

## Brexit – katastrofe eller mulighed?

1. halvår 2016 har vindene bestemt ikke blæst vores vej. Hvor vi de seneste år har været vant til at IR-kvotienten har hjulpet os med afkastene, har den i år forsikret os imod tab på et forkert tidspunkt, og efterfølgende fået os ind i markedet en smule for tidligt. Samlet set betyder dette at vores performance i 1. halvår ligger under markedsafkastet, og det desværre i et år, hvor markedsafkastene samtidig ikke har været særlig gode.

Det er selvfølgelig ikke tilfredsstillende, men en af de risici vi ved, der på kort sigt er ved at arbejde modelstyret og konsekvent. Og på den lange bane har modellen jo tidligere vist sit værd, og det forventer vi også vil gøre sig gældende fremadrettet.

En balanceret portefølje med en middel risiko kommer ud af første halvår med et negativt afkast på 8,1%, hvor det selvfølgelig er aktierne, der trækker ned og specielt obligationerne i højrentelandene, der trækker op.

Da englænderne stemte nej til EU den 23. juni 2016 gik markedet kortvarigt i panik. IR-kvotienten blev ved udgangen af maj 2016 positiv, endda i et ret stort omfang, hvorfor vi havde fuld aktieeksponering. Som set før falder panikken hurtigt til ro, når der er fremgang i virksomhederne, og det så vi da også denne gang. Efter 2 dage begyndte aktierne at stige igen, og endte måneden med solide stigninger siden bunden 27. juni 2016.

Vores forventning er, at disse kursstigninger vil fortsætte med fornyet kraft over sommerferien. Årsagen til vores optimisme skal findes i flere faktorer. For det første er det ikke verdens undergang, at englænderne har stemt sig ud af EU. Livet fortsætter, og der laves fortsat aftaler og handles. For det andet er processen omkring hvad der nu skal ske allerede i gang, og vi forventer, at England enten får en associationsaftale med EU, eller også forbliver England i EU med en ny aftale. Endvidere har de resterende 27 EU-lande besluttet at gennemføre dybdegående reformer for at sikre mere opbakning til EU-projektet med fokus på vækst og øget beskæftigelse.

Det tredje, og måske mest afgørende punkt er centralbankerne, og ikke mindst ECB. Vi tror, at den lempelige pengepolitik bliver endnu mere lempelig, og vil ikke udelukke en situation, hvor ECB begynder at købe op i aktier. Det er ikke sket i Europa endnu, men Japan har vist vejen. Ser man på det tyske aktiemarked handler det ca. 30% lavere end toppen for godt 1 år siden, så potentialet er ganske stort.

Det er en forunderlig verden vi lever i, men vores råd er at blive i markedet så længe virksomhederne melder om fremgang – europæiske aktier er ikke dyrt prissat. Samtidig er økonomien bedre end sit rygte! Se bare på arbejdsløshedstallene i Europa. De falder – og det endda støt siden 2014! Virksomhederne leverer pæne resultater, renten er negativ og politikerne kæmper for at skabe vækst. Hvis man ikke skal have aktier nu – hvornår egentligt så?

Så på trods af tidernes ugunst er det måske netop nu, der skal skrues lidt op for risikoen og købes ind af aktier. Indtil videre tror vi det er vejen at gå.

God sommer.

### Kvartalsrapport 2016

#### 2. kvartal



#### IR-kvotienten

IR-kvotienten er et værktøj, der fortæller, hvornår vi skal investere i aktier, og hvornår vi skal beskytte formuen ved at investere i sikre obligationer eller have pengene placeret kontant.

Når vi beregner IR-kvotienten, kigger vi på offentligt tilgængelige nøgletal, der beskriver erhvervslivets tillid til den økonomiske udvikling i samfundet. Og den viden investerer vi ud fra.

Det betyder også, at den IKKE er en krystalkugle, som kan spå om fremtiden, men en guideline til at advare mod aktier, når der er overhængende risiko for store og langvarige kursfald forårsaget af en faldende aktivitet blandt de virksomheder, der investeres i.

