

## Turbulent 1. kvartal

Vi har oplevet et 1. kvartal, der har været præget af kursstigninger i januar og efterfølgende kursfald resten af kvartalet.

2018 startede meget flot primært på grund af en stor skattereform i USA, der skabte grobund for optimisme. Desværre varede glæden kun kort, og aktiemarkedet fik fokus på den fortsat svage dollar samt stigende renter. Vi så rente på den amerikanske 10-årige statsobligation hurtigt steg fra 2,40% til 2,90%, hvilket satte sit tydelige præg på aktiekurserne.

Da den værste renteuro havde lagt sig i slutningen af februar, overtog Donald Trump scenen ved først at indføre told på stål og aluminium for derefter at pålægge told på produkter, direkte rettet i mod Kina. Handelskrige har ingen vindere, de giver uro og nervøsitet, hvilket nu ses i aktiekurserne.

De tyske aktieindeks DAX 30, der udgør de 30 største aktier i Tyskland, er således faldet med ca. 6,3% i 1. kvartal. Selvom økonomien generelt stadig udvikler sig godt, kan uroen nu aflæses i industrien forventninger til fremtiden. Uroen understreger endnu engang, hvor vigtigt det er at have sine investeringer i likvide og let omsættelige aktiver.

På baggrund af blandt andet den tyske erhvervstillid blev IR-kvotienten negativ i slutningen af februar, hvilket har udmøntet sig i, at risikoen er blevet markant mindre i flere af investeringsselskaberne. Eksempelvis har IR Basis A/S frasolgt aktieeksponeringen ultimo februar 2018 og har dermed undgået et fald på 2,7% i marts måned.

### Udsigt til handelskrig

IR kvotienten har igen vist sit værd, for i sidste instans er det virksomhederne, der skal sikre indtjeningen og dermed potentialet for stigende aktiekurser. Derfor er det meget vigtigt at lytte til beslutningstagerne i virksomhederne omkring deres syn på fremtiden.

Vi anbefaler stadig, at man investerer bredt i vore 3 aktiebaserede investeringsselskaber IR Basis A/S, IR Favoritter A/S og

IR Vækstlande A/S. Vores holdning til fremtiden er, at den økonomiske udvikling fortsat er holdbar, og med udsigt til yderligere turbulens eksempelvis ved en eskalerende handelskrig, er det blevet endnu mere vigtigt at fokusere på IR kvotienten.

De midler, der skal ønskes placeret i andre aktivklasser, 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. Selvom obligationerne har været under pres i første kvartal, er det stadig muligt at opnå moderat positive afkast i 2018.

## Kvartalsrapport 2018 1. kvartal



### Har du husket at tilmelde dig

den årlige ordinære Generalforsamling torsdag, den 19. april 2018?

### Tilmelding

Du kan tilmelde dig og en gæst til generalforsamlingen på [info@irg.dk](mailto:info@irg.dk) eller på 96 26 30 00

### Tilmelding på [www.irg.dk](http://www.irg.dk)

Du kan også tilmelde dig på vores hjemmeside. Under fanen 'Kontakt' findes siden 'Arrangementer'. Her vælges **Generalforsamling 2018**, og boksen udfyldes både for dig og din gæst.

### Dagsordner, fuldmagter

og tilmeldingsblanketter er at finde på det enkelte selskabs side på [www.irg.dk](http://www.irg.dk) under selskabsmeddelelser.

Årsrapporter vil være at finde samme sted fra 27. marts 2018

*Invitation er sendt med PostNord. Har du ikke modtaget den, så kontakt os venligst, og vi mailer den til dig.*



# Aktiebaserede investeringer

## IR Basis A/S

<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	27,19%
2016	1,01%
2017	8,08%
2018	-3,82%

Efter en ellers god start i januar sluttede IR Basis A/S årets første kvartal med et negativt afkast på 3,8%.

