

Årsbrev 2021

Secure Market Power

Kære medinvestorer

Vi startede Secure Market Power tilbage i efteråret 2019. Dette er vores 5. årsbrev/halvårsbrev i en række af forhåbentlig mange.

I skrivende stund har de globale aktiemarkeder oplevet en negativ udvikling siden årets start. Kvalitetsselskaber, hvor vi i vores optik er medejere af nogle af de allerbedste, har oplevet en voldsom negativ start på året.

Når aktiemarkedet har disse udsving, som vi oplever lige nu, er det vigtigt at fastholde den lange linse: Havde man for 30 år siden investeret i det amerikanske aktiemarked vil man have opnået et afkast på ca. 10% p.a. Hvis man derimod havde besiddet evnen til at forudsige fald i perioden og undgået de 30 dårligste kvartaler i perioden havde man opnået et afkast på ca. 19% p.a. Hvis man omvendt havde "undgået" de 30 bedste kvartaler i perioden, havde man over de sidste 30 år opnået et afkast på 0%.

Vi mener ikke, vi besidder evnen til at time markedet og forudsige, hvornår perioder, som den vi oplever lige nu, kommer. Som ovennævnte eksempel klart understreger, så kan det have fatale konsekvenser, hvis man som kortsigtet "guru" tager fejl.

I stedet har vi i Secure Market Power fokus på at identificere exceptionelt velpositionerede samt veldrevne selskaber og være langsigtede medejere af disse, gerne for evigt. Ved udgangen af 2021 bestod porteføljen af 23 selskaber. Tilsammen leverede disse selskaber et afkast på 33,3% i løbet af året. Et afkast vi er ovenud tilfredse med og som samtidig også oversteg vores reference indeks (MSCI All Countries World Index) med 5,9%.

Som vi har nævnt ved tidligere lejligheder, er det ikke vores forventning, at vores selskaber besidder karakteristika, der langsigtet kan øge værdiskabelsen med 33% om året eller sågar heller ikke de 22,5% p.a., som porteføljen har leveret siden start i efteråret 2019. I Secure Market Power er vi medejere af selskaber med en lang "runway for growth", hvor vi vurderer, at sandsynligheden for konkurrence er relativt begrænset. Med det afsæt er det vores forventning, at selskaberne i Secure Market Power langsigtet kan øge værdiskabelsen med 10-15% p.a. Som udviklingen i januar tydeligt viser, vil denne udvikling ikke være lineær.

Udviklingen i 2021

Som nævnt ovenfor var afkastet 33,3% i 2021.

Nedenfor har vi listet de fem største og de fem mindste bidrag til afkastet i 2021. Udover at skitsere udviklingen i 2021 for disse selskaber vil vi forsøge selektivt at give indsigt i, hvor velpositionerede

vores selskaber er. Vi har ligeledes foretaget en del justeringer i porteføljen og bl.a. købt fem nye selskaber.

De fem største bidrag til porteføljens afkast var:

Selskab	Afkast
Novo Nordisk	75,6%
Alphabet	77,4%
S&P Global	55,3%
Vat Group	119,5%
Equifax	64,0%

Novo Nordisk leverede stærke resultater igennem 2021 og øgede omsætningen med 14%. Igen drevet af udviklingen i deres GLP-1 produktportefølje og et mindre negativt bidrag fra prispresset på deres basale insulinprodukter i USA. Herudover fik Novo godkendt deres produkt, Wegovy, til behandling af fedme.

Novos GLP-1 portefølje, der består af produkter til behandling af fedme og produkter til behandling af diabetes, udgør nu ca. 45% af deres samlede omsætning. Med denne nu høje andel af omsætningen og fortsat betydeligt uudnyttet potentiale for GLP-1 produkter, vil GLP-1 alene kunne drive væksten i Novo Nordisk de næste mange år.

Alphabets størrelse taget i betragtning imponerede de med en indtjeningsvækst på hele 91%. Dette skal tilskrives en stærk operationel udvikling på tværs af selskabets segmenter. Search og YouTube så øget aktivitet og forbedret indtjeningsgenerering, mens Google Cloud oplevede stærk efterspørgsel i takt med virksomheders fortsatte migration til skyen.

Vi forventer ikke, at selskabet kan holde den samme kadence i de kommende år. Selskabets stabile og markedsledende position inden for det strukturelt voksende marked for digital markedsføring betrygger os i, at selskabet kan skabe signifikant aktionærværdi på lang sigt.

