

Secure Market Power – Årsbrev 2019

Kære medinvestorer og potentielle nye investorer

Det er ikke uden en vis portion stolthed, at vi udsender dette årsbrev. Medio oktober gik vi i luften med kapitalforeningen "Secure Market Power". Forud for lanceringen har vi brugt et år på at udvikle en investeringsfilosofi, der i vores optik indkapsler en af de få måder, hvorpå en investor kan opnå succes på aktiemarkedet. Vi har brugt vores investeringsfilosofi til at analysere en lang række selskaber, og det er vores forventning og håb, at vi med denne i ryggen vil være i stand til at skabe solide afkast mange år ud i fremtiden.

Vi påtænker at udsende nyhedsbreve for Secure Market Power halvårligt, og i disse nyhedsbreve har vi i sinde at uddybe emner som vi finder interessante i forhold til vores investeringsfilosofi og den kontinuerlige udvikling af denne. I dette brev – det første i rækken – har vi netop valgt at fokusere på vores egenudviklede investeringsfilosofi, og de unikke virksomheder vi indtil videre har allokeret kapital til med udgangspunkt i denne.

/ Secure Market Powers investeringsfilosofi

Mange investeringsprodukter med fokus på aktiemarkedet bryster sig af at "*investere i få kvalitetsselskaber, når disse handles til fornuftige priser*". Denne meget bredtfaavnende investeringsfilosofi, du garanteret er stødt på ved flere lejligheder, nedfældede Warren Buffett tilbage i 1989 i hans årsbrev til sine investorer.

Når man som investor ser rundt i investeringslandskabet anno 2020, og leder efter investeringsprodukter, der rent faktisk overholder Buffetts investeringsfilosofi, bliver man meget skuffet. Så selv om mange postulerer, at de sværger troskab til Warren Buffetts investeringsfilosofi, så er der ganske få, som reelt overholder den. Dette er den primære årsag til, at Secure Market Power har en velbegrundet eksistensberettigelse.

Vores investeringsfilosofi kan rent faktisk kondenseres ned til netop det Warren Buffett nedfældede tilbage i 1989. Vi vil dog forsøge at uddybe den en smule. For hvad konstituerer egentlig en kvalitetsvirksomhed? Og hvordan kan vi gardere os imod at betale for meget for den?

Inden vi besvarer de to spørgsmål, vil vi starte med at adressere begrebet "få" - altså hvor mange kvalitetsvirksomheder en portefølje skal indeholde. Hvis vi igen søger svar i

investeringslandskabet, så kan vi konstatere, at der hersker en stor divergens ift. hvor mange "få" egentlig er. Det gængse aktieprodukt indeholder omkring 80-100 virksomheder, hvilket vi mener er alt for mange, og det lever på ingen måder op til vores definition af "få". For os er 20-25 kvalitetsvirksomheder i porteføljen indenfor skiven, og derfor kommer der aldrig til at være flere i SMP's portefølje. Vi har det fint med at adskille os fra mængden på dette punkt. Vi vurderer nemlig, at der kun er ganske få virksomheder, der lever op til vores stringente kvalitetskriterier, og empirisk evidens viser ligeledes, at det praktisk talt er umuligt at slå ens benchmark efter omkostninger, hvis man har 80-100 aktier i porteføljen.

Vores recept på kvalitetsvirksomheder er virksomheder med holdbare og unikke konkurrencemæssige fordele, der befinder sig i dominerende positioner på konkurrencefattede og sekulærvækstende markeder. Sådanne virksomheder bryder markedskononomiens naturlov, der postulerer, at overnormal profit på sigt bliver konkurreret væk. Disse "*Market Power*" virksomheder bliver ved med at levere overnormal profit og afkast til deres medejere.

Det absolut vigtigste nøgletal, der indikerer om en virksomhed er en kvalitetsvirksomhed, er afkastet på den investerede kapital, også kaldet ROIC. Selvom Buffett skrev dette i sit årsbrev tilbage i 1979, så bliver nøgletallet ofte den dag i dag negligeret, hvilket er vores held. Et konsistent, holdbart og højt afkast på den investerede kapital viser, at virksomheden er i stand til at skabe værdi til sine medejere. Nøgletallet fanger nemlig en virksomheds evne til at skabe indtjening ift. hvor meget kapital, der kræves for at holde driften kørende.

Hvis vi identificerer en virksomhed, der konsistent har leveret høje afkast på den investerede kapital, og vi vurderer, at der er en høj sandsynlighed for at den kan blive ved med dette, fordi den besidder holdbare konkurrencemæssige fordele samt en dominerende markedsposition i et sekulærvækstende og konkurrencefattigt marked, så er virksomheden umiddelbart et perfekt match til vores SMP portefølje.