Tilbagefaldet skyldes kursfald på 10% amerikanske aktier i slutningen af januar og starten af februar drevet af en pludselig opstået bekymring om stigende amerikansk inflation og deraf følgende stigende amerikanske renter. Med et forventet årligt merafkast på 3% på de 500 største amerikanske aktier relativt til den 10-årige amerikanske statsobligation, er der forståeligt nok amerikanske investorer, der begynder at tvivle på, om det stadig er risikoen værd at forblive investeret i aktier.

Som det er set så mange gange tidligere, har større kursfald på de amerikanske aktier en negativ afsmittende effekt på verdens øvrige aktiemarkeder. Dette var også tilfældet denne gang, hvor de tyske aktier oplevede kursfald i tilnærmelsesvis samme omfang. Dette til trods for at de tyske aktier tilbyder et forventet årligt merafkast på over 7% relativt til den 10-årige tyske statsobligation.

Trods det fortsat meget attraktive afkastpotentiale på de tyske aktier, frasolgte vi i slutningen af februar alle de tyske aktier i IR Basis, da IR-kvotienten meldte om forøget risiko for kursfald på baggrund af en lidt overraskende faldende økonomisk aktivitet blandt de europæiske virksomheder. Frem til slutningen af kvartalet faldt de tyske aktier yderligere 3%.

Grundlæggende er vi fortsat ganske positive på tyske aktier i de kommende år, men har det godt med aktuelt ikke at være investeret i tyske aktier grundet usikkerheden omkring de stigende amerikanske renter, en forestående handelskrig mv. Når det er sagt er vi klar til atter at købe op i tyske aktier så snart IR-kvotienten atter tilsiger køb på baggrund af en fornyet periode med stigende aktivitet blandt de europæiske virksomheder.

## 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%
2018	0,74%

Ligesom IR Basis A/S indledte IR Vækstlande A/S året med flotte kursstigninger men endte dog kvartalet med et mindre positivt afkast på 0,7%.

Virksomhederne på vækstmarkederne har igennem hele kvartalet meldt om en stigende økonomisk aktivitet. Så længe det er tilfældet, vil IR Vækstlande A/S forblive investeret i aktier, som i vores optik stadig er billige målt på pris pr. indtjeningskrone.

Ligesom de tyske aktier blev aktier i vækstlandene negativt påvirket af kursfaldene på de amerikanske aktier. Endvidere har Trumps toldafgifter på stål og aluminium samt de målrettede toldafgifter imod Kina resulteret i en forøget frygt for en forestående handelskrig.

I modsætning til for få år siden er den kinesiske økonomi i dag langt fra lige så afhængig af eksport og samhandel med resten af verden. Dette skyldes, at Kina har gennemført en succesfuld reform af landets økonomi, hvor det indenlandske forbrug og servicesektor i dag trækker en langt større del af den økonomiske vækst. Endvidere har Europa for noget tid siden overtaget rollen som Kinas største samhandelspartner på bekostning af USA. Den negative effekt af en mulig handelskrig er på denne baggrund reduceret betydeligt over de senere år.

På vores årlige generalforsamling d. 19. april vil du få mulighed for at blive klogere på Kinas stigende indflydelse både økonomisk, politiske og kulturelt. Kinesiske aktier udgør i dag blot omkring 2% i verdensindekset, hvor de amerikanske aktier til sammenligning udgør omkring 60%. Dette til trods for at Kina er ved at overhale USA som verdens største økonomi. Alene på denne baggrund tror vi, at der afkastmæssigt er meget mere at komme efter i kinesiske aktier i årene, der kommer. Dog skal man som investor indstille sig på at kursudviklingen kan blive mere turbulent sammenlignet med udviklingen i 2017.



IR Højrente A/S har i det forgangne kvartal været negativt påvirket af kursfald på de højtforrentede statsobligationer grundet stigende amerikanske renter samt en svækkelse i dollar. Afkastet i kvartalet endte således på -5,4%.

