

Året der gik – og året der kommer.

2017 vil i historiebøgerne mest blive husket for, at Donald Trump i januar måned tiltrådte hvervet som præsident for verdens førende stormagt USA. Uagtet at mange ikke synes om dette, har den amerikanske økonomi i 2017 udviklet sig meget positivt. I december fik man endvidere en omfattende skattereform forhandlet på plads. Således er der i USA (måske) lagt op til en gentagelse af økonomien under præsident Reagan. Stor vækst, stigende aktiekurser, store føderale underskud, stigende renter og en stærk dollar.

I Europa huskes året mest for det franske valg, hvor en ung Macron blev valgt som præsident. Efter mange år, hvor store dele af Europa var i opbrud, ser det i 2017 ud til, at man igen er parate til at stå sammen. Brexit blev en øjenåbner for mange tvivlere. Man skal passe på med, hvad man ønsker – det kan være, at man får det!

På den store internationale scene vil 2017 primært blive husket for Nordkoreas missilaffyringer samt deres insistensen på, at de nu er en atommagt. Nordkorea var i 2017, og bliver igen i 2018 den helt store joker på alverdens finansmarkeder.

Nu, ved indgangen til 2018 er det store billede positivt. Der er forholdsvist roligt på den geopolitiske scene, renterne er lave, væksten er pæn og stigende og inflationsforventningerne er fortsat lave. Læg dertil at virksomhederne leverer flotte overskud med udsigt til mere. Hvad mere kan man så ønske sig som aktieinvestor.

Aktiekurserne er i flere år blevet udråbt til at være for høje, men dette er noget pjat. Der vil altid være markedsdeltagere, som råber ”ulven kommer”, idet nogle har interesse i, at markederne er svingende. Sådan tjener de deres penge! Gør investorerne nervøse og køber derefter deres aktier billigt. Det er et faktum, at aktiekurserne i Europa fortsat er lavere end før Finanskrisen, både absolut og i forhold til de økonomiske nøgletal. EuroStoxx50, som er de 50 største europæiske virksomheder handler ultimo 2017 i kurs 3.504, hvor det handlede i kurs 4.542 den 13. juli 2007. Rent faktisk handlede indekset for de 50 største europæiske aktier i kurs 5.450 i marts 2000, altså for snart 18 år siden! Så den opfattelse, som vi har i Danmark af, at aktiekurserne er eksploderet, deles altså ikke ude i Europa.

Samlet set er vi positive ved indgangen til det nye år, og mener fortsat, at man skal være fyldt op med aktier, og gerne via IR Basis A/S, som jo er tyske aktier. IR Favoritter A/S og IR Vækstlande A/S har bestemt også deres plads i porteføljen, idet væksten er til stede og vil være stigende. De midler, som man ønsker lidt lavere risiko på, eller hvor tidshorizonten er kortere, bør fortsat placeres i IR Erhverv A/S og IR Højrente A/S. Efter et svagt 2017, forventer vi pæne, om end moderate positive afkast på disse i 2018.

Hermed ønskes alle et Godt Nytår fra alle os i InvesteringsRådgivning A/S.

Kvartalsrapport 2017 4. kvartal



Vær opmærksom på skatteberegningen 2017

Efter vores investeringsselskaber er blevet børsnoterede, vil der forekomme afvigelse i den ultimo kurs, som fremgår af depotudskriftet fra banken, og den ultimo kurs, der fremgår af resultatopgørelsen fra os.

Årsagen er, at børskursen kun ændres ved handel på Nasdaq, hvorimod den indre værdi i selskaberne ændres dagligt. Det er den indre værdi, og dermed kursen i den opgørelse, som vi sender ud, der skal være ultimo værdi ved beregning af årets afkast, og den skat der skal svares.



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	8,08%

IR Basis A/S oplevede et mindre afkast på 0,4% i årets 4. kvartal og har således siden nytår leveret et afkast på 8,1%. Således lyder det samlede afkast på 117% siden etableringen i efteråret 2009 svarende til et årligt afkast på 10% i gennemsnit.

Nøgletallene beretter fortsat om en stærk udvikling i den europæiske og i særdeleshed den tyske økonomi, hvilket understøtter investorernes søgen efter afkast og dermed interesse for aktier. Baseret på forventningerne til 2018 handles de tyske aktier aktuelt til 13,5 kr. pr. indtjeningskrone, hvilket modsvarer en forrentning på 7,5% om året. Hertil kommer den fremtidige indtjeningsvækst, som i gennemsnit over de seneste 10 år har ligget på 3% trods nulvækst i den europæiske økonomi i denne periode.

Efter gentagne politiske nederlag i løbet af 2017, lykkedes det i det forgangne kvartal Trump at indfri et af hans største valgløfter; den mest omfattende skattereform i 30 år, hvor specielt selskabsskatten bliver reduceret væsentligt. Til trods for dette handler dollar på stort set samme niveau over for danske kroner som ved indgangen til kvartalet og dollar er således svækket med 12% siden nytår. Med en forventning om at en lavere skat vil resultere i øget økonomisk vækst og tiltagende inflation i USA, øger dette sandsynligheden for yderligere renteforhøjelser fra den amerikanske centralbank i 2018 med en formodet styrket dollar til følge. Dette vil begunstige de eksporttunge tyske virksomheder, da deres konkurrenceevne herved forbedres.

