

# Teknisk Aktieanalyse

## - kan give mere - også efter skat

Den tekniske modelportefølje klarer sig, på snart fjerde år bedre end OMX-C20 indekset – endda med mindre kursudsving/risiko end på OMX-C20 indekset. Personligt har jeg anvendt Teknisk Aktieanalyse (TA) i over 10 år og har haft en forrentning efter skat på godt og vel 22% p.a.



Af **Jesper Lund**  
Cand.scient.  
Direktør for  
Dansk Finsservice

Tilbageblik: I majnummeret af Aktionæren i 2003 præsenterede jeg en modelaktieportefølje, der var baseret på teknisk analyse (TA) af månedlige slutkurser. Artiklen definerede modelporteføljens opbygning samt regler for køb og salg. Modelporteføljen startede i 2003 og består af et udvalg af OMX-C20 aktier, plus maksimalt en ikke OMX-C20 aktie. Den tekniske analysemodel blev døbt TA-7. I denne artikel gør jeg status på modelporteføljens udvikling siden opstart. Der blev oprindeligt investeret 1 million fiktive kroner, i seks selskaber: A.P. Møller-Mærsk (AMP), Danisco, Jyske Bank, Novo Nordisk, Novozymes og TDC. Porteføljens benchmark er OMX-C20-indekset. En oversigt over porteføljens historiske og aktuelle sammensætning samt afkastgrafer og aktiecharts kan ses på min hjemmeside: [www.danskinsservice.dk](http://www.danskinsservice.dk).

### Modelporteføljen har overperformatet flot siden opstart

Porteføljens aktieværdi i udgangen af 2006 er godt 2.600.000 kr. Dertil kommer en kontantbeholdning på 66.261 kr., hvilket bringer porteføljens samlede værdi op på 2.756.061 kr. Værditilvæksten på porteføljen siden 1. april 2003 kan således opgøres til 176% (31% p.a.). Benchmark er i samme periode steget med 137% (26% p.a.). Modelporteføljen har dermed leveret en betydelig overperformance på 39% (5,23% p.a.), før skat og risikojustering. Bemærk at der maksimalt har været 8 aktier i modelporteføljen. Afkastopgørelserne kan ses i tabellen nedenfor.

### TA-resultat efter skat

Det er de færreste der lever under forhold, hvor aktieavancebeskatningen er 0%. Det er derfor naturligt at undersøge, hvordan modelporteføljen vil performe i forskellige skattemiljøer. Resultaterne er opmuntrende!

Jeg har sammenlignet afkastet på porteføljen under tre forskellige skatteforhold.

- 1) Før skat, dvs. som hidtil. Dette svarer til, hvis man er valutaudlænding eller lever et sted, hvor skatten er 0%
- 2) Skat i pensionsdepot. Aktieinvestorer har oftest deres største aktieformue i deres pensionsdepot. Den årlige beskatning er her 15% på realiserede og urealiserede gevinster
- 3) Skat i selskabsform (dvs som ApS eller A/S). Her betales 28% af årets resultat. Avancebeskatningen på aktier, som er ejet i over 3 år, er 0%.

Bemærk at alle aktier og handler er de samme under alle tre skatteforhold.

Afkastberegningerne bliver naturligvis mere komplicerede, når der skal tages hensyn til skat. Jeg vil ikke trætte læserne med beregningerne her.

Vedrørende avanceberegning og skatteforhold skal her blot nævnes: For pensionsdepotet er avancen efter kurtaget beregnet pr. 31/12 hvert år, og skatten er betalt 1/1 det følgende år, bortset fra 2006-skatten der er betalt den 30/11 2006; for selskabet er årsresultatet beregnet som realiseret aktieavance efter kurtaget på aktier ejet under 3 år minus kurtaget og minus udgifter til revisor (7.000 kr./år). Skatten er betalt den 1/7 i det følgende år, bortset fra skatten af 2006-resultatet, der er betalt den 30/11 2006.