Vi mener egentlig, at der hersker en generel fejlforståelse af hvad aktieanalyse går ud på. Vi bliver ofte mødt med holdningen: "*Jeres job er at forudse, hvem fremtidens vindere bliver*". Her må vi ofte skuffe, og understrege, at vores job er at identificere virksomheder, der allerede har vundet, og kun investere i dem, hvis vi mener, at der er stor sandsynlighed for, at de fortsat kan blive ved med at vinde i fremtiden.

Investeringer i kvalitetsvirksomheder illustrerer bedre end noget andet aktieaktivklassens unikke egenskab. Kvalitetsselskaber er nemlig i stand til at reinvestere en del af deres frie pengestrømme tilbage i virksomheden til høje afkast på den investerede kapital, og derfor kan de blive ved med at skabe værdi til medejerne. Dette er en egenskab man ofte glemmer, men det er den mest værdifulde af alle, og kun en du kan finde blandt kvalitetsvirksomheder.

Når vi har identificeret en kvalitetsvirksomhed, så er det vigtigt ikke at betale for meget for den. Det skal dog understreges, at det altid er kvaliteten, der kommer i første række. Virksomhedens værdiansættelse vil derfor altid være af sekundær prioritet.

Når værdiansættelse og kvalitetsvirksomheder benyttes i samme sætning, mangler der en meget vigtig komponent – tidshorisont. For som Buffett så smukt har skrevet i sit årsbrev fra 1989: "*Time is the friend of the wonderful business, the enemy of a mediocre*". Det er helt afgørende at forstå, at der på langt sigt er en meget tæt sammenhæng mellem det afkast en virksomhed har leveret til sine aktionærer, og virksomhedens afkast på den investerede kapital. Så selvom du får lov til at betale for at være medejer af en kvalitetsvirksomhed, så betyder det ikke så meget, hvis du rammer rigtigt ift. kvaliteten. Vi anerkender dog, at vi ikke altid vil ramme rigtigt, og netop derfor er det vigtigt for os ikke at overbetale for en virksomhed vi vurderer, er Market Power materiale.

Vi forsøger at lade være med at overbetale ved at opbygge en simpel model, der har fokus på virksomhedens mest værdiskabende komponenter. Den simple model har til formål at give et interval af virksomhedens fundamentale værdi, og vi investerer kun, hvis virksomhedens markedsværdi ligger i den nedre del af fundamentalværdi-intervallet.

Nu hvor vi har åbnet lidt op for vores investeringsfilosofi, så er der en afgørende faktor vi mangler at adressere. I vores optik er denne faktor måske den vigtigste, hvis vi ønsker at opnå succes med vores Market Power produkt. Hvis vi lykkes med at investere i kvalitetsvirksomheder, når de handles til fornuftige priser, så kan vi kun høste den fulde gevinst, hvis vi gør det allersværeste indenfor investeringsverdenen: "**Ingenting**"! Mange indenfor vores branche har den opfattelse, at den største fejltagelse en investor kan foretage er at investere i en virksomhed, der efterfølgende går konkurs. Her tager de grueligt fejl. En investors største fejl er at sælge sine andele i en virksomhed, der efterfølgende stiger ti gange eller mere i værdi. Buffett og hans samarbejdspartner, Charlie Munger, har skabt unikke resultater ved at praktisere en metode de har navngivet SOYA-investering, hvilket

står for "Sit-On-Your-Ass" investering. Vi har også i sinde at efterleve denne del af deres investeringsfilosofi.

Så essensen af Secure Market Power kan med udgangspunkt i ovenstående opsummeres således: En portefølje af virksomheder med holdbare og unikke konkurrencemæssige fordele, der befinder sig i dominerende positioner på konkurrencefattede og sekulærvækstende markeder, der er købt til fornuftige priser. Virksomheder vi som udgangspunkt ønsker at eje for evigt.

| Hvilke selskaber har vi investeret i

Vi sigter mod en portefølje bestående af 20-25 selskaber. Indtil videre har vi allokeret ca. 70% af kapitalen til 13 selskaber. Nedenfor har vi vist en oversigt over de vigtigste nøgletal for Secure Market Power porteføljen. I vores optik cementerer nøgletallene, at de underliggende 13 virksomheder i porteføljen i den grad udstråler Market Power.

	2017	2018	2019	S&P Global
ROIC	45,1%	45,0%	42,0%	18,2%
EBIT MARGIN	45,5%	44,7%	45,3%	11,9%
NET DEBT / EBITDA	-0,2	-0,1	0,1	2,3
FCF YIELD	3,9%	4,2%	3,5%	4,3%

Af ovenstående tabel fremgår det tydeligt, at de underliggende virksomheder har et signifikant højere afkast på den investerede kapital, hvilket betyder, at de skaber meget mere værdi til deres medejere end markedet (repræsenteret ved S&P 1200 indekset). Af tabellen kan vi ligeledes udlede, at virksomhederne i Market Power porteføljen har højere driftsmarginer og et lavere gælds niveau end markedet. Porteføljens FCF Yield, der måler de frie pengestrømme ift. virksomhedens markedsværdi, er lavere end markedet, hvilket betyder, at man betaler lidt mere for Market Power virksomhederne end markedet som helhed.