Ydermere afgør den, hvornår man skal bevare roen trods kursfald på aktier og således frasortere "støj" såsom politisk uro, så beslutningerne altid træffes på et sagligt grundlag frem for frygt for, hvad der kan ske.

IR-kvotienten er baseret på langsigtet investering. Og ser man over de seneste 20 år har den opnået et årligt afkast på 13 % i gennemsnit og har advaret mod alle store nedture på aktiemarkederne.

### Hvordan ser verden ud efter Brexit?



# 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	-15,93%

Efter at have været negativ siden januar, blev IR-kvotienten atter positiv i maj på baggrund af stigende aktivitet blandt de europæiske virksomheder. Vel vidende at England en måneds tid senere skulle stemme omkring fremtidigt medlemskab af EU, var vi tro mod vores investeringsmodel og købte vi op i tyske aktier. I mod forventningerne endte flertallet af briterne med at stemme nej i den vejledende afstemning omkring fremtidigt EU-samarbejde. Til trods for at under 5% af omsætningen blandt de europæiske virksomheder går til England, og at samhandlen vil fortsætte uforandret i mindst 2 år i tilfælde af at England ender med at udtræde af EU-samarbejdet, oplevede de europæiske herunder tyske aktier kursfald på over 10% i de første timer dagen efter afstemningen. Ved udgangen af 2. kvartal havde de tyske aktier dog rettet sig og sluttede kursmæssigt 5% lavere end dagen før afstemningen. Indtjeningsforventningerne er ikke blevet berørt, og de tyske aktier ser derfor meget billige ud, da man betaler under 12 kr. pr. indtjeningskrone. IR Basis A/S endte kvartalet med et kursfald på 7% og har således siden nytår oplevet et kursfald på 15,9%, hvor de tyske aktier til sammenligning har oplevet et kursfald på 9,9%.

## 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	-1,68%

Ligesom de europæiske aktier, har aktier i vækstlandene været negativt påvirket af udfaldet af den engelske afstemning. Da selskaber på disse markeder i noget mindre omfang vil blive berørt af en Engelsk udtræden af EU, har disse aktier indhentet det tabte og mere til. IR Vækstlande A/S sluttede således juni måned knap 2% højere end dagen før den engelske afstemning. 2. kvartal endte med et afkast på 3% og har således begrænset kursfaldet til -1,7% siden nytår.

Grundet de store prisfald på råvarer i løbet af 2015 og i starten af 2016, blev aktier i vækstlandene hårdt ramt. Dette gjorde sig ligeledes gældende på kinesiske aktier, til trods for at Kina netto er importør af råvarer herunder verdens største importør af olie, og derved påvirkes positivt af lave råvarepriser. Siden februar har råvarerne over en bred kam oplevet pæne prisstigninger om end eksempelvis oliepriserne stadig er mere end halveret i kurs siden 2014. Denne udvikling har været og vil forventeligt fortsat være med til at øge interessen for de billige aktier i diverse vækstlande herunder specielt de kinesiske aktier noteret på børsen i Hong Kong.

## IR Favoritter A/S

<u>Periode</u>	<u>Afkast</u>
4. kv. 2014	0,43%
2015	52,38%
2016	-11,50%

IR Favoritter A/S har i 2. kvartal leveret et afkast på 1%, hvilket er på niveau med det danske aktiemarked. IR Favoritter A/S havde en meget lav investeringsgrad i perioden fra kvartalets start til ultimo maj som følge af den negative IR kvotient. Den lave investeringsgrad er opnået med anvendelse af finansielle instrumenter og en stor kontantbeholdning. I den samme periode steg aktiemarkedet med 6%, så vi er tilfredse med at aktievalget har kunnet kompensere for den lave risiko i forhold til markedet. Vi håber på, at vi også fremover kan levere gode aktievalg på baggrund af vores stringente kriterier.

