

Investerings Rådgivning



Årgang 6, nummer 24
4. kvartal 2015

Tid til ro?

Seneste kvartalsrapport havde overskriften "Tid til korrektion?" Den må siges at have ramt plet.

Aktierne i Tyskland, hvor IR Basis A/S investerer, er i perioden faldet med knap 20%, og fra toppen er markedet nede med over 23%. De tyske aktier har således afkastet -1,5% i år, medens IR Basis A/S har givet et afkast på knap 16%. IR-kvotienten har således ramt perfekt i denne omgang, idet IR Basis A/S solgte ud af de tyske aktier ultimo juni, hvor de efterfølgende faldt 17% førend IR-kvotienten ultimo september på ny blev positiv.

Det samme billede har vi til dels set i Danmark og resten af verden, og helt galt er det gået i Fastlandskina, som er faldet med omkring 30% i 3. kvartal. Dette skal holdes op imod IR Vækstlande A/S, som i kvartalet desværre har fulgt udviklingen og er faldet med 23%, således at afkastet siden nytår lyder på -7,2%.

Vores investeringsmodel har igennem hele perioden været positiv i Kina, og er det fortsat. Erhvervslederne i Kina ser altså ikke så sort på situationen som investorerne, hvilket i vores optik trods alt er et lyspunkt. Kombineret med at prisfastsættelsen i de aktier

IR Vækstlande A/S er investeret i ligger på 7 i P/E, er vi moderate optimister.

I Danmark er markedet faldet med 2,7% i kvartalet. IR Favoritter A/S har givet et afkast på -2,1%, idet halvdelen af porteføljen har været afdækket under turbulensen. År til dato har IR Favoritter A/S givet et afkast på 30,6% hvor det danske marked til sammenligning er steget 18,4%.

De amerikanske aktier (DJI) er i år faldet med 9,2%, så indtil videre er 2015 ikke et godt år for aktieejere generelt, såfremt man har fulgt køb og behold strategien.

På rentesiden har kvartalet budt på mindre udsving, med en tendens til rentestigninger på kreditbaserede obligationer og rentefald på de "sikre" obligationer såsom tyske statsobligationer. Dette har medført at IR Højrente A/S og IR Erhverv A/S har givet afkast på hhv. -1,6% og -2,8% i kvartalet. År til dato er afkastene henholdsvis 12,9% og 2,8%. Specielt IR Højrente A/S skiller sig ud, idet markedet for højtforrentede statsobligationer har givet afkast på imellem -1% til -9% afhængigt af om valutaen har været afdækket eller om der har været investeret i lokalvaluta.

Efter så stor en omgang markedsuro, er det spæn-



dende hvad den nære fremtid byder på. Er uroen ovre, eller vil den fortsætte i 4. kvartal?

Hvis man ser isoleret på IR-kvotienten, så er uroen formentlig ovre. Erhvervslederne er ikke så negative som investorerne, og mange af de øvrige hårde fakta peger imod en god aktivitet i erhvervslivet i Europa.

- En stærk \$/svag Euro
- Lave renter
- Lave råvarepriser
- Stigende erhvervstillid
- Geopolitisk "ro"
- God forbrugertillid

På negativsiden er det primært (også) de meget lave råvarepriser der udgør en markedsrisiko. Medens lave råvarepriser er positivt for store dele af industrien og for forbrugerne, giver de store fald sved på panden ved råvareproducenterne og de råvareproducerende lande. I skrivende stund spekuleres der i at Glencore, et af verdens største råvareselskaber er på konkursens rand. Sker dette, er der frygt

for at uroen kan sprede sig som en løbeild igennem markedet, ligesom vi så det da Lehman gik konkurs i 2008. Vi tror ikke dette vil ske, og skulle det ske tror vi der vil komme en statslig intervention som vil stabilisere markederne. Så det dommedagsscenario som visse markedsdeltagere prøver at fremstille, tror vi ikke på.

Så alt i alt står vi p.t. midt i et vadested, hvor markeds kræfterne kæmper imod hinanden. Vi tror og håber at de "gode" kræfter vi vinde, også fordi der er bundet utrolig meget politisk kapital i at det skal lykkes. Vi erkender dog at risikoen er højere end normalt, men føler også at man får denne betalt idet kurserne alt andet lige er noget lavere p.t. end tidligere på året.

En anden parameter man skal forholde sig til er tiden. Denne er investorens bedste ven såfremt man investerer med odds. Og det synes vi at vores model har bevist at vi gør!