S&P Global har sammen med et af vores andre selskaber, Moody's, et duopol indenfor kreditvurdering, hvor de tager en mindre "told" hver gang en stat eller virksomhed har behov for at udstede obligationer. Herudover ejer S&P Global S&P 500 og Dow Jones aktieindeksene, hvor aktieforvaltere og ETF-produkter også her betaler en mindre "told" for at følge disse indeks. Meget tyder på, at S&P Global på disse områder fortsat vil opleve en gunstig udvikling. Herudover forventes S&P Global snart at kunne lukke opkøbet af IHS Markit. Vores indtryk er, at S&P Global og IHS Markit tilsammen besidder betydelige mængder data, der bl.a. med S&P Globals dataværktøj, Kensho, kan bearbejdes, og skabe betydelige synergier og nye indtjeningsstrømme for det sammenlagte selskab.

Vat Group leverede en meget stærk vækst i indtjeningen, drevet af betydelig efterspørgsel fra deres kunder og øgede markedsandele. Vat Group er underleverandør til semiconductor-industrien. For os

tyder meget på, at Vat Group skal håndtere en kraftig vækst i omsætningen over de kommende år og derfor kommer til at udvide produktionskapaciteten. Vi forventer at få en bedre forståelse heraf i løbet af første halvår 2022 og vil derfor berette herom i vores næste halvårsbrev.

Equifax har leveret stærk vækst i 2021. Det var primært deres Workforce Solutions, der vækstedes voldsomt. Her har Equifax som de eneste opbygget en database op, der indeholder løn- og ansættelsesoplysninger for en stor del af de amerikanske lønmodtagere. En database, hvis brug til digital kreditvurdering i forbindelse med ansøgning om boliglån, billån mv. fortsat er i sin spæde start.

De fem mindste bidrag til porteføljens afkast var:

Selskab	Afkast
Visa	7,0%
Mastercard	8,5%
Costar*	-7,9%
Verisk Analytics	18,9%
Heico	18,0%

* Afkast siden køb 23.09

“Network of Networks” er en af de betegnelser som Visa bruger om sig selv og som ligeledes kan anvendes på Mastercard. Der findes en lang række betalingsnetværk rundt omkring i verden, der faciliterer betalinger fra Person til Person, Business to Business, Buy now pay later etc. Ofte har disse betalingsnetværk brug for en grundlæggende, gnidningsfri, billig og ikke mindst sikker bagvedliggende infrastruktur, når de vokser. Her findes der to “Network of Networks”: Mastercard og Visa. Begge er fantastisk positioneret og har vækstperspektiver, der rækker langt ud i fremtiden.

I forbindelse med Visas seneste regnskabsaflæggelse kom deres CEO Al Kelly med følgende kommentar: *“When we look at the opportunity ahead, if you assume global cash grows at 1% annually, industry-wide digital penetration of personal consumption expenditure when it reached 90% for several decades”*. Danmark ligger ca. på de nævnte 90% digitale betalinger i dag. Så ifølge Visas Al Kelly er vækstpotentialet, så stort, at det vil tage årtier inden resten af verden når Danmarks niveau.

I slutningen af året har vi valgt at øge vores position i Mastercard, således at begge selskaber nu er blandt vores 10 største positioner.

Både Heico og Verisk har vi belyst i tidligere års-/halvårsbreve og CoStar, der er blandt vores nye positioner, introduceres senere i dette årsbrev.

Nye Investeringer i 2021

2021	
Køb	Salg
Moody's	Scout24
ASML	Hermes
CoStar	
Besi	
Hemnet	

Vi har købt fem nye selskaber til porteføljen i 2021. Alle fem er selskaber med en markedsdominerende position indenfor deres respektive nicher. Det er måske bedst eksemplificeret ved, at det selskab blandt de fem, der har den laveste markedsandel er Moody's og Moody's er som bekendt et duopol indenfor kreditvurdering sammen med et af vores andre selskaber: S&P Global.

CoStar Group er grundlagt af Andrew Florance tilbage i 1987. Andrew er fortsat CEO. Gennem akkvisitioner og organisk vækst har CoStar været i stand til at øge omsætningen med 20% p.a. over de sidste mange år.

Igennem 35 år har selskabet opbygget en database over stort set alle kommercielle bygninger (boligudlejning, industri, hotel etc.) i USA. Databasen indeholder alle historiske data om transaktionspriser, lejeindtægt, stand, størrelse etc. Databasen er så unik, at det er svært at forestille sig, at en konkurrent skulle være i stand til at replikere 35 års data og samtidig tjene penge. Adgang til CoStars database sælges på abonnementsbasis, hvor ejendomsmarkedets interessenter, som långivere, ejendomsmæglere, pensionskasser mv. anvender det som et standardværktøj.