Hidtil har jeg sammenlignet før skat afkast med OMX-C20. For at kunne benchmarke afkastresultater efter skat, burde jeg reelt indrage en model, hvor afkastet på OMX-C20 (ens benchmark) beregnes efter skat. Dette gøres ved at antage, at OMX-C20 er prisen på en aktie (dette svarer til en investeringsforening, der skygger OMX-C20 fuldt ud). Dette syntetiske aktie er så købt til pensionsdepotet pr. 1/4 2003 (som er startdatoen for de andre porteføljer). Dette syntetiske pensionsdepot døbes OMX-C20 A.

Resultatet af afkastberegninger før og efter skat er vist i figur 1, samt i tabel 1.

Som det tydeligt fremgår af grafen, kan man ved hjælp af Teknisk Aktieanalyse få et væsentligt merafkast før og efter skat i forhold til benchmark. Idet risikoen (kurs-

udsvingene) på en TA-portefølje er mindre end på OMX-C20, bliver det risikojusterede afkast endnu mere markant end vist i figuren. Læs mere om risikojustering i Aktionæren oktober 2003 og juni 2006.

### Mere held end forstand?

Jeg skal være den første til at fremsige et rungende måske! Tidligere undersøgelser tyder imidlertid på, at merafkastet ved anvendelse af TA ikke (kun) skyldes held. I Aktionæren for marts 2003 testede Kent Frølund og jeg TA på 20 aktier og 26 aktieindekset op til 17 år tilbage i tid. Resultaterne viste, at TA kunne give investor et pænt merafkast.

Jeg tror, de fleste har oplevet nogle forrygende aktieår i de senere år. Man kan derfor spørge, om modelporteføljen har redet på en aktieoptur af hidtil usete dimensioner. En måde at belyse dette på kunne være ved at sammenligne mine afkast med afkastet af OMX-C20 over alle forudgående 3, 4, 5 hhv. 10 års perioder. Se figur 2.

Som det fremgår af figur 2, har ingen af de seneste 3, 4, 5 eller 10-års perioder kastet mere end ca. 22% af sig per år. Den bedste 3-årige hhv. 4 årige periode var årene 1995-1997 (+30,9% p.a.) hhv. 1996-1999 (+24,58% p.a.). OMX-C20 har derfor kun overgået min TA portefølje efter skat i et tilfælde, nemlig under pensionsforhold (+29,24% risikojusteret).

Skyldes modellens fornuftige afkast heldig investering i en enkelt aktie? Nej, for min strategi forbyder at en aktie udgør over ca. 25% af porteføljen. Netop denne risikominimerende strategi førte til reduktion i Jyske Bank undervejs.

Undervejs investerede jeg (5 til 7% vægt) udenfor OMX-C20 i Bavarian Nordic og Genmab. Alle ved, at denne duo er tordnet op. Er det så disse investeringer, der bringer modelporteføljen i front? Nej, jeg tabte faktisk penge på dem (-9% hhv. -24%), og har holdt mig fra dem siden 2005!

### Frygt, grådighed og håb

Uanset om man anvender TA eller andre analysemetoder, er fortidig overperformance

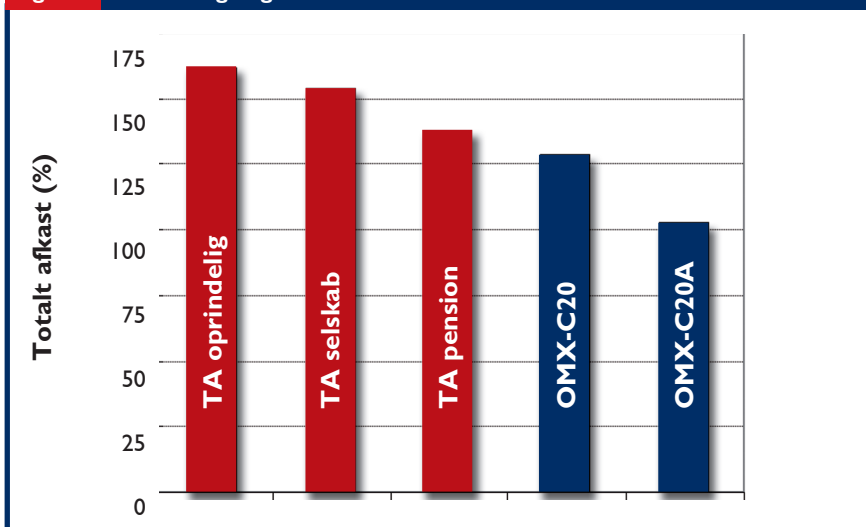
ingen garanti for fremtidig overperformance. Men jeg glæder mig til af forsøge.