Kort opsummeret fokuserer vi derfor på:

- Cykliske aktier i Norden
- Aktier i Tyskland og Kina
- Obligationer i EM-landene (afdækket i USD)
- Korte erhvervsobligationer

Aktiebaserede investeringer



<u>Periode</u>	<u>Afkast</u>
4. kv. 2009	10,39%
2010	10,84%
2011	3,79%
2012	1,33%
2013	16,02%
2014	4,51%
2015	15,95%

IR Basis A/S

IR Basis A/S har på baggrund af IR-kvotienten været uden tyske aktier i det forgangne kvartal, og derved undgået de store kursfald som har præget specielt de tyske aktier i den forgangne periode. IR-kvotienten er imidlertid igen blevet positiv, og vi har således genkøbt de tyske aktier 17% lavere end vi solgte i slutningen af juni måned.

Historisk har de tyske aktier oplevet kursstigninger i 9 ud af 10 tilfælde hvor IR-kvotienten er positiv. Det er selvfølgelig ingen garanti for at aktierne stiger i de kommende perioder, men vi har i hvert fald statistikken på vores side.

IR Basis A/S har siden nytår leveret et flot afkast på knap 16%, hvor tyske aktier til sammenligning har oplevet et kursfald på 1,5%.

Grundet vores forventning om en moderat vækst i Europa i årene der kommer, forventer vi pæne afkast på tyske aktier i den kommende tid. Endvidere er europæiske aktier og i særdeleshed tyske aktier meget billige i både absolutte og ikke mindst relative termer. Målt på K/I har europæiske aktier eksempelvis ikke været billigere sammenholdt med amerikanske aktier siden 1975.



<u>Periode</u>	<u>Afkast</u>
2011	-4,47%
2012	-7,38%
2013	2,25%
2014	10,43%
2015	-7,22%

IR Vækstlande A/S

IR Vækstlande A/S har været fuldt investeret i aktier i det forgangne kvartal, eftersom vores investeringsmodel ikke har tilsagt salg af aktier. Som nævnt på forsiden, har IR Vækstlande A/S således oplevet et stort kursfald på 23% i kvartalet og siden nytår samlet set oplevet et kursfald på 7,2%.

Investeringsmodellen sørgede for at IR Vækstlande A/S undgik større kursfald

under nedturene i 2011 og 2013, men har åbenlyst ikke fungeret efter hensigten i år. Når årsagen til det store kursfald på aktier i vækstlandene ikke skyldes nævneværdig lavere aktivitet blandt de kinesiske virksomheder, som udgør hovedparten af investeringerne i IR Vækstlande A/S, må det konkluderes at kursfaldet skyldes psykologiske faktorer - i dette tilfælde frygt. De indenlandske kinesiske aktier oplevede fra

foråret 2014 til foråret 2015 kursstigninger på 150%, hvor kinesiske aktier noteret i Hong Kong til sammenligning kun steg 30%. Efterfølgende har begge aktiemarkeder oplevet store kursfald på op imod 40%. Med en historisk lav P/E på 6-7 på kinesiske aktier noteret i Hong Kong, forventer vi meget attraktive afkast i årene der kommer.



<u>Periode</u>	<u>Afkast</u>
4. kv. 2014	0,43%
2015	30,59%

IR Favoritter A/S

IR Favoritter har været halvt investeret stort set hele 3. kvartal som følge af, at IR-kvotienten har været negativ. Vi har i vid udstrækning beholdt de underliggende aktier i porteføljen og således solgt halvdelen af eksponeringen fra ved at anvende en future som er meget omkostningseffektiv. Ultimo kvartalet er IR Favoritter igen fuldt eksponeret til aktiemarkedet.

IR Favoritter har givet et afkast på -2,1% i 3. kvartal og har samlet givet et afkast på 30,6% år til dato.

Det danske aktiemarked (KAXCAP) har givet et afkast på -2,2% i 3. kvartal og har givet et afkast på 18,4% år til dato.

Vi vurderer fortsat, at det er muligt at finde gode enkeltaktier i de nordiske aktiemarkeder, herunder det

danske, og derved skabe et positivt afkast, der også er bedre end markedsafkastet.

På bagsiden kan du læse uddybende kommentarer til et udvalg af de enkeltstående aktier i porteføljen.

