

Året der gik, og året der kommer

2018 er overstået, hvilket for de fleste investorer er en lettelse. Året blev det værste investerings år siden Finanskrisen i 2008. 93% af alle aktivklasser gav negative afkast, så der var ikke mange steder at gemme sig. Også hos InvesteringsRådgivning blev vi ramt, om end 4 ud af vores 5 investeringselskaber klarede det på niveau eller bedre end sammenlignelige investeringsforeninger. En ringe trøst, men dog stiller det investorerne bedre den dag det hele vender på ny. IR Favoritter A/S gjorde det dårligere end sammenlignelige investeringsforeninger. Dette tager vi os nært, idet det danske aktiemarked er et af vores primære kompetenceområder.

Sammenlignelige investeringsforeninger

IR Basis A/S	-14,07%	Tyske aktier	-21% til -22%
IR Favoritter	-21,36%	Danske aktier	-9% til -17%
IR Vækstlande A/S	-11,88%	Emerging markets aktier	-10% til -14%
IR Højrente A/S	-4,93%	Højtforrentede statsobligationer	-6% til -10%
IR Erhverv A/S	-3,73%	High Yield virksomhedsobligationer	-4% til -7%

Som det ses, er afkastene ikke imponerende, men dog generelt bedre end sammenlignelige investeringsforeninger. Vores ambition om at give positive absolutte afkast er således for første gang i IR Basis A/S' levetid ikke gået i opfyldelse.

Kortsigtet uro,
langsigtede
muligheder

2019

Men hvad kan vi så forvente os af 2019? Bliver det lige så dårligt et investerings år som 2018, eller har markederne allerede inddiskonteret den "nye" fremtid, og kan vi igen se frem imod pæne afkast? Vi tror mest på det sidste!

Prisfastsættelsen på aktier er i Tyskland tæt på historisk lav, og de amerikanske aktier ligger tæt på det historiske gennemsnit. Alternativafkastet i Europa er 0%, i USA højere - knap 3%.

Virksomhederne er fortsat i god gænge, arbejdsløsheden er lav og forventningerne til fremtiden er positive, om end ikke så positive som tidligere i 2018.

Som det har været tilfældet i 2018, er det derfor den politiske scene vi skal vende os imod. Her tror vi at handelskrigen imellem USA og Kina løses i løbet af 1. kvartal. Præsident Trump er begyndt at få øjnene op for handelskrigens omkostninger, også i USA, og han ser aktiemarkedene falde. Såfremt republikanerne skal have genvalg, skal de have genoprettet tilliden til økonomien, og det gøres bl.a. ved at få de internationale handelsaftaler på plads.

I Europa skal vi have afklaret BREXIT, hvilket sker i den ene eller anden form helt af sig selv. Der er indgået forlig omkring det italienske budget, og tingene ser således ud til at løsne op. Vores hovedscenarie er derfor en gradvis optøning på aktiemarkedet. Vi vil lade IR-kvotienten bestemme timingen, men vi er ikke i tvivl om, at når denne på ny bliver positiv, vil der være store afkast at komme efter, ligesom vi har set efter alle øvrige nedture.

Med disse ord ønsker vi et GODT OG LYKKEBRINGENDE NYTÅR, og glæder os til at skabe værdi for vores kunder på ny.

Kvartalsrapport 2018

4. kvartal



Absolutte vs. relative afkast

Ligesom det altid har været tilfældet, er vores ambition fortsat at levere positive absolutte afkast. Indtil 2018 havde IR Basis A/S levet op til denne målsætning. At dette ikke var tilfældet i 2018, er imidlertid ikke uden fortilfælde, når vi kigger på det modelbaserede afkast. IR-kvotienten advarede bl.a. imod aktier under hovedparten af nedturen under IT-boblen, men først efter et 2-cifret kursfald.

Om aktiemarkedene står over for en større nedtur, efter en nærmest uafbrudt optur siden 2009, kan kun tiden vise. Såfremt dette viser sig tilfældet, vil IR-kvotienten forskåne os herfor, ligesom den har forskånet os for de kursfald, der indtraf i december 2018.