De højtforrentede statsobligationer udstedt i dollar tilbyder aktuelt et årligt afkast på godt 5%, hvilket vi fortsat opfatter som værende meget attraktivt i disse tider med historisk lave eller ligefrem negative renter på obligationer.

Svækkelsen i dollar i 2017 samt første kvartal i 2018 er kommet meget bag på os, da dollar historisk er blevet styrket i takt med, at den korte rente i USA er steget relativt til den korte rente i Europa. Aktuelt får man som investor 2,25% på en 2-årig amerikansk statsobligation mod -0,6% på en tilsvarende 2-årig tysk statsobligation. Altså et forventet merafkast på 2,85%. Såfremt man skulle ønske at fjerne risikoen på dollar skal man altså give afkald på et afkast svarende til renteforskellen, hvorved det forventede afkast på de højtforrentede statsobligationer vil blive reduceret til under 2,5%.

Når den svage udvikling på dollar vender, er det vores forventning, at der vil være tale om en væsentlig styrkelse af dollar på en forholdsvis kort periode. Først og fremmest er der historisk mange investorer, der aktuelt spekulerer i en fortsat styrkelse i euro over for dollar. Disse investorer vil skulle sælge euro og dermed købe dollar for at hjemtage gevinsten på deres forretninger. I USA er der, i modsætning til Europa, derudover udsigt til en tiltagende inflation og stigende renter drevet af sidste års skattereform, højere priser grundet diverse toldafgifter, en svag dollar mv. Slutteligt vil mange investorer være interesseret i at investere i obligationer udstedt i dollar, når tendensen går imod en styrket dollar, da man herved vil kunne opnå betydeligt højere afkast på obligationerne samt en gevinst på valutaen.

## IR Højrente A/S

Periode	Afkast
2011	4,25%
2012	5,40%
2013	-12,06%
2014	18,64%
2015	14,49%
2016	9,04%
2017	-4,74%
2018	-5,38%

IR Erhverv A/S er i årets første 3 måned blevet påvirket af mindre kursfald på højtforrentede virksomhedsobligationer samt en svækkelse i dollar for så vidt angår de op til 20% af kapitalen, der er placeret i obligationer udstedt i dollar. IR Erhverv A/S sluttede således kvartalet med et mindre negativt afkast på 1,2%.

Renten på europæiske højtforrentede virksomhedsobligationer ligger i skrivende stund på knap 3% mod 5,5% på tilsvarende amerikanske højtforrentede virksomhedsobligationer. Vi favoriserer således fortsat sidstnævnte i en formodning om at dollar på sigt vil styrkes.

Eftersom de europæiske virksomheder i slutningen af februar måned meldte om en faldende økonomisk aktivitet, frasolgte vi på dette tidspunkt halvdelen af virksomhedsobligationerne i IR Erhverv A/S. Med udsigt til negative indlånsrenter i bankerne en rum tid endnu, ser vi fortsat korte virksomhedsobligationer som et fornuftigt alternativ hertil. Denne slags obligationer må imidlertid forventes i et vist omfang at blive negativt påvirket af kursfald på aktiemarkedene, hvilket er årsagen til, at vi halverer eksponeringen heri, når IR-kvotienten melder om forøget risiko for kursfald på aktier.

Når ECB's opkøbsprogram af europæiske obligationer sandsynligvis bliver afsluttet senere på året, og den europæiske inflation inden for det næste års tid forventeligt begynder at bevæge sig opad fra det aktuelle historisk lave niveau, er det vores forventning at korte virksomhedsobligationer vil klare sig betydeligt bedre end eksempelvis lange danske realkreditobligationer, som for mange investorer har været et alternativ hertil. Dette på baggrund en langt lavere rentefølsomhed pga. de korte løbetider samt det forhold at en tiltagende økonomisk vækst forventeligt vil være positiv for indtjeningen i de udstedende virksomheder, og dermed understøtte kursudviklingen på de korte virksomhedsobligationer.

