

Investerings Rådgivning



Årgang 5, nummer 23
3. kvartal 2015

Tid til korrektion?

2. kvartal 2015 var præget af en korrektionsfase ovenpå de kraftige stigninger vi så i 1. kvartal. Investorerne gav Grækenland skylden, men det var nok mere et spørgsmål om at døden skulle have en årsag. IR-kvotienten blev negativ ultimo juni, hvorfor vi har taget konsekvensen og solgt ud af aktier i IR Basis A/S og IR Favoritter A/S - heldigvis FØR det store kursfald, der indtraf den 29/6 2015.

I 2. kvartal så vi også noget så sjældent som en rentestigning, specielt i de lange renter. Stigningen skulle jo komme på et tidspunkt, men vi tror de fleste blev overraskede over hvor hurtigt den kom. Den lange rente steg ca. 1%-point på 14 dage! Det er den kraftigste stigning i mange år.

Vores investering i specielt kinesiske aktier noteret i Hong Kong gav igen pote i 2. kvartal. Hvor de fleste markeder gav negative eller neutrale afkast, gav IR Vækstlande A/S et afkast på godt 6% i kvartalet, således at årsafkastet nu er på 20%. Også IR Højrente A/S kunne fejre et godt kvartal med afkast på godt 4%, således af afkastet år til dato er på 14,68%.

Hvis man ved indgangen til 3. kvartal skal ridse situati-

onen op, står vi nu med en;

- Lav, men lidt højere rente
- Stærk dollar = svag euro
- Højere, men lav oliepris

På det politiske område har vi fortsat situationen i Grækenland og uroen i Rusland og Ukraine. IR-kvotienten blev som nævnt negativ ved udgangen af juni måned.

På den lange bane (3-6 måneder) er det fortsat vores overbevisning at der skal hældes aktier i indkøbskurven, men nu er det en anden slags aktier end tidligere! På den korte bane (1-3 måneder) tyder det qua IR-kvotientens udvikling på, at korrektionerne på ny kan indtræde. Vi anbefaler derfor man skal investere forsigtigt henover sommeren.

De danske aktier har i de seneste 3 år kørt et sololøb i Europa med kraftige kursstigninger til følge. Novo er en del af årsagen til dette, men den primære årsag er at det danske C20 indeks er domineret af solide, defensive selskaber såsom Novozymes, Coloplast, William Demant, Novo m.fl. Disse selskaber har en stabil indtjening, og de prisfastsættes næsten som var der tale om en obligation med P/E-niveauer på 30 til 40. Dette giver umiddelbart investorerne en forrentning på 2-3%, hvilket jo er attraktivt

når renten er nær 0%. Men nu hvor renten begynder at stige, skal man virkelig være påpasselig med disse selskaber. Hvad nu hvis investorerne mener at "afkastet" skal op på 4-5% i disse selskaber. Så skal P/E falde til 20-25, hvilket giver kursfald på 15-50%.

Vi mener derfor i stedet at der skal investeres i selskaber, som vil drage gavn af opsvinget i en helt anden stil, og hvor indtjeningen i de kommende år vil stige kraftigt. Her gør det ikke så meget at renten stiger, idet indtjeningen stiger mere. I vore 3 aktiebaserede selskaber vil dette slå igennem, når IR-kvotienten på ny bliver positiv, og vi ser derfor meget positivt på fremtiden.

På rentesiden skal man fortsat være defensiv. Vi mener der vil være attraktive afkast i korte erhvervsobligationer på 4-5%, og det samme i højtforrentede statsobligationer. Vi har tidligere argumenteret for at lange realkreditobligationer var et godt sted at placere sig. Dette har været rigtigt godt, men vi har de seneste kvartaler bevæget os ud af disse, og synes endnu ikke de er attraktive på trods af kursfaldene.

