

Valgåret 2017

Efter en heftig afslutning på 2016 er 2017 kommet lidt mere adstadigt i gang. Den gode stemning fra slut 2016 er dog fortsat, og på aktiemarkedet er der pæne gevinster at hente. Obligationerne har fået en stille start på året, hvilket skyldes, at renterne er begyndt at stige en anelse. Vi forventer, at den gode stemning på aktiemarkedet vil fortsætte i den kommende tid. For første gang i mere end et årti oplever vi et synkront opsving i de tre store verdensøkonomier, Asien, Europa og USA. På obligationsmarkedet vil vi placere os i den kortere ende, hvor risikoen for et rentechok er mindst. Den Europæiske Centralbank (ECB) vil fortsat understøtte den korte rente i hvert fald året ud, så det er investorer, som har investeret i lange obligationer, der bør være nervøse.

Foråret 2017 – og i bred forstand hele 2017 – står i valgenes tegn. Det første valg er overstået i Holland, og markederne blev beroliget over, at Geert Wilders ikke fik det valg, som han var spået af mange jagttagere. Næste valg er det franske præsidentvalg, og herefter går det slag i slag, se gul rubrik. Alt i alt er det 75% af euroland, der skal til valg indenfor ét år. Dette sker i en periode, hvor opbakningen fra vælgerne til EU og euroen er vigende i næsten alle lande.

Vi forventer, at Macron vinder valget i Frankrig stort. Meningsmålingerne siger p.t. 62% til Macron og 38% til Le Pen, men skulle det ske, at Marine Le Pen skulle vinde, forventer vi ikke en stor markedsræssig reaktion. Først skal hun få mandater nok i parlamentet til at holde en folkeafstemning om euroen, og det ser p.t. helt umuligt ud. Herefter skal det franske folk stemme ja. Alt i alt en meget lille risiko, som dog kan blive aktuel det seneste års begivenheder taget i betragtning. Dog er risikoen så marginal, at vi først vil forholde os til situationen, hvis den eventuelt skulle opstå.

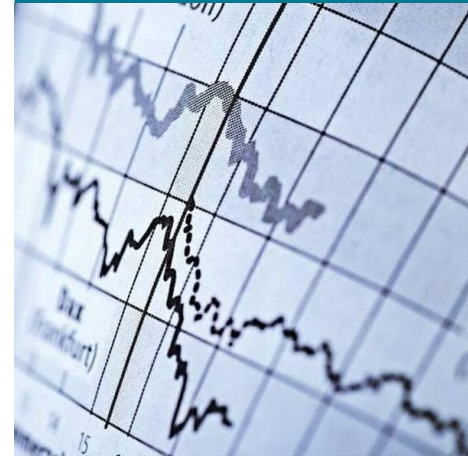
I Tyskland ser det ud som om at Angela Merkel er truet af den rød/grønne koalition (SPD, Die Grünen og Die Linke), som efter flygtningekrisen har indhentet CDU's forspring. Et Tyskland uden Merkel vil dog ikke skade EU samarbejdet, og derfor har det primært en kosmetisk virkning.

Den største trussel er derfor i vores optik det italienske valg, hvor rigtig mange af politikerne er imod euroen, hvorimod størsteparten af italienerne er for euroen. Meningsmålingerne er meget tætte, og meget kan ske i det kommende år. Valget er dog så langt ude i fremtiden, at det endnu ikke influerer på vores beslutninger.

IR-kvotienten er komfortabelt positiv, og det ser p.t. ud til, at den vil være positiv i en god periode endnu. Erhvervslivet i Europa ser positivt på fremtiden, samtidig med at den nuværende situation ligeledes beskrives som god. Så efter et vel overstået kvartal ser vi positivt frem til det næste.

Kvartalsrapport 2017

1. kvartal



Nyt bestyrelsesmedlem

InvesteringsRådgivning A/S har pr. 1. marts 2017 indsat direktør i Friheden Invest A/S, Per Hillebrandt Jensen i sin bestyrelse.