## IR Erhverv A/S

Periode	Afkast
2012	2,18%
2013	3,66%
2014	2,50%
2015	3,41%
2016	5,13%
2017	-2,13%
2018	-1,20%



## IR Favoritter A/S

Periode	Afkast
4. kv. 2014	0,43%
2015	52,38%
2016	-3,33%
2017	3,92%
2018	-4,82%

IR Favoritter A/S har givet et afkast på -4,8% i 1. kvartal. IR Favoritter var fuldt investeret i de to første måneder af kvartalet. IR kvotienten gik i negativt territorie ultimo februar og på den baggrund afdækkede selskabet markedsrisikoen ved at sælge ("shorte") en C25 future svarende til hele selskabets værdi af aktier i beholdningen. IR Favoritter A/S ligger derfor godt beskyttet mod markedsfald.

Det danske aktiemarked oplevede som verdens øvrige aktiemarkeder stigninger i januar samt store fald i specielt februar måned. Disse fald er fortsat i begyndelsen af det nye kvartal, og både cykliske og defensive aktier er ramt.

### Periodens bedste investeringer

Periodens bedste investeringer har været **Genmab**, **TDC** og **DFDS**. **Genmab** var den dårligste investering i fjerde kvartal 2017 og illustrerer ganske godt aktiemarkedets volatilitet. Genmab fik et stærkt kvartal, efter at selskabet rapporterede og guidede for et stærkt salg af det vigtige kræftmiddel Darzalex i 2018. Det har mindsket frygten for faldende månedlige vækstrater. En anden vigtig ændring er, at de nye, såkaldte CAR-T terapier, der vil kunne blive en konkurrent på meget langt sigt, er begyndt at vise svigtende resultater. Læs evt. artiklen '[Genmab aktien indfrier vore forventninger](#)' i vores nyhedsarkiv på [irg.dk](#).

Vi investerede et betydeligt beløb i **TDC**, da de danske pensionskassers købstilbud blev afvist af bestyrelsen i TDC, og vi vurderede at selskabet ville ende med at blive overtaget. Vores ejertid varede kun et par dage, men med et betydeligt overskud. **DFDS** leverede endnu et solidt regnskab. Den positive kursudvikling skyldes også, at der nu er lagt en toårig køreplan frem mod Brexit samt at samhandlen i Europa fortsat udvikler sig stærkt.

### Periodens dårligste investeringer

Periodens dårligste investeringer har været **Nilfisk**, **NKT** og **Bavarian**. **Nilfisk** var en af de bedste investeringer i fjerde kvartal 2017. Selskabet leverede et solidt regnskab. Den foreslåede fusion mellem Nilfisk og den amerikanske konkurrent Tennant er midlertidigt sat i bero (Tennant vil ikke), og det har betydet, at de store synergier ved en mulig fusion nu er blevet mere usikre. **NKT** er blevet straffet hårdt for deres manglende ordrer til levering i den tilkøbte jævnstrømsdivision. Vi er fortsat overbevist om, at den strukturelle efterspørgsel efter jævnstrømskabler til de mange nye havvindmølle parker og forbindelser mellem lande i Europa vil materialisere sig i snarlige store ordrer. **Bavarian** faldt kraftigt i marts måned. Selskabet har leveret gode forskningsresultater og samarbejdsaftaler med gode partnere, men udsigten til et underskud på driften i 2018 har udløst et massivt angreb fra hedgefonde, der har shortet aktien.

Vi har i løbet af kvartalet solgt vores beholdninger i **A.P.Møller-Mærsk** og **Torm**. **APMM** vil blive hårdt ramt af den kommende handelskrig, både i Mærsk Line og Terminals, og vi er bekymrede for afgangene af den centrale finansdirektør. På kort sigt har raterne på containerfart tilmed ligget betydeligt under det forventede niveau. **Torm** har leveret OK resultater, men aktiekursen er fortsat med at falde. Da selskabet mod vores forventning udvidede aktiekapitalen, var det dråben, der fik bægeret til at flyde over.

#### 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.