IR kvotienten blev positiv ultimo maj, og på den baggrund øgede vi investeringsgraden markant. Vi holdt dog ca. 6% kontant op til den engelske EU-afstemning for at kunne udnytte eventuelle gode købsmuligheder. Vi anvendte hele kontantbeholdningen i dagene efter afstemningen, og er 100% investeret ved kvartalets udgang.

Vi har i kvartalet udnyttet de store udsving i markedet ved købe og sælge i udvalgte aktier i de dage, hvor mulighederne er opstået.

På bagsiden kan du læse uddybende kommentarer til et udvalg af aktier i porteføljen.



Højtforrentede statsobligationer blev i tråd med de finansielle markeder negativt påvirket af briternes overraskende nej til EU. Efter kortvarige kursfald oven på forskrækkelsen, begyndte investorerne imidlertid at købe op, og obligationerne sluttede kvartalet 2% højere end dagen før den engelske afstemning. IR Højrente A/S endte således med et positivt afkast på knap 5% i årets 2. kvartal, hvilket bringer det samlede afkast op på 5,5%.

De obligationer IR Højrente A/S er investeret i giver i øjeblikket en effektiv rente på 5%.

Efter de store prisfald på råvarer i 2015 og starten af 2016 er råvaremarkederne over de seneste måneder blevet stabiliseret og olieprisen er fordoblet i kurs siden februar. Risikoen for statsbankerot i de olieeksporterende lande er derfor faldet betydeligt, hvilket har været med til at løfte kursen på disse landes statsobligationer.

Vores USD-kvotient tilsiger fortsat at være eksponeret i dollar på baggrund af en højere inflation i USA relativt til Europa, hvilket øger sandsynligheden for en udvidelse af renteforskellen mellem de 2 kontinenter med stigende dollar til følge.

## 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	5,46%

Virksomhedsobligationer blev - om end i noget mindre omfang end aktiemarkederne - ligeledes negativt påvirket af det overraskende udfald af den engelske afstemning. Obligationens kurser har dog rettet sig pænt sidenhen, og IR Erhverv A/S sluttede kvartalet med et mindre men dog positivt afkast på 1,1%. Dette til trods for at IR Erhverv A/S jf. IR-kvotienten kun har været halvt investeret i perioden januar til maj. Kursfaldet er derved blevet begrænset til 0,2% siden nytår.

I kølvandet af den engelske afstemning, har den europæiske centralbank meddelt at de overvejer at slække på kravene ift. deres løbende opkøb af stats-, realkredit og investment grade virksomhedsobligationer i et forsøg på at skabe vækst og inflation. Dette kan tilgodes de såkaldte high yield virksomhedsobligationer som IR Erhverv A/S investerer i.

Den effektive rente på de virksomhedsobligationer IR Erhverv A/S investerer i ligger pt. over 4%, hvilket med en gennemsnitlig løbetid på omkring 3 år må siges at være temmelig attraktivt i disse tider, hvor bankerne opkræver renter for indestående og 30-årige realkreditobligationer tilbyder en effektiv rente under 2,5%.

## IR Erhverv A/S

<u>Periode</u>	<u>Afkast</u>
2012	2,18%
2013	3,66%
2014	2,50%
2015	3,41%
2016	-0,15%

Vi vurderer fortsat ikke at afkastpotentialet på stats- og realobligationer står mål med risikoen for kursfald ved pludselige rentestigninger, som var tilfældet i foråret 2015. Eksempelvis tilbyder en 30-årig tysk statsobligation en effektiv rente på beskedne 0,4%. Ydermere blev der medio juni skrevet historie, da den effektive rente på den 10-årige tyske statsobligation for første gang nogensinde bevægede sig ned i negativt territorium.

Vurderingen er således stadig, at afkastpotentialet på virksomhedsobligationer med kort løbetid er mere attraktivt. Når renten på et tidspunkt begynder at normaliseres, vil denne type obligationer kursmæssigt i langt mindre omfang blive negativt påvirket grundet løbetider på typisk 2-5 år, samt at disse virksomheder forventeligt vil opleve stigende omsætning og indtjening i takt med dette. Højtforrentede statsobligationer udstedt i dollar tilbyder en effektiv rente på 5% og har ligeledes et mere attraktivt afkast- og risikoforhold.

