

# PERSPEKTIV #7 BLS CAPITAL

JUNI 2018

**BLS**  
CAPITAL



# ”LAD VÆRE MED BARE AT STÅ DER, GØR NOGET!”

Der har igennem flere årtier været en tendens til, at aktier handles i stigende tempo på aktiemarkedet, hvilket kan tilskrives flere udviklinger.

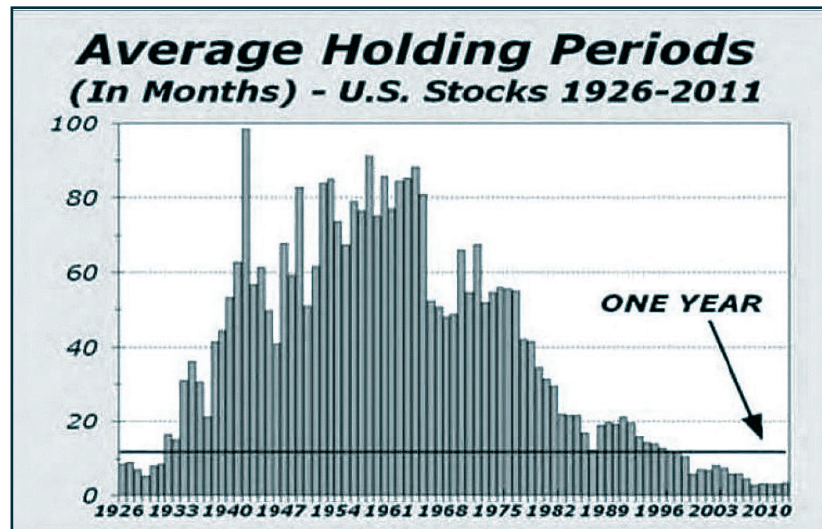
Men intet er så skidt, at det ikke er godt for noget. Heller ikke det faktum, at markedsdeltagere i højere grad sælger deres aktier videre i rekordhøjt tempo.

Det giver langsigtede investorer muligheden for at udnytte kortsigtede kursudsving.  
Det bringer os tilbage til overskriften.

**O**verskriften ovenfor kan – som den står der i sin rene form - lyde lettere panisk. Ikke desto mindre lader det til at være mantraet på aktiemarkedet i disse år, hvor handelsaktiviteten over flere årtier har været stigende i en sådan grad, at den enkelte aktie i gennemsnit blot ejes i lige over fire måneder, inden den skifter hænder til en ny ejer. Det viser data fra børsen i New York. Store dele af den daglige handel foregår dog uden om de officielle børser i dag (herunder såkaldte ”dark pools”), hvilket kan skabe usikkerhed om den nøjagtige handelsvolumen.

For at sammenholde dette i et historisk perspektiv blev en aktie i gennemsnit holdt, eller ejet, i 45 måneder i perioden mellem 1926 og 1988. Altså en fastholdelse af sit ejerskab i næsten ti gange så lang tid, som det er tilfældet i dag.

Ejertiden faldt til omkring 12 måneder i midten af 1990'erne, og er siden fortsat ned.



En aktie er en ejerandel i en virksomhed, og man kan således stille sig spørgende over for, hvorfor man køber en andel af et selskab for alene at eje dette i fire måneder. Ejerskabsperioden strækker sig i så fald blot over et enkelt kvartalsregnskab (med lidt heldig timing kan det strække over to). Over så korte perioder vil den primære påvirkning på kursudvikling ofte være at finde i markedets kortsigtede humørsvingninger, mens langsigtede kursudviklinger i langt højere grad bør afspejle virksomhedernes underliggende værdiskabelse. Den fundamentale værdi af et selskab bør ikke ændre sig bemærkelsesværdigt over korte perioder, hvorfor kortsigtede kursudviklinger i højere grad skyldes tilfældige humørsving, som hverken investorer eller børsnoterede selskaber i særlig grad kan komme med fornuftige forudsigelser om.

Vi sætter dog pris på de muligheder, dette kan give os. Muligheden for på lang sigt at skabe absolutte afkast, der efter alle omkostninger er højere end markedsindeks, er til stede, grundet det vi anser som aktiemarkedets, efter vores vurdering, fejlprisning af

værdiskabende virksomheder. Når der sker kursudsving grundet modeluner på aktiemarkedet, kan vi udnytte dette til at øge vores ejerskaber i undervurderede selskaber med stort værdiskabelsespotentialer og forudsigelighed på indtjeningsfronten.