I takt med en tiltagende global økonomisk vækst forventes investorerne fortsat at søge imod de mere konjunkturfølsomme selskaber, som i disse perioder oplever størst vækst i omsætningen og indtjeningen. Her er de tyske virksomheder stærkt repræsenteret, hvorfor vi stadig har ganske positive forventninger til afkastet herpå i den kommende tid.

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	19,39%

Den positive tendens i 3. kvartal fortsatte i årets sidste kvartal, hvor IR Vækstlande A/S oplevede et afkast på 6,3%, hvilket bringer afkastet i 2017 op på 19,4%.

Trods den flotte udvikling er aktier i vækstlandene fortsat langt fra dyre. Baseret på den forventede indtjening i 2018 handles eksempelvis de kinesiske aktier noteret på børsen i Hong Kong fortsat under 10 kr. pr. indtjeningskrone, hvor de til sammenligning i gennemsnit har handlet til 12-13 kr. pr. indtjeningskrone over de seneste 15 år.

Som nævnt i tidligere kvartalsrapporter, har der over de seneste år været skrevet omkring forskellige risici vedrørende den kinesiske økonomi herunder udviklingen på boligmarkedet, gældssituationen mv. Vi følger løbende udviklingen. Faktum er imidlertid, at den kinesiske økonomi har gennemgået en omfattende og succesfuld forandring over de senere år og samtidig formået at opretholde en vækst på 7-8%. Således drives den økonomiske vækst nu i overvejende grad af indenlandsk forbrug samt af servicesektoren, hvilket har mindsket afhængigheden af eksport til USA og Europa. På denne baggrund er det vores opfattelse at investorerne fremover vil være villige til at betale en højere pris pr. indtjeningskrone på de kinesiske aktier end det har været tilfældet historisk. Dette eftersom en mere stabil økonomisk udvikling i den kinesiske økonomi samtidig sikrer en mere stabil udvikling i virksomhedernes indtjening og dermed større forudsigelighed for investorerne. Aktuelt de kinesiske selskaber at levere en indtjeningsvækst på 10% i både 2018 og 2019.

I takt med at prissætningen på bl.a. de amerikanske aktier over de senere år er blevet anstrengt, da væksten i indtjeningen ikke har kunnet følge med kursudviklingen, er det vores forventning, at investorerne vil fortsætte med at søge imod aktier i vækstlandene med stigende kurser til følge.



IR Højrente A/S har i det forgangne kvartal oplevet en mindre tilbagegang, og slutter således året med et kursfald på 4,7%. Den negative udvikling skyldes udelukkende en svækkelse i dollar, da afkastet på de højtforrentede statsobligationer udstedt i dollar ikke har kunnet opveje svækkelsen i dollar.

Som beskrevet under beretningen på IR Basis A/S, ser vi sandsynlighed for at dollar i 2018 atter kan gå stærkere over for danske kroner efter en større svækkelse i 2017. Som primært skyldes den kraftigt reducerede politiske risiko i Europa efter det veloverståede franske valg, samt usikkerheden omkring Trumps evne til at gennemføre hans valgløfter.

Udover den vedtagne skattereform, som forventes at understøtte væksten i USA, får investorerne aktuelt 2,5%-point mere i årlig rente ved at købe en amerikansk 2-årig statsobligation sammenholdt med en tilsvarende tysk. Med udsigt til yderligere 3 renteforhøjelser fra den amerikanske centralbank i 2018, vil rentespændet udvide sig yderligere, hvilket historisk har været den største forklaringsfaktor for udviklingen på valutamarkederne.

I starten af 2017 forudså hovedparten af økonomerne en styrkelse i dollar på 10% over for danske kroner. Nu et år efter og med dollar 12% lavere over for danske kroner end ved nytår, spår flere af de selvsamme økonomer nu i stedet en yderligere svækkelse i dollar på op til 10% i 2018. I vores optik bør man forholde sig kritisk til disse forudsigelser, da disse ofte blot tilpasses tendensen i kursudviklingen.

De højtforrentede statsobligationer udstedt i dollar tilbyder aktuelt en effektiv rente på 5%, hvilket må siges at være et meget attraktivt afkastpotentiale på obligationer i disse tider med historisk lave renter. Ønsker man ikke at påtage sig risikoen på dollar, kan denne afdækkes, hvilket dog vil reducere det forventede afkast til omkring 2%.