For at illustrere dette, har vi undtagelsesvis lavet en relativ sammenligning mellem vore investeringselskaber og sammenlignelige investeringsforeninger. Dette for at vise, at IR-kvotienten trods alt har været med til at begrænse kursfaldene i et meget svært investeringsår, hvor 93% af alle aktivklasser har leveret negative afkast, hvilket er det højest nogensinde registreret. Til sammenligning oplevede ca. 70% af aktivklasserne negative afkast under finanskrisen i 2008.



Aktiebaserede investeringer

IR Basis A/S

<u>Periode</u>	<u>Afkast</u>
2009 Q4	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	-14,07%

For første gang siden starten i efteråret 2009 endte IR Basis A/S året med et negativt afkast på 14,1%, hvor sammenlignelige investeringsforeninger oplevede kursfald på 21-22%.

Vores investeringsmodel (IR-kvotienten), som i det forgangne kvartal tog os ud af aktier i slutningen af november måned, begrænsede dermed kursfaldet, men formåede altså ikke at hjælpe os med at indfri vores ambition om at skabe et absolut positivt afkast i det forgangne år. Til trods for dette, har vi hos InvesteringsRådgivning fortsat fuld tiltro til IR-kvotientens evne til at skabe gode og stabile langsigtede afkast. Det er dog værd at huske på, at IR-kvotienten er et værktøj, der med overvejende sandsynlighed kan sørge for, at vi kan blive forskånet for hovedparten af de store nedture. Den er imidlertid ikke en krystalkugle, der kan sikre, at vi undgår samtlige kursfald, der indtræffer på aktiemarkederne. Faktisk har IR Basis A/S 6 gange tidligere i historien oplevet kursfald i den størrelsesorden, som det var tilfældet i løbet af februar og oktober måned, hvor samtlige af verdens aktiemarkeder blev trukket med ned af større kursfald på de amerikanske aktier. Med andre ord har kursfaldet på de tyske aktier, og dermed IR Basis A/S fortrinsvis, været forårsaget af kursfald på i alt en håndfuld dage, som hverken en investeringsmodel eller sund fornuft kan forskåne en imod.

Om den seneste tids kursfald er starten på en større nedtur på de globale aktiemarkeder, som har oplevet uafbrudte kursstigninger siden finanskrisen i 2008, kan kun tiden vise. IR Basis A/S forbliver ude af de tyske aktier, indtil virksomhederne i Europa atter melder om en stigende aktivitet. Såfremt nedturen fortsætter, kan der vise sig historisk attraktive købsmuligheder i 2019. Dette var tilfældet i 2009, hvor IR-kvotienten tilsagde køb i april måned efter aktiemarkederne bundede i starten af marts måned dette år i kølvandet på finanskrisen.

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	-11,88%

IR Vækstlande A/S har i 2018 primært været tyngt af Trump's handelskrig, som skabte usikkerhed på specielt de kinesiske aktier med kursfald på 20-25% til følge. Endvidere blev aktier i vækstlandene ligesom verdens øvrige aktiemarkeder påvirket negativt af de periodevis større kursfald på amerikanske aktier. IR Vækstlande A/S endte året med et negativt afkast på 11,9% mod kursfald på sammenlignelige investeringsforeninger på 10-14%.

Det er vores overbevisning, at den strukturelle væksthistorie i Kina fortsat understøtter vores positive langsigtede syn på de kinesiske aktier, som ventes understøttet af den lave pris-sætning herpå samt det faktum, at den kinesiske økonomi forventeligt snart overhaler den amerikanske. Til trods for dette, udgør kinesiske aktier under 2% af det globale aktieindeks (MSCI World), hvor amerikanske aktier til sammenligning udgør over 60%. Dette skyldes imidlertid ikke, at det amerikanske aktiemarked er 30 gange større end det kinesiske, men en "teknikalitet" i form af, at det indenlandske kinesiske aktiemarked ikke er inkluderet i det globale aktieindeks. Målt på den samlede omsætning blandt de børsnoterede kinesiske virksomheder, udgør denne aktuelt 26% af omsætningen blandt de børsnoterede amerikanske virksomheder. Andelen vil stige yderligere i takt med at flere kinesiske virksomheder børsnoteres. På denne baggrund vil de indenlandske kinesiske aktier forventeligt udgøre mere end 1/4 af de amerikanske aktiers andel i det globale aktieindeks, når disse bliver inkluderet i det globale aktieindeks. De første skridt hertil blev taget tidligere i 2018, hvor de indenlandske kinesiske aktier for første gang blev inkluderet i MSCI Emerging Markets.

