Halvårsbrev 2021

Secure Market Power

Kære medinvestorer

Vi startede Secure Market Power tilbage i efteråret 2019. Dette er vores 4. årsbrev/halvårsbrev i en række af forhåbentlig mange.

Sammenlignet med 2020 har udviklingen i den globale økonomi og på aktiemarkederne været væsentligt mindre begivenhedsrige end den omtumlede periode vi var vidne til i 2020. Det tror vi, at de fleste af os er glade for.

Afkastet for Secure Market Power var 15,8% i første halvdel af 2021. Siden starten i november 2019 har vi leveret et afkast på mere end 36%, svarende til et afkast på 20,4% p.a. Såfremt vi kunne fortsætte denne udvikling, ville vi være i stand til at fordoble vores medinvestorers formue på under 5 år.

Selvom vi i Secure Market Power er medejere af exceptionelt velpositionerede og veldrevne selskaber, så er det vores vurdering, at den fundamentale værdiskabelse vores porteføljeselskaber kan skabe, vil ligge på et lavere niveau end 20% om året.

I dette halvårsbrev vil vi primært fokusere på at uddybe udviklingen for Secure Market Power i 1. halvår. Dog vil vi "kradse lidt i overfladen" på flere af vores selskaber med henblik på at give en endnu bedre indsigt i, hvor velpositionerede selskaberne er.

God læselyst.

Udvikling i første halvår

Secure Market Power leverede et afkast på 15,8% i første halvår. På niveau med aktiemarkedet målt ved MSCI World all countries, der ligeledes steg 15,8%.

Nye Investeringer

Vi har tilføjet to nye selskaber til porteføljen i første halvår: Moody's Corp og ASML.

Moody's supplerer den position vi allerede har i SP Global. De to selskaber dominerer tilsammen kreditvurdering, når selskaber, lande mv. skal udstede gæld. Et selskab, der har behov for at udstede en obligation, vil betale et mindre upfront fee til Moody's og SP Global for at få en rating fra dem. Uden en rating fra dem vil obligationen ofte være udelukket for mange investorer, ligesom renten også vil være højere. Derfor er det ofte meningsløst ikke at betale den lille "told" til S&P Global og Moody's i forbindelse med udstedelse af obligationen. I januar vurderede vi, at prisen på Moody's var særdeles attraktiv og indlemmede den i porteføljen. Moody's lever til fulde op til vores investeringstilgang om at investere i selskaber, der befinder sig i dominerende positioner på konkurrencefattige og strukturelt vækstende markeder.

Det samme gør sig i den grad gældende for ASML. ASML er en hollandsk producent af litografiudstyr, der anvendes i produktion af mikrochips (også kaldet semiconductors). I udviklingen mod mindre, mere effektive, mere sofistikerede og mere energivenlige mikrochips er litografiprocessen altafgørende. Disse sofistikerede mikrochips er instrumentale i den fortsatte digitalisering af samfundet. Herunder Cloud, Internet of Things, 5G netværk, Artificial Intelligence mv.

På markedet for litografiudstyr til produktion af Mikrochips (ofte benævnt EUV – Extreme Ultraviolet Lithography) er ASML eneste leverandør. Deres to konkurrenter Nikon og Canon opgav udviklingen af dette ekstremt sofistikerede udstyr for mere end 10 år siden. Så vi mener faktisk ikke, at vi tager munden for fuld, når vi siger, at ASML er blandt de vigtigste virksomheder for samfundet og den fremtidige udvikling.

Sammen med vores positioner i TSMC og Vat Group er ASML vores tredje selskab indenfor Mikrochipindustrien. For nylig kom en CEO med følgende udsagn om Mikrochipindustrien og sit eget selskabs position: "We have a great house within one of the finest

neighborhoods". Vi kan ikke være mere enige. Med Vat Group, TSMC og nu ASML har vi de bedste huse i det bedste kvarter, og vi påtænker at blive boende i mange år.

