på 5% samtidig med at risikoen for kursfald synes begrænset, da obligationsinvestorerne med en effektiv rente på 2,3% på den 10-årige amerikanske statsobligationer allerede har taget højde for indtil flere amerikanske renteforhøjelser i den resterende del af 2017 og årene fremover. Til sammenligning handles den tilsvarende tyske statsobligation med en effektiv rente på 0,5%.

Stemningen omkring de højtforrentede statsobligationer er fortsat positiv understøttet af økonomisk fremgang i de lande der udsteder denne type obligationer. Vi forventer at investorerne vil fortsætte med at investere i disse obligationer så længe de traditionelle stats- og realkreditobligationer ikke tilbyder et mere attraktivt afkastpotentiale, hvilket der fortsat er lange udsigter til i specielt Europa.

IR Højrente A/S

<u>Periode</u>	<u>Afkast</u>
2011	4,25%
2012	5,40%
2013	-12,06%
2014	18,64%
2015	14,49%
2016	9,04%
2017	-3,23%

IR Erhverv A/S har oplevet et negativt afkast på 2,4% i første halvdel af 2017. Dette skyldes fortrinsvis en svækkelse i dollar over for danske kroner fsa. de op til 20% selskabet kan have i eksponering i dollar på virksomhedsobligationer udstedt i dollar. Med udsigt til yderligere renteforhøjelser fra den amerikanske centralbank og forudsat at vores USD-kvotient vil forblive positiv, forventer vi som nævnt ovenfor at dollar vil styrkes over for danske kroner i den kommende tid. Herudover har afkastet på IR Erhverv A/S, som nævnt i sidste kvartalsrapport, været negativt påvirket af et stort kursfald på en obligation udstedt af den kroatiske detailkæde Agrokor (udgør under 1% af formuen), som beskæftiger mere end 60.000 ansatte. Selskabet er i gang med at blive restruktureret med det formål at sikre en normal drift og herved selskabets bæredygtighed på lang sigt. Vi vurderer fortsat, at den reelle værdi af obligationen ligger langt højere end den aktuelle markedspris.

Vi tror fortsat på at højtforrentede virksomhedsobligationer med korte løbetider er et godt sted at placere den del af sin formue man ikke ønsker at investere i aktier. Med en gennemsnitlig løbetid på 2-3 år og en effektiv rente på 2-3%, vurderes disse obligationer at tilbyde et fornuftigt afkastpotentiale. Specielt i disse tider hvor bankerne opkræver renter på indlån, og det forventede afkast på traditionelle stats- og realkreditobligationer ikke synes attraktivt, når løbetiden/kursrisikoen tages i betragtning. Når de europæiske renter begynder at stige, om end det tager længere tid end ventet, vil de korte virksomhedsobligationer kun i begrænset omfang blive påvirket pga. den korte løbetid. Endvidere vil rentestigningerne forventeligt være drevet af en højere økonomisk vækst og dermed løfte virksomhedernes indtjening/kreditvurdering.

IR Erhverv A/S

<u>Periode</u>	<u>Afkast</u>
2012	2,18%
2013	3,66%
2014	2,50%
2015	3,41%
2016	5,13%
2017	-2,44%



IR Favoritter A/S

Periode	Afkast
4. kv. 2014	0,43%
2015	52,38%
2016	-3,33%
2017	9,17%

IR Favoritter A/S har haft et stille 2. kvartal 2017 med et afkast på 1%. Vi har ikke kunnet følge med stigningen på aktiemarkedet i kvartalet, hvilket er skuffende. IR Favoritter A/S har været fuldt investeret hele kvartalet.

Aktiemarkedet som helhed har igen i dette kvartal været stigende, men med noget større udsving end i de foregående kvartaler. Mod slutningen af kvartalet gav specielt rentestigningerne og svækkelsen af den amerikanske dollar anledning til store udsving.

Vi har foretaget enkelte justeringer af porteføljen i 2. kvartal. Vi er generelt tilfredse med porteføljens sammensætning ved indgangen til 3. kvartal.

Periodens bedste investering har været **Novo Nordisk**, som vi genkøbte sent i 2016 efter at have undgået aktien i store dele af 2016. Selskabets nye lægemiddelkandidat mod diabetes og fedme, Semaglutid, har vist meget lovende resultater. Vi forventer, at det vil mindske det gennemsnitlige prispres fra Novos amerikanske store kunder. Vores investeringer i biotekselskaberne **Genmab** og **Bavarian Nordic** har også været gode som følge af gode resultater. De to andre store investeringer, **NKT** og **Vestas** har begge leveret gode resultater i kvartalet og givet fornuftige afkast. **DSV** er vokset i porteføljen, og vi har fortsat stor tillid til ledelsen og selskabets muligheder. Vores ældste investering, **DFDS**, har til gengæld haft en skuffende kursudvikling efter lang tid med store kursstigninger. Aktiemarkedet er bekymret for effekten af Brexit og det svækkende engelske pund. Vi deler bekymringen, og har reduceret aktiens vægt løbende. På det nuværende kursniveau ser vi igen godt potentiale i aktien og overvejer køb.

Periodens dårligste investering har ubetinget været **Pandora**, som har givet et negativt afkast på ca. 20% på trods af et fint regnskab for 1. kvartal. Vi har undervurderet aktiemarkedets frygt for de ændrede forbrugsmønstre, specielt i USA, samt selskabets faldende salg i gamle butikker. Vi holder fast i positionen og har endvidere løbende suppleret. Hvis selskabet lever op til egne og markedets forventninger i de kommende to kvartaler – og det er naturligvis meget afgørende – så er aktien en af Europas mest undervurderede aktier og vil få en væsentlig kursrevanche i 2. halvår.

Vi har i kvartalet fortsat vores køb i **H+H**, som på trods af store kursstigninger fortsat ser meget attraktiv ud. Ny i porteføljen er **DONG**. Sammen med **NKT** og **Vestas** er selskabet meget stærkt positioneret til at få gavn af udbygningen af den grønne energiforsyning. Også **ALK** er ny i porteføljen, indtil videre med en lille vægt. Selskabet står meget stærkt i markedet for allergimedisin, og den nye direktion virker meget overbevisende i planerne for selskabet. Vi har solgt aktierne i **NETS** med en godt afkast efter kort ejertid samt reduceret beholdningerne i **Danske Bank** og **Nordjyske Bank**.

Ansvarsfraskrivelse (Disclaimer & Disclosure)

InvesteringsRådgivning A/S er under tilsyn af Finanstilsynet.

Kvartalsrapporten er baseret på informationer, som selskabet finder pålidelige, men selskabet tager ikke ansvar for materialets rigtighed eller for dispositioner foretaget på baggrund af denne. Vurderinger og anbefalinger kan således ændres uden varsel.

Selskabet har udarbejdet procedurer, der skal forebygge og undgå interessekonflikter. Disse procedurer er indarbejdet i selskabets forretningsgange.

Læs mere om selskabets politik om interessekonflikter på selskabets hjemmeside.