Afkastet på individuelle obligationer endte i årets 2. kvartal på 1,7%, primært trukket af virksomhedsobligationer, hvilket bringer afkastet op på 2,03% siden nytår.

## Obligationer

<u>Periode</u>	<u>Afkast<sup>1</sup></u>
4. kv. 2009	3,70%
2010	8,19%
2011	3,93%
2012	11,36%
2013	3,80%
2014	4,21%
2015	4,86%
2016	2,03%

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

# Favoritter A/S - uddybende kommentar

De største positioner er fortsat **Genmab** og **DFDS** og det er tilmeldt de aktier, der har været de bedste investeringer i kvartalet: **Genmab** er steget 33% på baggrund af meget robuste kliniske data og salgstal. Vi anser fortsat selskabet som en absolut kerneinvestering og er ikke bekymrede for den massive kursstigning siden vi købte de første aktier, da de blot er et udtryk for, at risikoen er faldet markant. **DFDS** er steget 24% på trods af Brexit. Vores vurdering er, at forretningen på Den engelske Kanal ikke vil blive berørt nævneværdigt i de kommende år, og at selskabet vil få gavn af mere balancerede handelsstrømme sfa. faldet i det engelske pund. Den største risiko er en afmatning i den økonomiske vækst, men indtil videre er vi komfortable med de udsigter et samlet erhvervsliv giver os bl.a. via IR-kvotienten. Vi har købt yderligere i begge aktier. Den dårligste investering har været produkttankrederiet **Term**, der er faldet med 25% i kvartalet. Selskabet har været ramt af, at nogle handelsruter, fx nafta mellem øst og vest på kloden, har været mindre end forventet. De stigende oliepriser har også medført, at benzin- og diesellagre er nedbragt til kortsigtet ugunst for den søbårne transport. Selskabet genererer et massivt cashflow, og har vist

vilje til at betale tilbage til aktionærerne, og så længe det er tilfældet, beholder vi aktierne. Vi holder også øje med udviklingen i skibspriserne, som er en bekymring for os. Ny i porteføljen er **ALK**, der er verdensledende inden for allergivacciner. Selskabets konkurrenter har alle store problemer, og det kommer samtidig med, at lægerne er begyndt at udskrive mere medicin mod allergi. Ny i porteføljen er også **Sydbank**. Det er en atypisk investering, da vi som udgangspunkt ikke investerer i bankaktier. Vi er skeptiske over for branchen, der er udfordret af lave rentemarginaler, lav udlånvækst og risiko for stigende tab, specielt forårsaget af visse dele af landbruget. Når vi alligevel har valgt at investere i **Sydbank**, så er det fordi, at aktien simpelthen er blevet for billig set i lyset af selskabets store aktietilbagekøb. Vores tålmodighed med investeringen er kort. Vi har genkøbt **Novo** og **Pandora** på lavere priser end vi solgte i januar, og vi har købt yderligere op i **Vestas**, **Bavarian** og **Elekta**. På kort sigt investerede vi i **DONG**, men solgte som følge af en kursstigning på 10% allerede samme dag.

## Investerings Rådgivning

### Fondsmæglerselskabet InvesteringsRådgivning A/S

#### Herning:

Østergade 27 B, 1. sal  
Postboks 100  
7400 Herning

#### København:

August Bournonvilles  
Passage 1, Kgs. Nytorv  
1055 København K

T 9626 3000

F 9626 3001

M info@irg.dk

W www.irg.dk

CVR 32152295

*"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."*

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
Direktør:	René Krogh Andersen	+45 96 26 30 03
Kundechef	Kim Andreasen	+45 96 26 30 04
Portfolio Manager	Christoffer B. K. Andersen	+45 96 26 30 07
Portfolio Manager	Christian Klarskov	+45 96 26 30 05
Kundechef	Ulrik Larsen	+45 96 26 31 40
Kundechef	Søren Gylling	+45 96 26 31 41

#### 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.



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.