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	-4,74%

IR Erhverv A/S endte stort set på samme niveau som ved indgangen til årets 4. kvartal og slutter således 2017 med et kursfald på 2,1%. IR Erhverv A/S har været negativt påvirket af den svækkede dollar i 2017, da selskabet investerer op til 20% af formuen i en bred vifte af amerikanske virksomhedsobligationer med en gennemsnitlig løbetid på godt 2 år og en effektiv rente på over 5%. Til sammenligning tilbyder en tilsvarende eksponering i europæiske virksomhedsobligationer blot 2,5% i effektiv rente. Herudover har en mindre beholdning i én virksomhedsobligation (udgør aktuelt under 1% af IR Erhverv A/S) påvirket afkastet på IR Erhverv A/S negativt i 2017, da denne i starten af året oplevede et stort kursfald. Vi afventer nyt ift. den igangværende restrukturering af selskabet.

I modsætning til de korte europæiske renter, som er uændret siden sommeren 2016, er den 30-årige tyske statsrente steget fra 0,3% til 1,25% i samme periode. Med forventningen om et fortsat synkront opsving i verdensøkonomien, øges sandsynligheden for at de lange europæiske markedsrenter vil fortsætte med at blive normaliseret og dermed løftet til et højere niveau i 2018. Dette vil være et sundt tegn på en fortsat bedring i den europæiske økonomi. Det vil resultere i store kursfald på de ellers "sikre" lange stats- og realkreditobligationer, hvorfor vi fortsat favoriserer at placere sin overskudslikviditet i korte virksomhedsobligationer. Udover den lave rentefølsomhed grundet den korte løbetid, vil de udstedende virksomheder endvidere forventeligt få løftet deres indtjening, hvilket vil forbedre kreditkvaliteten og dermed understøtte kursen på virksomhedsobligationer.

Vi opfatter derfor fortsat korte virksomhedsobligationer som et attraktivt alternativ til negative indlånsrenter samt historisk lave eller ligefrem negative renter på korte traditionelle stats- og realkreditobligationer.

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	-2,13%



IR Favoritter A/S

Periode	Afkast
4. kv. 2014	0,43%
2015	52,38%
2016	-3,33%
2017	3,92%

IR Favoritter A/S har givet et afkast på -5,7 % i 4. kvartal og et afkast på 3,9 % i 2017. IR Favoritter A/S har været fuldt investeret hele kvartalet. Siden starten i 2014 har selskabet givet et gennemsnitligt årligt afkast på 13,4 %.

Det danske aktiemarked har generelt haft det svært i kvartalet, og er til sammenligning faldet med 3,0 %. Markedet har haft overordentlig store kursudsving, specielt når vi zoomer ind på de enkelte aktier. Når et selskab skuffer blot en lille smule, så er hedgefondene nådesløse og shorter aktierne dybt ned. Det er en del af den nye virkelighed i aktiemarkedet. Ved indgangen til 2018 er den største del af aktierne i porteføljen kendetegnet ved at være afhængige af et gunstigt økonomisk klima, og samtidig har stærke markedspositioner i deres markeder samt et godt cashflow, og lille eller ingen gæld. Hvis vores syn på de økonomiske udsigter ændrer sig, vil vi ikke tøve med at omlægge porteføljen til mere defensive sektorer.

Periodens bedste investeringer

Periodens bedste investeringer har været **Nilfisk**, **H+H** og **Pandora**. **Nilfisk** er et veldrevet selskab, som nu har fået en aktivist investor, der har foreslået en fusion med den amerikanske konkurrent, Tennant. Vi ser positivt på en fusion, og muligheden var også en af årsagerne til, at vi i sin tid købte aktierne i **Nilfisk** (tidl. en del af NKT Holding).

H+H, som er en af de eneste small-cap aktier, vi ejer, har foretaget et opkøb, der vil styrke selskabet i det vigtige tyske marked for byggematerialer. Aktien er på trods af en stor stigning stadig for billig. **Pandora** har ikke været et godt bekendtskab i 2017, men 4. kvartal har faktisk givet et godt afkast. De første par uger i 2018 bliver afgørende for vores syn på aktien fremadrettet.

Periodens dårligste investeringer

Periodens absolut dårligste investeringer har været to aktier, som vi historisk har tjent rigtig mange penge på, **Genmab** og **Vestas**. **Genmab** har leveret gode kliniske resultater og en solid fremgang i salget. Aktiemarkedet er bekymret for, om nye behandlingsmetoder fra konkurrenter på meget langt sigt vil dæmpe salgsvæksten. I forbindelse med kursfaldet har vi været meget aktive med at søge informationer fra førende kræftlæger på medicinske konferencer. På den baggrund er vi fortsat positive.

Vestas blev ramt af en samtidig usikkerhed på det amerikanske skattesystem samt prispress. Vi har regnet på de modsatrettede effekter af faldende priser, bedre kapacitetsudnyttelse samt nye og mere effektive møller. Prispresset vil sænke Vestas' indtjeningsmarginal i 2018-2019, men en meget stærk produktportefølje og global tilstedeværelse vil være et stærkt kort i konkurrencen fremadrettet. Det positive i prispresset på længere sigt er, at vind-industrien nu tilbyder den billigste adgang til strøm, endda uden subsidier af nogen art. Vestas har også en meget lønsom servicedivision og en stærk balance. Usikkerheden på skatten er fjernet, og vi vurderer, at aktien er faldet mere end den bør og beholder den på den baggrund.

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.