Han efterfølger Jens Jørgen Madsen, direktør i Hedensted Gruppen A/S, som har været med fra firmaets begyndelse, men er udtrådt af bestyrelsen efter eget ønske.

Per Hillebrandt Jensen har en fortid som aktiechef indenfor bankverdenen, samt analysechef hos Carnegie Bank A/S. Udover et dybdegående kendskab til de finansielle markeder, har han også en del erfaring indenfor ledelsesopgaver samt strategisk udvikling af virksomheder.

Generalforsamling 2017

Torsdag, d. 4. maj

Reserver allerede nu datoen. Invitationer med program vil blive udsendt i april.



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	4,97%

Som nævnt på forsiden har årets første kvartal været kendetegnet ved en fortsættelse af den positive stemning, som gjorde sig gældende i slutningen af 2016. Således har IR Basis siden nytår leveret et afkast på 5,0%. Dette dækker over, at IR Basis A/S var ude af aktier i løbet af februar måned, da specielt de tyske virksomheder oplevede et større tilbagefald i aktiviteten i slutningen af januar. I slutningen af februar steg aktiviteten imidlertid pænt igen, og vi købte atter op i aktier en spids højere.

De seneste nøgletal, som IR-kvotienten er baseret på, viser en fortsat stigende aktivitet blandt de europæiske og i særdeleshed de tyske virksomheder, som nu ligger på det højeste niveau siden juli 2011. Det er blandt andet det fortsat lave renteniveau i Europa kombineret med en svag euro, der på omsætningen udenfor Europa styrker konkurrenceevnen og indtjeningen blandt de eksporttunge tyske virksomheder.

I det forgangne kvartal har Kina nu overtaget rollen fra USA som Tysklands største samhandelspartner. Dette er ganske positivt i en tid, hvor specielt Trump har varslet en mere protektionistisk tone i forhold til den fremtidige samhandel. Nok er Kina i de senere år blevet kritiseret for ikke længere at levere 2-cifrede vækstrater, men en vækst på 6-7% på verdens næststørste økonomi, der i den nærmeste fremtid ventes at overtage førstepladsen fra USA, tegner det lyst for den industri- og eksporttunge tyske økonomi. Vi er således fortsat positive på tyske aktier, og ser basis for yderligere kursstigninger i den kommende tid. Omvendt er vi selvfølgelig klar til at sælge ud og hjemtage kursgevinsterne, når aktiviteten atter begynder at aftage, og IR-kvotienten således melder om forøget risiko for kursfald.

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	6,53%

De positive takter i 2016, hvor investorerne i stigende grad købte op i aktier i vækstlandene, er fortsat i årets første kvartal. Afkastet på IR Vækstlande A/S endte således på 6,5% siden nytår, hvilket dækker over en mindre svækkelse i dollar.

Aktier i vækstlandene har igennem flere år været upopulære blandt de globale investorer. Dette delvist pga. at de råvare-tunge virksomheder i vækstlandene blev negativt påvirket af de store prisfald på råvarer fra midten af 2014. Dette har dog rettet sig meget over det seneste år. Derudover har afkastpotentialet på de vestlige aktiemarkeder været tilfredsstillende, og investorerne har derved kun i begrænset omfang set behovet for at søge udenfor Europa og USA. Vækstfremmende tiltag fra Trump har imidlertid medført en historisk høj prissætning på amerikanske aktier. Dette har jf. de seneste opgørelser medført, at de globale investorer er begyndt at sælge ud af amerikanske aktier til fordel for bl.a. aktier i vækstlandene. Prissætningen på aktier i vækstlandene er fortsat lav om end stigende i såvel relative som absolutte termer. Eksempelvis skal de kinesiske aktier noteret i Hong Kong stadig stige over 30% for at handle på det historiske gennemsnit over de seneste 15 år. Dette til trods for at væksten i Kina er blevet stabiliseret omkring 6-7%, og at den kinesiske regering har formået at øge den indenlandske efterspørgsel betragteligt i de senere år. Dette mindsker afhængigheden af eksport og sikrer en mere stabil vækst fremadrettet. Så længe aktiviteten blandt virksomhederne i vækstlandene fortsætter med at udvikle sig gunstigt, forventer vi, at denne trafik vil fortsætte og sandsynligvis forstærkes med pæne afkast til følge på disse aktiemarkeder i de kommende år. Afhængigt af den enkelte investors eksponering, anbefaler vi derfor at opvægte andelen i IR Vækstlande A/S i porteføljen.