Vi vil nu dykke ned i nogle af porteføljevirkomhederne, der i vores optik lever op til de stringente Market Power kvalitetskriterier. Som virksomhedseksemplerne nedenfor illustrerer, så kommer disse Market Power virksomheder i mange forskellige "forklædninger".

| Rightmove og Scout24



Lige inden jul annoncerede Scout24, at man var nået til enighed med den amerikanske kapitalfond Hellman & Friedman om at sælge deres bilportal Autoscout for 2,9 mia. EUR. Med dette frasalg vil Scout24 fremadrettet udelukkende fokusere på deres tyske ejendomsportal, Immoscout. Immoscout har ligesom Rightmove i Storbritannien en meget stærk markedsposition, og er et uundværligt værktøj når de lokale ejendomsmæglere skal markedsføre en bolig.

Hvad mener vi med uundværlig? I vores optik er der for ejendomsmæglere i Tyskland og Storbritannien ingen vej uden om at sætte deres boliger til salg på Rightmoves eller Immoscouts ejendomsportal. Det er nemlig her potentielle boligkøbere i de to lande først søger hen, når de leder efter en ny bolig. Ejendomsmægleren kan også vælge en anden ejendomsportal eller sågar sætte et skilt op ude foran huset. Vi tvivler dog på, at man rammer den helt samme køberskare, når ca. 80% af de potentielle boligkøbere bruger Rightmove og Immoscout.

| Hvad bringer fremtiden?

Vi mener, at fremtiden er meget lys for de to boligplatforme. Udover at de forsat bliver ved med at være uundværlige i markedsføringsprocessen, så er Immoscout og Rightmove i højere grad ved at bevæge sig opad i værdikæden. Begge platforme er nemlig ved at knytte tættere bånd til potentielle boligsælgere/udlejere. De skaber værdi for denne gruppe ved at pege dem i retning mod de ejendomsmæglere, der jf. boligplatformenes massive datagrundlag, er i stand til at sælge/udleje deres bolig mest effektivt. Det er et helt nyt marked boligplatformene tager hul på. Nu er det ikke længere "kun" ejendomsmæglerne markedsføringsbudget de tager en stor del af. Med skridtet opad i værdikæden er det i langt højere grad ejendomsmæglerens samlede salær, der bliver en del af de to virksomheders adresserbare marked.

| Epiroc



Epiroc besidder de egenskaber vi værdsætter højt hos industriselskaber. De har en stor installeret base af maskiner hos deres kunder, der løbende har behov for service og nye reservedele, og deres produkter anses for at være "mission critical" i kundernes arbejdsgange. De reducerer kompleksiteten, og forbedrer produktiviteten, og samtidig udgør Epirocs produkter kun en fraktion af kundernes omkostningsbase.

Epiroc er førende indenfor specialboreudstyr og har siden 1873 leveret nichekvalitetsprodukter til mineindustrien. Sammen med et andet svensk selskab, Sandvik, dominerer de det globale marked, og har tilsammen en markedsandel på ca. 80-90% indenfor de nicher, hvori de opererer.

Epiroc har fastholdt en stærk markedsposition igennem årtier, og det forventer vi ikke, at der bliver ændret på. Der er flere årsager til, at vi vurderer, at Epiroc kan fastholde markedspositionen. De har bygget et stærkt brand op over mange år, der er baseret på pålidelighed og kvalitet. At drive en mine i 2 km dybde ude i ødemarken er ofte en logistikmæssig udfordring for mineselskabet. Et produktionsstop pga. fejlløsløsninger eller dårlig kvalitet af en reservedel indebærer således omkostninger, der langt overstiger prisen på reservedelene. Epirocs serviceteknikere er altid tæt på minen og har opbakning fra en knivskarp forsyningskæde, som hurtigt kan levere de reservedele, der er brug for.

En potentiel ny konkurrent skal opbygge et brand, en forsyningskæde og produkter på niveau med Epirocs. En opgave der måske hver for sig er mulig, men samlet set virker særdeles vanskelig.

I en ellers relativ konjunkturfølsom industri har Epiroc skabt en stabil forretningsmodel. De er begunstiget af, at ca. 70% af deres omsætning kommer fra reservedele og service, hvor udsvingene i efterspørgslen er begrænset. Den høje andel af service og reservedele er ligeledes medvirkende til, at Epiroc præsterer en overskudsgrad på over 20% og et højt afkast på den investerede kapital.

| Fremtiden tegner lyst

Vi ser flere positive faktorer, som vi forventer vil drive Epirocs omsætning over de næste mange år. Flere miner vil overgå fra såkaldt "open pit" (åbne miner) til "underground" (underjordiske miner), hvor Epiroc er begunstiget af en meget stærk markedsposition.