Omvendt sælger vi ejerandele fra, når kursudviklingen går uforklarligt hurtigere end udviklingen i forretningen. Denne aktive stillingtagen til, hvorvidt kursudviklingen er udtryk for underliggende forandringer eller ej, har historisk bidraget med et par procentpoint om året til afkastet i vores globale aktier. Med andre ord vurderer vi på daglig basis, om de kursudsving som markedsværdien i vores selskaber rammes af, bunder i fundamentale ændringer i deres forretningsmodel, ledelse eller markedsforskel, som kan skade de frie pengestrømme og den langsigtede vækst, eller om det blot er ydre uro på markedet, som trækker et værdifuldt selskab ned i pris uagtet at al det væsentlige består.

Der er dog mange dage hvor vi ikke reagerer på kursudsving og -udviklinger.

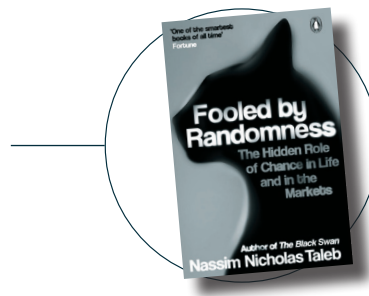
### **KURSFALD GIVER STØRRE MISHAG END GEVINSTER GIVER GLÆDE**

Når aktiemarkedets kortsigtede humørsving er den primære forklaring, kan det resultere i uforståelige kursudviklinger, såvel i positiv som i negativ retning. For den enkelte investor kan det være svært at forholde sig til, hvorfor aktien i et langsigtet værdiskabende selskab igennem kortere perioder kan have kursmæssigt hårde perioder. Forskning har gennem årtier vist, at de fleste oplever, at ubehaget ved fald følelsesmæssigt føles større end glæden ved at se stigninger, når disse er på samme størrelse.

Tabel på næste side, er et illustrativt eksempel fra bogen "Fooled by Randomness", der viser, hvor stor sandsynligheden er for at opleve en gevinst i relation til tidshorisonten siden værdien sidst blev kontrolleret. Denne viser tydeligt, hvordan en kortere tidsramme øger risikoen for at opleve et kursfald betragteligt baseret på historiske oplevede kursudviklinger.

Som helhed må aktier forventes at være stigende over længere horisonter, og over de

Tidshorisont	Sandsynlighed for gevinst
1 sekund .....	50,02%
1 minut .....	50,17%
1 time.....	51,3%
1 dag .....	54%
1 måned.....	67%
1 kvartal.....	77%
1 år.....	93%



Kilde: Fooled by Randomness af Nassim Nicolas Taleb

seneste knap 30 år er det amerikanske S&P500-indeks således også steget med knap 10 procent om året, hvilket for størstedelen har været drevet af stigninger i den underliggende indtjening og de frie pengestrømme, mere end det har været markedets prissætning af selskaberne. Hvis du som investor således havde placeret dine midler i en portefølje baseret på selskaberne i S&P500-indekset for 30 år siden - og ikke havde skænket værdiudviklingen en tanke i alle årene - ville det være svært ikke at se på værdien af denne investering her 30 år efter med stor glæde.

Og her taler vi om en fuldstændig passiv strategi, hvor man har købt revl og krat.

Tilmed indeholder perioden på disse 30 år tre tilfælde, hvor S&P500 oplevede fald på mere end 20 procent fra det på tidspunktet højeste niveau. På disse tidspunkter kan det være svært at finde glæde i, at ens aktier står til 80 kroner, hvis markedsværdien stod til 100 kroner blot måneder tilbage i tiden – og dette kan til tider føre til aktiehandler på uhensigtsmæssige tidspunkter. Dette mishag vil alt andet lige ske færre gange, hvis kursudviklingen vurderes over længere perioder.

Citatet i overskriften på dette perspektiv burde i vores optik derfor i frie termer omskrives til "Lad være med bare at gøre noget".

## STATISTIKKEN TALER KLART

Statistikken i den første figur viser tydeligt, hvordan udviklingen har været – den siger dog ikke meget om, hvad der har påvirket den. Det kan dog heller ikke forventes at kunne forklares af enkelte faktorer, men derimod et sammenspil. Herunder et opbrud af tidligere store konglomerater, monopoler og stigende konkurrence på investeringsmarkedet. Det sidste halve århundrede har desuden gjort det lettere at få adgang til handel med værdipapirer (tænk: computere, internettet, blandt andet). Således er det samtidig blevet billigere i form af såvel de direkte handelsomkostninger forbundet med handel (såkaldt kurtage / handelskommission) som de indirekte handelsomkostninger. Teknologisk udvikling og mulighederne heri har ligeledes øget mængden af finansielle instrumenter afledt af blandt andet aktiemarkedet, hvilket har skabt et øget behov for handel i de underliggende værdipapirer.