Siden nytår har IR Højrente A/S leveret et afkast på 1,6% trods en mindre svækkelse i dollar. IR Højrente A/S har således fortsat den positive tendens, hvor der over de senere år er leveret meget flotte afkast. Udviklingen har over de seneste år været drevet af kursstigninger på højtforrentede statsobligationer og ikke mindst en styrket dollar. Med udsigt til et synkront opsving i hele verdensøkonomien forventer vi, at den amerikanske centralbank vil hæve renten et par gange yderligere i år, hvilket vil understøtte dollar. Skulle vores USD-kvotient imidlertid melde om risiko for en svækkelse af dollar på baggrund af en aftagende inflationsforskel mellem USA og Europa, er vi klar til at afdække valutarisikoen.

Som følge af store prisfald på råvaremarkederne fra medio 2014 og frem til foråret 2016 oplevede specielt råvaretunge lande såsom Brasilien, Rusland mfl. en større svækkelse i deres respektive valutaer med stigende inflation og renter til følge. Dette har imidlertid kun i meget begrænset omfang påvirket i IR Højrente A/S, da der udelukkende investeres i højtforrentede statsobligationer udstedt i dollar. I takt med at råvarepriserne har rettet sig meget siden foråret 2016, er landenes valutaer ligeledes blevet styrket. Dette har og vil fortsat medføre faldende inflation og renter, og dermed understøtte kurserne på de højtforrentede statsobligationer.

Vi er således fortsat positive på denne type obligationer, som med en gennemsnitlig løbetid omkring 10 år tilbyder en effektiv rente på mere end 5%. Til sammenligning tilbyder den 10-årige amerikanske statsobligation under 2,5% i effektiv rente og den sammenlignelige tyske beskedne 0,3%.

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	1,63%

IR Erhverv A/S har som det eneste af vore investeringsselskaber oplevet et mindre kursfald på 0,9% i de første 3 måneder af 2017. Dette skyldes et stort kursfald på en obligation (udgør pt. 1% af formuen) udstedt af den kroatisk detailkæde Agrokor, som beskæftiger mere end 60.000 ansatte, og således er vital for den kroatisk økonomi. Investorerne har over de sidste par måneder været bekymret for hvorvidt selskabet har tilstrækkelig likviditet. Agrokor har ifølge regnskabet en pæn egenkapital, og vi har derfor ikke været bekymret for selskabets fremtidige drift. Der er hen over weekenden indgået en aftale mellem selskabet og dets kreditorer, som er blevet underskrevet af selskabets 4 største kreditorer. Aftalen har til formål at sikre den nødvendige likviditet. Endvidere ventes aftalen at medføre at den nuværende ledelse i selskabet, som investorerne tilsyneladende har mistet tilliden til, bliver udskiftet. Den nye ledelse ventes derudover at foretage ét eller flere frasalgs for at nedbringe gælden. Vi tror fortsat på at højtforrentede virksomhedsobligationer med korte løbetider er et godt sted at placere den del man ikke ønsker at investere i aktier. Med en gennemsnitlig løbetid på omkring 3 år og en effektiv rente på 3-4%, vurderes disse obligationer at tilbyde et attraktivt afkastpotentiale. Specielt i disse tider hvor bankerne opkræver renter på indlån, og det forventede afkast på traditionelle stats- og realkreditobligationer ikke synes attraktiv løbetiden/kursrisikoen taget i betragtning. Når de europæiske renter begynder at stige, vil de korte virksomhedsobligationer kun i begrænset omfang blive påvirket pga. den korte løbetid. Endvidere vil rentestigningerne alt andet lige være drevet af en højere økonomisk vækst, hvilket vil mindske virksomhedernes kreditrisiko pga. stigende omsætning og indtjening.