Det er ydermere vores forventning, at maskinparken i "underground" miner vil overgå fra at være dieseldrevne til at være batteridrevne. Eftersom Epiroc betragtes som værende den førende innovator af batteridrevne maskiner til mineindustrien kan dette være endnu en vækstdriver for virksomheden i mange år ud i fremtiden. Med disse vækstperspektiver, Epirocs dominerende markedsposition og en ledelse, der er fokuseret på værdiskabelse, ser vi frem til en lang og forhåbentlig afkastrig periode som medejere.

| Resmed



ResMed er den globale markedsleder indenfor udstyr til behandling af søvnapnø. Søvnapnø er en kronisk luftvejsblokering, der forekommer under søvn. På verdensplan estimeres det, at mere end 400 mio. mennesker lider af søvnapnø. Dette tal forventes at stige i takt med en aldrende befolkning og en større udbredelse af fedme. På nuværende tidspunkt er det kun ca. 10% af de 400 mio., der er i behandling for søvnapnø, så vi mener, at ResMed går en lys fremtid i møde med gode vækstmuligheder.

Vi forventer, at ResMed kan fastholde og formentlig også udvide den i forvejen stærke markedsposition. Dette skyldes primært to årsager:

- I forhold til deres nærmeste konkurrent, Philips, så bruger ResMed ca. 50% mere på forskning og udvikling. Resmed har altid brugt markant mere på forskning og udvikling end konkurrenterne, hvilket viser, at de har et ufravigeligt fokus ift. kontinuerligt at forbedre kundernes brugeroplevelse.
- I 2016 købte ResMed softwaresekskabet Brighttree. Med Brighttrees services kan patienter monitoreres bedre og væsentlig lettere end tidligere, hvilket sparer verdens sundhedsvæsenet for betydelige ressourcer.

Med ResMeds søvnapnøudstyr og det gnidningsfrie monitorerings-setup, der kobler patient, læge og plejere sammen har ResMed skabt et økosystem, der gør det meget vanskeligere for potentielle konkurrenter at udfordre ResMeds markedsposition, og gør virksomheden til meget mere end "bare" en udstyrsproducent.

Med den bedre brugeroplevelse og det gnidningsfrie monitorerings-setup er vi overbeviste om, at både patienten, plejere og lægen vil blive tættere knyttet til ResMed.

| Verisk Analytics



Generelt har vi intet mod kedelige forretningsmodeller. Faktisk foretrækker vi selskaber, der opererer under radaren. Amerikanske Verisk Analytics, der leverer databaseværktøjer til forsikringsindustrien, hører helt klart til denne kategori. Det har dog ikke afholdt dem fra at levere stærk og stabil vækst i både omsætning og pengestrømme historisk. En udvikling vi forventer vil fortsætte mange år frem.

Grundstenene til Verisk's unikke markedsposition blev skabt tilbage i 1971, hvor man som et serviceorgan begyndte at indsamle skadesdata for den amerikanske forsikringsindustri.

Det betyder, at Verisk i dag som det eneste selskab har data for forsikringskader i USA igennem de sidste 50 år. Data, der er et uundværligt værktøj, når forsikringselskaberne skal prise en kundes bilforsikring, husforsikring eller fabriksbygning så korrekt som muligt.

Forsikringselskabernes udgift til de serviceydelser og databaseadgang de abonnerer på hos Verisk er relativt ubetydelige, i forhold til den omkostning en forkert prisfastsat forsikring kan have. Forsikringssektoren har kontinuerligt behov for innovative løsninger, der kan forbedre deres produktivitet og lønsomhed. Verisk - og dermed os som medejere - har alle muligheder for at kapitalisere på disse behov, og vi ser derfor en fremtid, hvor Verisk kan blive ved med at udbygge deres i forvejen stærke markedsposition.

| Afrunding

Det er vores håb, at læserne af dette brev er blevet orienteret om vores tilgang til aktieinvestering. Vi kommer aldrig til at ændre vores investeringsfilosofi, men kontinuerligt udvikle den indenfor nogle acceptable rammer. Den vigtigste holdbare konkurrencemæssige fordel vi kan have, er en investorbase, der deler denne langsigtede investeringsfilosofi med os. Hvis dette er tilfældet, så er vi meget fortrøstningsfulde ift. Secure Market Powers fremtidige succes. Vores mission er klar: At skabe en lang og afkastrig fremtid for alle nuværende og fremtidige investorer.

Med venlig hilsen



Henrik Knudsen
Portfolio Manager



Victor Berg
Portfolio Manager