Vi har solgt et selskab i perioden. Den tyske ejendomsportal Scout24. Baggrunden for salget af Scout24 er et godt eksempel på, hvordan vi evaluerer de langsigtede perspektiver og mulige udfaldsrum for de selskaber vi investerer i. Vores oprindelige investeringstese for Scout24 var, at de i lighed med Rightmove (som vi er medejere af), Hemnet i Sverige, Rea Group i Australien og Boligsiden.dk her i Danmark var markedsdominerende og, at de i takt med øget digitalisering vil være i stand til at vækste de frie pengestrømme fra driften i mange år fremover. På den måde vil de gennem netværkseffekter og digitalisering styrke deres i forvejen stærke position. Imidlertid har vi haft flere møder med selskabet. De møder har efterladt os med en usikkerhed om, hvor stærk Scout24's markedsposition er i forhold til Immowelt og Kleinanzeigen (Tysklands svar på DBA). Samtidig er Kleinanzeigen nyligt blevet overtaget af yderst succesfulde norske Adevinta. Dermed får Scout24 en væsentlig stærkere konkurrent, end de hidtil har haft.

Med afsæt i vores investeringstilgang om kun at investere i markedsdominerende selskaber er det vores vurdering, at udfaldsrummet og usikkerheden er blevet for stor til, at vi kan se os selv som fremtidige medejere af Scout24. Scout24 er steget ca. 40% siden vi initierede en position og har dermed gjort det væsentligt bedre end det globale aktiemarked.

Udover de ovennævnte køb og salg har vi foretaget mindre justeringer blandt vores eksisterende beholdninger. Vi betragter os selv som medejere af verdensklasseselskaber og ønsker som udgangspunkt at holde disse selskaber for evigt. Derfor vil vores handelsaktivitet være meget begrænset.

Bidrag til afkastet i første halvår

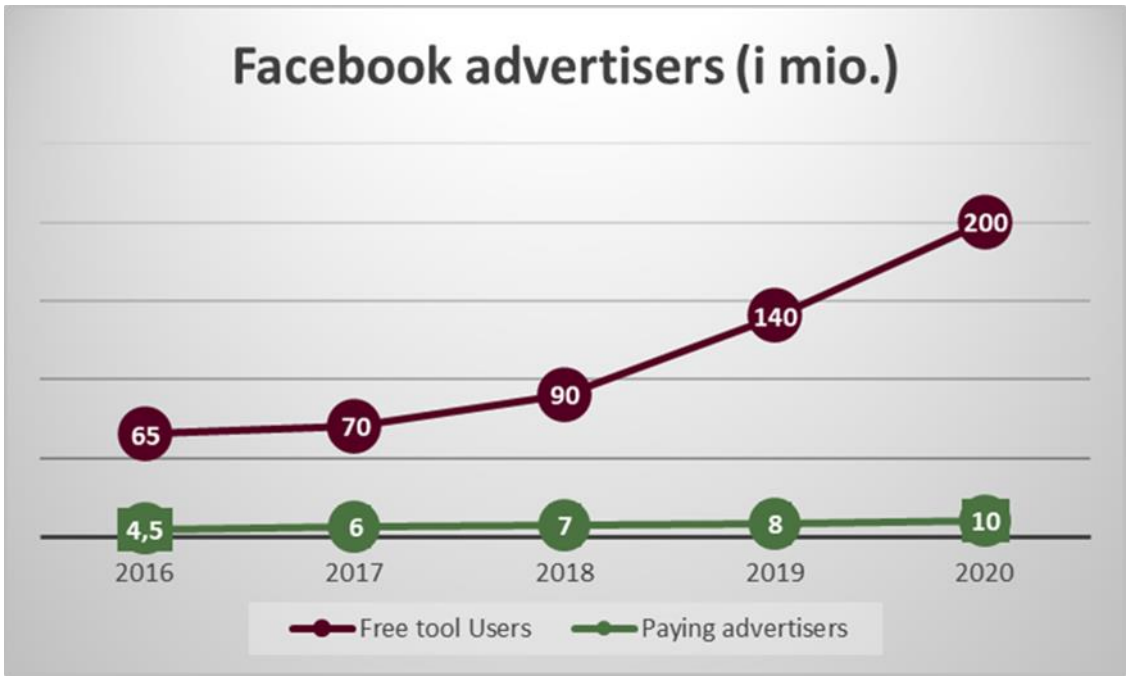
Med henblik på at diskutere de begivenheder, der har påvirket porteføljen i perioden, viser vi nedenfor en oversigt over de 5 største bidrag til porteføljen, positivt og negativt.