Generalforsamling:

Der blev afholdt generalforsamling i alle investerings-selskaberne den 21. maj 2015 på Skarrildhus. Den væsentligste begivenhed var at selskabernes aktier skiftede stykstørrelse fra 10.000 kr. pr. aktie til 1.000 kr. pr. aktie. Hermed er det lettere at sælge en mindre portion aktier, hvis man i en periode skal bruge lidt likviditet. Efter generalforsamlingen gav Samuel Rachlin et godt indblik i hvad der foregår i Rusland, og ikke mindst i kredsen omkring Putin. Stof til eftertanke, og bestemt væsentlig information i forhold til IR Vækstlande A/S, som kan investere i Rusland, men indtil videre kun gør det i meget begrænset omfang.

Konklusion:

- Kortsigtet korrektion i aktier, herefter
- Cykliske aktier i Norden
- Aktier i Tyskland og Kina

I dette nummer:

IR Basis A/S	2
IR Vækstlande A/S	2
IR Favoritter A/S	2
IR Højrente A/S	3
IR Erhverv A/S	3
Obligationer	3
IR Favoritter A/S	4

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	15,57%

IR Basis A/S

Som nævnt solgte vi ud af tyske aktier i IR Basis A/S ved udgangen af 2. kvartal, eftersom IR-kvotienten blev negativ. Dette skyldes primært aftagende aktivitet i de tyske virksomheder. IR-kvotienten har herved sikret at vi har undgået et kursfald på 4%, der indtil videre har været konsekvensen af usikkerheden omkring Grækenland. Siden nytår har IR Basis A/S leveret et afkast på 15,6%.

Vi er fortsat meget positive på tyske aktier. Først og fremmest er de tyske aktier billige (13 kr. pr. indtjeningskrone), og handler pt. på det laveste niveau relativt til europæiske aktier i 10 år. Derudover taler flere forhold stadig for de tyske selskaber.

Euroen er siden bunden i år blevet styrket, men handles fortsat 20% lavere overfor dollar over det seneste år,

hvilket styrker konkurrenceevnen blandt de eksporttunge virksomheder. Olieprisen er ligeledes styrket, men stadig over 40% lavere end for et år siden, hvilket mindsker omkostningerne i de industritunge virksomheder. Endeligt er renten steget, men stadig historisk lav. Og slutteligt opkøber ECB fortsat obligationer for 60 mia. euro om måneden, hvilket understøtter likviditeten.



<u>Periode</u>	<u>Afkast</u>
2011	-4,47%
2012	-7,38%
2013	2,25%
2014	10,43%
2015	19,89%

IR Vækstlande A/S

IR Vækstlande A/S er i modsætning til IR Basis A/S fortsat fuldt investeret, da aktiviteten i bl.a. kinesiske selskaber på det seneste har været stigende - om end fra et lavt niveau. I det forgangne kvartal har IR Vækstlande A/S leveret et afkast på 6% og dermed 20% siden nytår.

Der har i de seneste uger været skrevet flere historier om en aktieboble på det kinesiske aktiemarked.

Det er vigtigt at påpege, at alle disse historier omhandler de indenlandske kinesiske aktier noteret på børsen i Shanghai og ikke i Hong Kong, hvor IR Vækstlande investerer.

Kursstigningerne på kinesiske aktier noteret på børsen i Hong Kong har ganske naturligt øget P/E, men ikke mere end at man pt. skal betale 10 kr. pr. indtjeningskrone, hvilket stadig er meget billigt - både ab-

solut såvel som relativt til øvrige aktiemarkeder verden over.

Den kinesiske centralbank fortsætter med at føre en lempelig pengepolitik, for at realisere deres målsætning om en vækst på 7%. I slutningen af juni måned sænkede de endnu en gang styringsrenten, hvilket bekræfter os i at væksten i Kina atter vil blomstre med kursstigninger på aktier til følge.