Med den stigende kinesiske dominans på mange områder, den meget store og støt stigende kinesiske købekraft mv., vil de kinesiske aktier efter vores overbevisning tiltrække sig stigende investeringer i de kommende år på bekostning af primært de amerikanske aktier.



IR Højrente A/S har i det forgangne år været negativt påvirket af de stigende amerikanske renter, som i vid udstrækning er med til at fastsætte rente- og dermed kursniveauet på de højtforrentede statsobligationer. Endvidere har mange af de udstedende landes valutaer været under hårdt pres i det forgangne år. IR Højrente A/S investerer imidlertid som bekendt udelukkende i højtforrentede statsobligationer udstedt i dollar, og er således kommet mere skånsomt igennem det forgangne år med et afkast på -4,9%. Til sammenligning har tilsvarende investeringsforeninger oplevet kursfald på 6-10%.

I det forgangne kvartal har IR Højrente A/S haft afdækket valutarisikoen på dollar. Dette på baggrund af en indsnævring i inflationsforskellen mellem USA og Europa og en deraf følgende negativ USD-kvotient, som alt andet lige mindsker sandsynligheden for en fortsat udvidelse af rentespændet mellem USA og Europa. Dette taler isoleret set for, at euro'en vil gå stærkere over for dollar i den kommende tid.

De højtforrentede statsobligationer udstedt i dollar tilbyder aktuelt et årligt afkast på 6,2%, hvilket vi til stadighed opfatter som værende meget attraktivt i disse tider med historisk lave eller ligefrem negative renter på hovedparten af de europæiske traditionelle obligationer. Så længe USD-kvotienten melder om en risiko for en svækkelse i dollar, og vi derved har afdækket eksponeringen herpå, skal man som nævnt i seneste kvartalsrapport indstille sig på, at det forventede afkast på IR Højrente A/S forbliver reduceret qua den høje renteforskel mellem USA og Europa, som aktuelt ligger omkring 3%.

Den seneste tids kursfald på de amerikanske aktier har øget bekymringen om en afmatning i den amerikanske økonomi med rentefald på de lange amerikanske statsobligationer til følge, hvilket bør være med til at understøtte kursen på de højtforrentede statsobligationer.

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%
2018	-4,93%

IR Erhverv A/S har kun været 50% investeret i virksomhedsobligationer i løbet af december måned, eftersom IR-kvotienten, på baggrund af en faldende aktivitet blandt de europæiske virksomheder i slutningen af november, meldte om forøget risiko for kursfald på aktier. For helåret endte IR Erhverv A/S med et negativt afkast på 3,7%, hvor sammenlignede investeringsforeninger typisk har oplevet kursfald på 4-7%.

Kursfaldet på virksomhedsobligationer har hovedsageligt været forårsaget af de pludselige kursfald på de globale aktiemarkeder i løbet af specielt februar og oktober måned. Nok investerer IR Erhverv A/S i virksomhedsobligationer, men som navnet tilsiger er denne type obligationer udstedt af virksomheder med et højere forventet afkast til følge. Såfremt vækstudsigterne og dermed virksomhedernes evne til at skabe indtjeningsvækst forringes, opstår der typisk bekymring omkring virksomhedernes kreditværdighed med stigende renter og dermed kursfald til følge på de udstedende virksomheders obligationer. Det er på denne baggrund, at eksponeringen i virksomhedsobligationer som minimum halveres i IR Erhverv A/S, når virksomhederne melder om en aftagende aktivitet.

Normalt oplever virksomhedsobligationer med lav kreditværdighed (high yield) større kursfald end virksomhedsobligationer med høj kreditværdighed (investment grade), når denne type obligationer kommer under pres. Det har imidlertid ikke været tilfældet i år, hvilket primært skyldes, at virksomhedsobligationerne med højt kreditværdighed typisk har længere løbetider, og dermed er mere følsomme over for stigende renter. Endvidere har den meget lempelige pengepolitik fra verdens centralbanker resulteret i negative indlånsrenter i bl.a. Europa, hvilket har reduceret afkastkravet blandt investorerne, som i år har måttet sande at det historisk lave afkastpotentiale langt fra har stået mål med risikoen på disse.