For de fleste private investorer er det svært, at opnå et afkast, som ligger over benchmark. Jeg tror, det grunder i mangel på både viden og strategi - og at frygt, grådighed og håb alt for ofte er den private investors pilot. Litteraturen viser, at de porteføljemanagere, der klarer sig over benchmark år efter år, har en klar strategi, der ikke afviges. Eks. herpå er FormuePleje Selskaberne, Warren Buffet Templeton, som konsistent overperformer, selvom de formentlig ikke benytter TA.

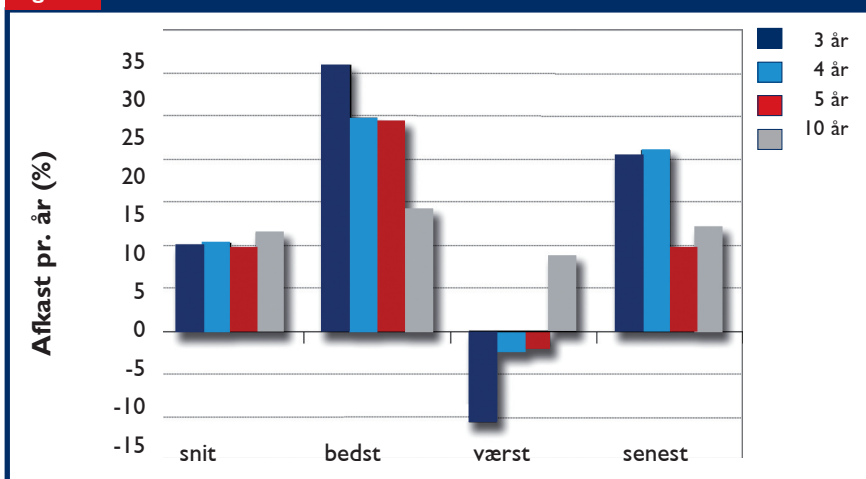
Jeg tror, at TA tilsyneladende kan hjælpe investor til at opnå et godt afkast, fordi: TA skærmer investor fra det gode afkasts værste fjender, nemlig frygt, grådighed og håb. TA er mekanisk, og lytter man til analyserne, undgår man at falde i de klassiske fælder som f.eks. at klynge sig til faldende aktier. Eller endnu værre at købe op i papirer, der falder, fordi man tror, "at nu kan det ikke blive værre". TA har så at sige en indbygget stop-loss. I den anden ende af spektret kender jeg mange, der har solgt ud af aktier, der er steget meget, fordi de frygter "at det ikke kan blive ved". TA lader din profil løbe.

Det overnormale afkast i.f.t. benchmark fremkommer ved, at man undgår kraftigt faldende markeder, men investerer i de mest stigende aktier. TA er ganske enkelt et sæt handelsregler, der beskytter dig mod din største fjende - frygt, grådighed og håb! ■

Figur 1 Sammenligninger i afkast



Figur 2 OMX-C20 afkast over tid



Tabel 1 Status pr. 30. november 2006

	Total afkast 1)	Årligt afkast 2)	Std. afv. 3)	Risikokorrigeret afkast pr. år 4)
TA oprindelig	175,61	31,04	13,32	33,59
TA selskab	167,64	30,02	13,32	32,48
TA pension	148,83	27,52	13,60	29,24
OMX-C20	136,53	25,81	14,49	
OMX-C20 A	109,47	21,80		
Forskel (oprindelig vs OMX)	39,08	5,23	-1,17	7,78

#### Note til Tabel 1

1) Det totale afkast i procent på 45 måneder. +176% betyder at 100 kr. investeret er vokset til 276 kr.

2) Det årlige afkast i procent med renters rente, også kaldet det geometriske afkast.

3) Den årlige standardafvigelse på porteføljens værdi, beregnet fra månedlige kursudsving.

4) Det årlige risikokorrigerede afkast i procent med renters rente.