<u>Periode</u>	<u>Afkast</u>
4. kv. 2014	0,43%
2015	33,35%

IR Favoritter A/S

IR Favoritter har været fuldt investeret stort set hele 2. kvartal og reducerede aktieeksponeringen med 50% i slutningen af juni som følge af, at IR-kvotienten blev negativ. Også 2. kvartal blev godt for IR Favoritter med et positivt afkast på 2% i et ellers faldende aktiemarked. Ultimo 2. halvår har IR Favoritter nu givet et positivt afkast på 33,4%, hvilket er 13% bedre end markedet. De månedli-

ge udsving i porteføljen er tilmed lavere end aktiemarkedet.

Vi har foretaget ganske få omlægninger i porteføljen i 2. kvartal og er komfortable med porteføljens sammensætning.

Vi vurderer fortsat, at der er mulighed for gode afkast resten af året i IR Favoritter, om end i et lavere tempo end i 1. halvår. Det er vores

ambition fortsat at finde og investere i kvalitetsaktier, der er rimeligt prisfastsatte for ad den vej at kunne levere et positivt afkast der samtidig er bedre end markedsafkastet.

På bagsiden kan du læse mere 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 imponerende afkast på 14,68%. Til sammenligning har tilsvarende investeringsforeninger typisk leveret afkast på 1-3%. Det betydelige merafkast skyldes vores anderledes investeringsstrategi, hvor vi udelukkende investerer i højtforrentede statsobligationer udstedt i dollar. I stedet for konsekvent at afdække dollarkonsporer, har vi

en objektiv investeringsmodel til at afgøre hvornår der er fornuft i at have en eksponering i dollar. Modellen er baseret på inflations- og renteforskellene mellem Europa og USA, og tilsagde i slutningen af maj måned at afdække dollar. Vi har herved undgået den sene- ste svækkelse i dollar.

De fleste økonomer forventer en fortsat stigende dollar, hvilket vi er enige i. Vi

vil imidlertid først fjerne afdækningen på dollar, når vores model tilsiger dette.

Med udsigt til fortsat stigende renter i de kommende år, søger vi i videst muligt omfang at begrænse løbetiden på de højtforrentede statsobligationer.

Vi forventer at IR Højrente A/S fortsat kan levere attraktive afkast omkring 4-5% i de kommende år.



<u>Periode</u>	<u>Afkast</u>
2011	4,25%
2012	5,40%
2013	-12,06%
2014	18,64%
2015	14,68%

IR Erhverv A/S

IR Erhverv A/S har ligesom IR Højrente A/S leveret et flot afkast i årets første halvdel på 5,74%. Til sammenligning har tilsvarende investeringsforeninger typisk leveret afkast fra -2 til +2%.

Det flotte afkast på IR Erhverv A/S, skyldes først og fremmest at vi ved udgangen af 2014 sænkede løbetiden på obligationerne, da vi allerede på dette tidspunkt forventede at renten

på et tidspunkt ville bunde ud. Derudover øgede vi på samme tidspunkt andelen af amerikanske virksomhedsobligationer, da renten på disse i forhold til europæiske var noget højere grundet et generelt højere renteniveau i USA. Tilmed er løbetiden på de amerikanske obligationer noget kortere.

Som tilfældet i IR Højrente A/S, har vi ved udgangen af maj måned afdækket dollar

på de amerikanske obligationer, og vil først fjerne afdækningen, når vores model tilsiger dette.

Med udsigt til en fortsat normalisering af rentekurven i den kommende tid, vil vi fortsætte med at investere i obligationer med kort løbetid, hvilket vi dog alligevel forventer vil kunne medføre afkast på 4-5% på årsbasis.



<u>Periode</u>	<u>Afkast</u>
2012	2,18%
2013	3,66%
2014	2,50%
2015	5,74%

Obligationer

Som nævnt på forsiden, begyndte vi allerede i slutningen af 2014 at reducere i de lange realkreditobligationer grundet en forventning om at de lange renter var tæt på en bund. Vi placerede i stedet pengene i virksomhedsobligationer, som godt nok er behæftet med en større kreditrisiko. Dette på baggrund af at vi på daværende tidspunkt forventede en stigende vækst i Europa, hvilket sta-

dig er vores forventning. De virksomheder som vi har investeret i, vil herved få løftet deres omsætning og indtjening, hvilket mindsker den kreditmæssige risiko.