De frie pengestrømme som denne del af forretningen har skabt, har Andrew Florance og resten af ledelsesteamet klogeligt geninvesteret i at opbygge to onlineejendomsplatforme: Apartments.com og Loopnet.com. Disse platforme servicere henholdsvis udlejning af boliger og salg/udlejning af erhvervslejemål og dermed en naturlig overbygning på deres eksisterende forretning. Med den dominerende markedsposition de allerede har opbygget her, samt den digitalisering vi forventer, er vi overbeviste om, at CoStar også i de næste årtier vil levere betydelig vækst.

Som med CoStar er også hollandske Besi stiftet af den nuværende CEO, Richard Blickman. Gennem årtiers innovation og partnerskab med sine kunder har Besi opnået en uhyre stærk position indenfor nicheudstyr til pakning af semiconductorer. I takt med den fortsatte miniaturisering af semiconductorer og fortsat stigende krav til energieffektivitet og ydeevne forventer vi, at pakning får en større rolle. Såkaldt SoC (System on a chip) og SoIC (System on an integrated Circuit) vil få betydning for denne udvikling. I pakning af disse har Besi de klart mest optimale løsninger, og de ventes at nyde godt af denne udvikling i de næste mange år.

I slutningen af året investerede vi i den svenske boligportal, Hemnet. Vi mener, at Hemnet besidder en fantastisk forretningsmodel, der har mulighed for at vokse meget lønsomt i de næste mange år. Hemnet er det svenske svar på Boliga og Boligsiden tilsammen. Hemnet er stort set den eneste boligportal, hvor svenskerne søger efter ny bolig.

Denne position vil Hemnet over de kommende år udnytte til at øge indtægter fra annoncering fra ejendomsmæglere og boligsælgere. Specielt fra boligsælgere, der i dag i gennemsnit betaler 2.500 SEK. for at annoncere deres bolig til salg. Med en gennemsnitspris på et hus i Sverige på 3 mio. SEK., så svarer annonceringsudgiften til 0,08%. Spørg en annoncør på f.eks. Google, hvordan prisen for at stå øverst i en Google søgning har udviklet sig....

For at finansiere de investeringer vi har foretaget, har vi solgt Scout24 og Hermés samt solgt en stor del af vores position i Facebook/Meta Platforms.

Vi synes fortsat Hermés er et fremragende selskab med gode vækstperspektiver. Med den pris vi kunne sælge Hermes til i slutningen af året, og de perspektiver vi ser for Hemnet, så vurderer vi, at potentialet er større her.

Facebook valgte i efteråret at ændre navn til Meta Platforms. I forbindelse med navneændringen satte de ligeledes retningen for deres visioner og investeringer i de næste mange år. Meta Platforms ønsker at afsætte signifikante ressourcer til at udvikle et meta univers. Kort fortalt har vi to udfordringer hermed: Vil de overhovedet være i stand til skabe indtægter/monetarisere på et meta univers? Hvis der bliver skabt et meta univers, vil de så blive vinderen?

Kombinationen af dette og andre udfordringer i Meta Platforms er årsagen til vores holdningsændring. Som skitseret ovenfor har vi samtidig geninvesteret provenuet i selskaber, der i vores optik har et højere sandsynligt vinderpotentiale.

For nærmere beskrivelse af ASML og Moody's samt salg af Scout24 henviser vi til vores halvårsbrev for 1. halvår 2021. [Læs halvårsbrevet ved at klikke her.](#)

Solidt forankrede selskaber med gode vækstmuligheder

I Secure Market Power praktiserer vi en enkel investeringstilgang: Vi ønsker kort sagt at investere i selskaber, der har vundet og som vi forventer bliver ved med at vinde. Det lyder meget enkelt, men arbejdet med at identificere disse selskaber, forstå deres vækstperspektiver og vurdere sandsynligheden for konkurrence er ofte noget mere kompleks.

Secure Market Power består i dag af 23 velpositionerede verdensklaseselskaber, der både har gode vækstperspektiver og, hvor vores analyse tyder på, at risikoen for øget konkurrence på deres respektive markeder er ret begrænset. Det er de forudsætninger, der kan skabe "Compounders". Selskaber, der år efter år fortsætter med at skabe merværdi for sine aktionærer.

Tak for din tid og opbakning.

Kommentarer og spørgsmål er yderst velkomne.

Med venlig hilsen



Henrik Knudsen
Portfolio Manager



Mikkel Petersen
Portfolio Manager