Obligationsbaserede investeringer

IR Højrente A/S

IR Højrente A/S har siden nytår leveret et afkast på 12,7%. Til sammenligning har sammenlignelige investeringsforeninger typisk leveret afkast på -1% til -9%, afhængigt af om valutaen har været afdækket eller om det er i lokalvaluta. Det betydelige merafkast skyldes vores anderledes investeringsstrategi, hvor vi udelukkende investerer i højtforrentede statsobligationer udstedt i

dollar. I stedet for konsekvent at afdække dollareksponeringen, har vi en objektiv investeringsmodel til at afgøre hvornår der er fornuft i at have en eksponering i dollar. Vi har siden maj måned haft afdækket dollar, men er klar til at fjerne afdækningen så snart der på baggrund af vores model atter er udsigt til en styrket dollar.

Grundet uro i de seneste

uger, har højtforrentede statsobligationer oplevet mindre kursfald. Dette har imidlertid løftet den effektive rente til 6%, hvilket må siges at være meget attraktivt ift. den fortsat meget lave rente på den 10-årige tyske statsobligation på beskedne 0,6%.

Vi forventer derfor at IR Højrente A/S fortsat kan levere attraktive afkast i de kommende år.



<u>Periode</u>	<u>Afkast</u>
2011	4,25%
2012	5,40%
2013	-12,06%
2014	18,64%
2015	12,86%

IR Erhverv A/S

Ligesom på højtforrentede statsobligationer har erhvervsobligationer også oplevet mindre kursfald i de seneste uger. Dette har medført at den effektive rente på de obligationer IR Erhverv A/S er investeret i ligger omkring 5-6%. Et meget attraktivt forventet afkast set i lyset af de lave renter på "sikre" obligationer og ikke mindst løbetiden taget i betragtning, som i gennemsnit ligger på 3 år.

Siden nytår har IR Erhverv A/S leveret et afkast på 2,8%. Sammenlignelige investeringsforeninger har typisk oplevet kursfald på 1% til 4%. Merafkastet skyldes bl.a. at vi i det forgangne kvartal kun har været omkring halvt investeret i erhvervsobligationer, eftersom IR-kvotienten meldte om risiko for kursfald i slutningen af juni måned. Endvidere har vi på de korte amerikanske erhvervsobligationer nydt godt af den

styrkede dollar, som vi dog har haft afdækket siden maj måned.

Vi opfatter korte erhvervsobligationer, og i særdeleshed de amerikanske, som tilbyder en højere effektiv rente, som et godt alternativ til de sikre obligationer. Dette for at løfte det forventede afkast og samtidig mindske risikoen for kursfald i takt med stigende renter.



<u>Periode</u>	<u>Afkast</u>
2012	2,18%
2013	3,66%
2014	2,50%
2015	2,78%

Obligationer

Som nævnt i seneste kvartalsrapport, begyndte vi i slutningen af 2014 at reducere i de lange realkreditobligationer grundet forventning om at de lange renter var tæt på en bund. Vi fastholder denne overbevisning trods usikkerheden om den globale vækst i den seneste tid.

Med en effektiv rente på 10-årige tyske statsobligationer på 0,6%, og en central-

bank som er fuldt fokuseret på at løfte inflationen i de kommende år, føler vi os overbeviste om at afkastpotentialitet på de "sikre" obligationer herunder lange danske realkreditobligationer ikke står mål med den risiko investeringer heri indebærer. Vi fastholder derfor vores fokus på erhvervsobligationer med kort løbetid, og vil først begynde at kigge på lange danske obligationer, når vi

har oplevet en yderligere rentestigning på 1-2% point over de næste par år, hvilket vil medføre kursfald på 13-15% på disse obligationer. Lange danske realkreditobligationer udgør typisk 25-50% af investorerens porteføljer (afhængigt af risikoprofil) med henblik på at skabe stabile afkast. Men med udsigt til yderligere rentestigninger, kan man måske med fordel genoverveje denne fordeling?



<u>Periode</u>	<u>Afkast¹</u>
4. kv. 2009	3,70%
2010	8,19%
2011	3,93%
2012	11,36%
2013	3,80%
2014	4,21%
2015	2,97%
P.a.	6,8%

¹ Afkastene er beregnet som et vægtet gennemsnit af samtlige kunders afkast på individuelle obligationer.

IR Favoritter A/S (fortsat)

Vi har igen i 3. kvartal foretaget ganske små omlægninger i porteføljen. Grundlæggende er vi stadig meget eksponeret mod kvalitetsvirksomheder, der vil få gavn af et moderat opsving i Europa. Vi har samtidig fravalgt en del meget højt prisfaste defensive aktier, hvor selv små skuffelser i virksomhedens omsætningsvækst får store konsekvenser for kursen.