På baggrund af disse omlægninger har vore kunder, der investerer i individuelle obligationer, opnået et afkast på 4% set under et. Til sammenligning har danske obligationer i årets før-

ste halvdel i bedste fald leveret et nulafkast og i værste fald kursfald på 2-3%.

Når renten på lange realkreditobligationer overstiger 4%, hvilket vi ser sandsynligt inden for 1-2 år, vil vi atter overveje at placere penge heri, da afkastpotentialet på dette tidspunkt i højere udstrækning vil stå mål med risikoen.



<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	3,98%
P.a.	6,9%

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

IR Favoritter A/S (fortsat)

Vi har foretaget ganske få omlægninger i porteføljen i 2. kvartal. Porteføljen er stadig baseret på vores syn på, at der gradvis vil komme en spirende vækst i Europa. De aktier vi har udvalgt, vil få særlig gavn af øget vækst.

Vi har solgt forsikringsaktien **Alm. Brand** som vi købte i 1. kvartal. Aktien gav et afkast på 30% på en meget kort periode og blev derfor for dyr i forhold til andre forsikringsaktier. Derudover blev vi bekymrede over forsikringsaktier generelt som følge af, at Topdanmark meldte ud, at der var stigende konkurrence på autoforsikringer.

Vi har købt aktier i den svenske virksomhed **Trelleborg**. Ledelsen har langsigtet fokus på at skabe

afkast til aktionærene og virksomhedens produkter bruges bredt i Europa som underleverandør til auto- og maskinindustrien.

Vi vil fremhæve 2 aktier, som vi har været investeret i længe, vejer meget i porteføljen, og har givet et godt bidrag i 2. kvartal:

D/S Norden er et eksempel på, at vi godt tør investere i aktier, som andre ikke kigger tilstrækkeligt grundigt på.

D/S Norden ejer og opererer skibe til transport af tørlast (kul, jernmalm, korn mv) og produkttank (benzin, diesel, nafta mv). Virksomheden er yderst solid, hvilket er undtagelsen for de fleste rederier. Tørlastmarkedet har været dårligt længe, men vi vur-

derede, at det ikke kunne blive værre, hvilket viste sig at være korrekt. Produkt-tankmarkedet har til gengæld været meget godt hele året, hvilket aktiemarkedet havde overset. Sammenlagt resulterede det i en stor opjustering fra D/S Norden i juni til glæde for IR Favoritter.

DFDS fortsætter med at levere fine resultater og aktien er en hjørnesten i porteføljen. Konkurrencesituationen på Den Engelske Kanal er stærkt forbedret efter at Eurotunnel er ophørt med at drive færge-drift. På trods af store kursstigninger er aktien fortsat yderst attraktivt prisfastsat. Ledelsen arbejder langsigtet og virksomheden er godt positioneret til at drage nytte af et opsving i Europa.

De dårligste investeringer i perioden har været **Norsk Hydro**, igen, og **Santa Fe Group** (tidl. ØK).

Norsk Hydro fortsætter med at levere gode resultater, men aktien har været ramt af, at Kina har ophævet eksporttolden på aluminium. Det vil sætte kinesiske aluminiumsproducenter i en bedre konkurrencesituation. Det havde vi ikke regnet med. Norsk Hydro er på vores observationsliste for salg.

Santa Fe Group er en langsigtet investering i, at den nye handlekraftige ledelse driver værdierne for aktionærene op. Vi er ikke bekymrede over den kortsigtede kursudvikling.

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
Direktionssekretær:	Anja Hairing	+45 96 26 30 09
Direktør:	René Krogh Andersen	+45 96 26 30 03
Kundechef:	Kim Andreasen	+45 96 26 30 04
Portfolio Manager:	Christian Klarskov	+45 20 30 46 58
Studentermedhjælper	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.