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%
2018	-3,73%



IR Favoritter A/S

Periode	Afkast
2014 Q4	0,43%
2015	52,38%
2016	-3,33%
2017	3,92%
2018	-21,36%

IR Favoritter A/S har for helåret 2018 givet et negativt afkast på 21,4%. Til sammenligning oplevede det danske aktiemarked (KAXcap) et kursfald på 7,5%.

IR Favoritter A/S har givet et negativt afkast på 10,5% i 4. kvartal. Til sammenligning oplevede det danske aktiemarked et kursfald på 11,6%. IR Favoritter A/S var investeret i aktier i oktober og november. IR-kvotienten blev negativ ultimo november, og langt størsteparten af aktierne blev afhændet umiddelbart. Det danske aktiemarked faldt med 3,7% i december. Ultimo kvartalet ligger IR Favoritter A/S 94% kontant. De resterende 6% er investeret i to mindre selskaber, **H+H** og **TCM**.

De bedste investeringer i de to første måneder af 4. kvartal var de defensive aktier **Tryg** og **Novo**. Særligt **Vestas** har givet et flot afkast efter, at frygten for prispres er aftaget. På tværs af sektorer har de fleste små og mellemstore aktier klaret sig dårligt. Det gælder også vores investeringer i **Columbus**, **Zealand Pharma** og **DFDS**. Blandt de større aktier har **FLS** haft en svag kursudvikling, selvom selskabet leverer gode resultater og et solidt ordreindtag.

Når IR-kvotienten bliver positiv igen

Når IR-kvotienten atter bliver positiv, vil vi investere i aktier igen. Kontanterne vil blive placeret i de aktier, som giver den bedste balance mellem afkast og risiko, og med en aktiv holdning til, hvilke sektorer aktierne indgår i. Selvom vi ikke er investeret i IR Favoritter A/S, følger vi dagligt med i aktiemarkedet og hvilke enkeltaktier, der kunne være interessante.

Vi ser ved indgangen til 2019 positivt på **Pharma**, **Biotech**, **Forsikring**, **Bryggerier** samt **billige oversete "value" aktier**. Vi ser fortsat gode muligheder og værdi i både pharma og biotech. I 4. kvartal har **Novo** og **Genmab** udviklet sig godt. Begge virksomheder har leveret gode testresultater. Forsikring og bryggerier er traditionelt stabile sektorer, der giver en god beskyttelse ved urolige markeder. **Tryg** har givet det bedste afkast i kvartalet, mens **Alm Brand** har skuffet. De billige valueaktier har leveret særdeles gode regnskaber, men det har ikke afspejlet sig i aktiepriserne, specielt i 4. kvartal.

Vi er fortsat forsigtige med **Banker**, **Transport** og **dyre "vækst" aktier**. Transport er følsom over for effekterne af handelskrigen. På trods af det har **A.P. Møller-Mærsk** leveret et fint afkast. Vi er fortsat strukturelt undervægtet i banker, fordi vi ser store udfordringer for bankernes evne til at tjene nok penge uden at løbe for store risici. Mange banker har nedjusteret indtjeningsforventningerne i 4. kvartal med kursfald til følge. Kursfaldene har endnu ikke fået os til at skifte holdning.

De dyre vækstaktier har mistet meget af det stærke momentum, der prægede dem i 1. halvår, men er nu begyndt at se relativt billige ud. Vi ser positivt på at investere i aktier som **William Demant**, **GN** og **Coloplast**. Hvis vi får mere sikkerhed for ordreindgangen, ser **SimCorp** også interessant ud. Endelig er vi klar til at købe op i **DFDS** ved en afklaring på Brexit på trods af vores forsigtighed med transportaktier. DFDS er faldet meget på den baggrund, og nervøsiteten omkring deres tyrkiske forretning er efter vores mening overgjort, særligt efter ledelsens indsats for at konsolidere fragtmarkedet.

Ansvarsfraskrivelse (Disclaimer & Disclosure)

Investeringsselskabet Rådgivning 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.