Den største position i IR Favoritter er fortsat logistikvirksomheden **DFDS**. Virksomheden fortsætter den stærke udvikling og opjusterede endnu engang årets forventninger i løbet af kvartalet. Overskuddet drives af en stærk ledelse med fokus på at skabe værdi til aktionærerne, men også af medvind i den nordeuropæiske økonomi,

hvor virksomheden driver langt den største del af sin forretning. Aktien er fordoblet siden vi købte den, men den kraftige indtjningsvækst gør, at aktien fortsat er yderst rimeligt prisfaste.

Vores to biotek aktier, **Genmab** og **Bavarian Nordic** har udviklet sig i hver sin retning i kvartalet. Genmab har leveret imponerende resultater med medicin mod knoglemarvskræft og vi forventer, at medicinen bliver godkendt på det vigtige amerikanske marked inden for de næste 3-5 måneder. Genmab er tredoblet siden vi købte aktien for et år siden. Bavarian har ligeledes leveret gode resultater og modtaget store indtægter for deres vaccine salg og samarbejde med internationale giganter. Til

trods for dette er aktien faldet i kvartalet. Bavarian har været den dårligste investering i kvartalet om end vi har tjent mange penge på aktien siden vi købte. Vi tror fortsat på muligheder i begge selskaber.

Vi har i kvartalet købt aktier i **Torm**, der er genopstået efter en fuldstændig finansiel rekonstruktion over de senere år. Virksomheden er finansielt meget solid og er stærkt positioneret til markedet for transport af raffinerede olieprodukter, som vi forventer bliver meget stærkt over de kommende mindst 2 år. Efter vores køb har Torm opjusteret deres forventninger og tre banker har påbegyndt analyse dækning af aktien med meget positive anbefalinger.

Mod slutningen af kvartalet

har vi genkøbt en position i **Novo Nordisk**. Virksomheden har fået godkendt det meget vigtige insulinprodukt, Tresiba, på det amerikanske marked og har leveret imponerende testresultater på en 2. generations medicin mod fedme, Semaglutid. Vi vurderer, at Novo Nordisk står med en imponerende mulighed for at kontrollere det meget store marked for diabetes og fedme i mange år frem, og set i det lys er aktien ikke dyr.

Investerings Rådgivning

FMS InvesteringsRådgivning A/S
Østergade 27 b 1. t.v.
Postboks 100
7400 Herning

FMS InvesteringsRådgivning A/S
Gothersgade 11 1. th.
1123 København K

Telefon: 96 26 30 00
Fax: 96 26 30 01

E-mail: info@irg.dk

"Ligesom alle andre formueforvaltere, har vi også fokus på at skabe gode afkast. Vi sætter imidlertid samtidig en ære i at beskytte din formue i nedgangstider."

Læs mere på
www.irg.dk

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

Selskabets målsætning er at være Danmarks bedste porteføljeforvalter målt på afkastkvalitet og kundernes tilfredshed.

Organisation:

CEO:	Michael Krogh Andersen	+45 96 26 30 02
CFO:	René Krogh Andersen	+45 96 26 30 03
Direktionssekretær:	Anja Haring	+45 96 26 30 09
Økonomimedarbejder:	Randi Brunshøj	+45 96 26 30 06
Kundechef:	Kim Andreasen	+45 96 26 30 04
Portfolio Manager:	Christian Klarskov	+45 20 30 46 58
Portfolio manager:	Christoffer Krogh Andersen	+45 41 28 87 13

Ansvarsfraskrivelse (Disclaimer & Disclosure).

InvesteringsRådgivning A/S er under tilsyn af Finanstilsynet.

Alle afkast beskrevet i dette nyhedsbrev er et vægtet gennemsnit af samtlige kunders faktisk opnåede afkast i de rapporterede perioder. Den enkelte kundes afkast kan således variere i forhold til dette gennemsnit.

Nyhedsbrevet er baseret på informationer, som selskabet finder pålidelige, men selskabet tager ikke ansvar for materialets rigtighed eller for dispositioner foretaget på baggrund af nyhedsbrevet. 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.

Følg os på



Klik på LinkedIn-logoet øverst til højre på vores hjemmeside eller søg på InvesteringsRådgivning på din egen LinkedIn-profil, hvor du får mulighed for at tilmelde dig som følger. Her tilkendegiver vi løbende vores holdninger til de muligheder og faldgruber man som investor oplever på aktie- og obligationsmarkederne.