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	-0,87%



IR Favoritter A/S

Periode	Afkast
4. kv. 2014	0,43%
2015	52,38%
2016	-3,33%
2017	8,67%

IR Favoritter A/S fik en stærk start på 2017. Afkastet blev 8,7%. Til sammenligning har det danske aktiemarked (OMXCAPPI, tidligere KAXCAP) givet et afkast på 8,0%. Aktieudvælgelsen har givet et merafkast på 3,7% og risikoen i porteføljen har været lavere set over hele kvartalet. IR Favoritter var ikke nettoinvesteret i februar måned som følge af en negativ IR-kvotient.

Aktiemarkedet som helhed har i kvartalet været jævnt stigende uden de store udsving. Underliggende har der været store udsving mellem enkeltaktier og sektorer. Der har været store positive og negative kursreaktioner på årsregnskaberne, hvis de har været anderledes end forventningerne. Der har været adskillige tilløb til rotationer mellem defensive og cykliske sektorer. Vi har holdt fast i vores cykliske eksponering, eftersom vi fortsat tror på en opsving i europæisk økonomi baseret på vores analyse af erhvervstilliden. Herudover kan rentestigninger ramme værdiansættelsen af defensive aktier.

Vi har foretaget flere omlægninger end sædvanligt i 1. kvartal. Ved indgangen til kvartalet havde vi meget store positioner i **Genmab**, **DFDS** og **Vestas**, som alle er steget markant i løbet af kvartalet. Vi har derfor rebalanceret porteføljen ved at reducere i disse aktier. Sammen med **NKT** og **Bavarian Nordic**, er de fortsat de største positioner. Vi har suppleret i **NKT**, som vi anser som et meget veldrevet selskab med gode muligheder for at fortsætte fremgangen. Vi er glade for den nye ledelse i datterselskabet Nilfisk samt ser frem til nye finansielle mål i datterselskabet Cables efter købet af ABBs stærkstrømsdivision. Vi anser det nye Cables som en meget stærk leverandør til udbygningen af off-shore vindkraft. Den øgede vægt i **Bavarian** stammer dels fra køb af aktier i begyndelsen af kvartalet samt en meget markant kursstigning, som har gjort det til kvartalets bedste investering. Selskabet nærmer sig vigtige kliniske data og har udvidet sit samarbejde med flere store farmavirksomheder.

Pandora har været kvartalets dårligste investering, og den eneste vi reelt har tabt penge på. Aktiemarkedet, og vi, er ikke tilfredse med selskabets kommunikation mht. omsætningsvækstens fordeling på nye og gamle butikker samt e-handel. Aktien er billig, men er i risiko for, at forventningerne sænkes yderligere i forbindelse med det kommende 1. kvartalsregnskab. Vi anser en ny kommunikationspolitik samt en stabilisering af de gamle butikkers omsætning for afgørende for vores investering fremadrettet.

Vi har solgt alle vores aktier i **Københavns Lufthavne**, som er fordoblet siden vores køb. Vi kan godt lide selskabets markedsposition, men aktien er bare blevet for dyr. Vi har også solgt **FLS** efter en relativ kort periode, desværre alt for tidligt, men med en god gevinst.

Vi er i løbet af kvartalet begyndt at opbygge positioner i **H+H** og **Nets**. Vi har tidligere været investeret i **H+H**, som har fortsat den gode udvikling med et solidt cash-flow samt oplever en ændring af konkurrencesituationen i porebeton. **Nets** er faldet markant efter den meget dårlige børsintroduktion. Prisen er nu kommet tilstrækkeligt ned til, at aktien er interessant, også med den stærke konkurrence taget i betragtning.

Ansvarsfraskrivelse (Disclaimer & Disclosure)

InvesteringsRådgivning A/S er under tilsyn af Finanstilsynet.

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

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.