Høj-frekvens-handel (High frequency traders; HFT) er ligeledes blevet en markant større andel af markedet. HFT er programmerede computersystemer, der gennem hurtige forbindelser til børser har mulighed for hele tiden at løbe foran, når der handles aktier på eksempelvis børsen i New York, for at tjene få dollar-cent pr. aktie – som hovedregel uden at eje de købte aktier, når børsen lukker for dagen. HFT kan på denne vis omsætte store mængder af aktier. Michael Lewis (forfatteren bag *The Big Short*) har lavet en velskrevet fortælling om netop dette i bogen *Flash Boys*. HFT estimeres i dag til at stå for næsten halvdelen af alle handlede aktier i USA mod ”blot” 20 procent i 2005. Denne aktivitet kan antages at have været stærkt medvirkende til nedgangen i ejerskabstiden, men udviklingen startede længe før, at HFT for alvor tog til.

En høj handelsaktivitet i børsnoterede selskaber kan også være et tegn på en større tilstedeværelse af spekulative markedsdeltagere. Alene på det seneste års fem travleste handelsdage for den amerikanske reservedelsforhandler, AutoZone, blev der handlet aktier svarende til knap 40 procent af udestående aktier. På tre af disse dage skete det med kursfald på omkring ti procent, og fire ud af fem dage var med fald på mere end fem procent. Da vi på disse dage vurderede, at der ikke var nogen information, der ændrede vores syn på selskabets langsigtede muligheder, blev de store fald i flere tilfælde udnyttet til at erhverve ejerandele på, hvad vi vurderede som attraktive kursniveauer.

På samme vis har danske Pandora (der hverken er eller har været en del af BLS Invest Danske Aktier), på blot de fem travleste handelsdage i løbet af 2017 og 2018 haft en samlet handel svarende til en tredjedel af selskabets udestående aktier. I vores øjne viser dette tydeligt, at en stor andel af markedsdeltagerne ikke anser ejerskab i aktier for det, som det egentlig er. Vi mener, at aktier bør behandles som ejerandele i virksomheder, og ikke blot lottokuponer, der skal købes i håb om, at der kommer en anden spekulant og vil betale mere for kuponen i morgen.

***Hvis ikke du kan se dig selv eje en aktie i 10 år,  
skal du end ikke overveje at eje den i 10 minutter***

Warren Buffett

Intet er ændret i BLS siden opstarten i 2008. Vi anser fortsat aktier som værende medejerskaber i børsnoterede selskaber, hvorfor vi fortsat køber aktier i selskaber for som udgangspunkt at eje disse for altid. Tingene kan dog ændre sig, og derfor er det essentielt, at vi løbende forholder os til markedets prissætning af de selskaber, som vi i BLS Invest sammen med vores medinvestorer er medejere af. Vi mener, at denne langsigtede tilgang giver os en fordel i et aktiemarked, der overordnet set lader til at drives af en kortere og kortere tidshorizont. Denne forskel kan give os mulighed for netop at købe - eller sælge - ejerandele, når vi finder, at en virksomheds prissætning ikke afspejler dens fundamentale værdier. Sådan har vi gjort det siden vi startede, og sådan vil vi fortsætte med at gøre det.

Med ønsket om en god sommer,  
BLS Capital



#### ANSVARSRASKRIVELSE

Dette perspektiv ("Publikationen") er udarbejdet af BLS Capital Fondsmæglerselskab A/S ("BLS Capital"). Publikationen er alene udarbejdet som generelt informationsmateriale og skal ikke betragtes som et tilbud eller en opfordring til at handle med værdipapirer eller andre finansielle instrumenter. Publikationen er udarbejdet af BLS Capital på baggrund af offentligt tilgængelige informationer, samt egne synspunkter og beregninger. Kommentarer, udtalelser og fremskrivninger foretaget af BLS Capital er baseret på egne synspunkter på tidspunktet for offentliggørelse af Publikationen og disse synspunkter kan ændres løbende. Alle oplysninger om eller referencer til afkast er historiske, og kan ikke anvendes som en indikation på fremtidige afkast. Alle skøn om fremtidige afkast er formodninger, som kan være forkerte og dermed urealiserbare. BLS Capital påtager sig ikke ansvaret for rigtigheden af oplysningerne i Publikationen og kan derfor ikke drages til ansvar for dispositioner foretaget på baggrund af Publikationen. Handel med værdipapirer og andre finansielle instrumenter er forbundet med tabsrisici. Ved handel med værdipapirer eller andre finansielle instrumenter kan det investerede beløb tabes helt eller delvist.

Publikationen er omfattet af ophavsretslovgivningen i Danmark og må ikke gengives, citeres eller oversættes uden forudgående skriftlig tilladelse fra BLS Capital.





Har du spørgsmål eller kommentarer til nyhedsbrevet,  
er du velkommen til at kontakte  
BLS Capital på [info@blscapital.dk](mailto:info@blscapital.dk) eller 4558 4020.

Tilmelding til mailservice HER.

**BLS**  
CAPITAL