Top 5 SELSKABER	SEKTOR	AFKAST %
Facebook	Kommunikations services	31,2%
Alphabet Inc C	Kommunikations services	43,6%
Novo Nordisk	Sundhed	23,0%
S&P Global	Finans	29,3%
VAT Group AG	Industri	38,5%

Facebook og Alphabet leverede begge meget stærke regnskaber og manifisterede deres i forvejen stærke positioner indenfor henholdsvis Social Media og Search. Over de foregående 3 kvartaler har Facebook leveret vækst i omsætningen på henholdsvis 22%, 48% og 56%, mens Alphabet har leveret en vækst på 17%, 30% og 68% i samme perioder. Hos Alphabet var det specielt Google Search og Youtube, der drev udviklingen.

Det er fortsat vores forventning, at begge selskaber kan fastholde deres stærke markedsposition og, at der fortsat er betydelige vækstmuligheder. Dog i et væsentligt lavere tempo end det vi har set de seneste kvartaler.

Som en illustration af markedspotentialet for Facebook har vi nedenfor vist udviklingen i "Free tool Users" og "Paying advertisers".



Her fremgår det tydeligt, at antallet af virksomheder, der gennem free tool use stifter bekendtskab med Facebooks platforme som annoncemedie, er steget markant. Vi forventer ikke, at alle Free tool users, som eksempelvis lokale håndværkere eller blomsterbutikker, vil migrere og anvende Facebooks målrettede annonceværktøjer (paying advertisers). Men for os bekræfter det, at potentialet for vækst over de næste mange år fortsat er stort. Herudover er det vores vurdering, at Facebooks værktøjer kan anvendes af virksomheder for hvem effektiv annoncering ikke tidligere har været mulig.

Novo Nordisk bidrog ligeledes positivt til afkastet. Novo Nordisk leverede stærke regnskaber. Vi mener, at der primært er tre faktorer, der har understøttet den positive udvikling. Over de sidste 5 år har Novo Nordisk oplevet et betydeligt prispres på deres basale insulinprodukter i USA. Den seneste udvikling tyder på, at dette prispres er aftaget betragteligt. Herudover fortsætter deres GLP-1 produkter med at vækste. Sammen med amerikanske Eli Lilly er Novo Nordisk klart markedsdominerende indenfor disse produkter. Produkter, der i vores optik har et betydeligt markedspotentiale. Sidst men ikke mindst fik Novo Nordisk i juni godkendt deres nye produkt mod fedme: Wegovy.

S&P Global fortsætter med at levere solid vækst både i deres kreditvurderingsforretning og deres indeksforretning. S&P Global ejer to af de mest anerkendte aktieindeks: Dow Jones og S&P 500. Flere og flere indeksfonde og ETF'er vælger at følge S&P Global's indeks. For dette kvalitetsstempel betaler udbydere af disse indeksfonde og ETF'er en mindre told til S&P global. Den stigende omsætning herfra, kombineret med begrænsede stigninger i omkostninger og stort set intet behov for anlægsinvesteringer, gør dette til en særdeles lukrativ forretning at være medejer af.

I slutningen af 2020 meddelte S&P Global, at man planlagde at fusionere med IHS Markit. Vi er positivt indstillet overfor denne fusion, og vi ser gode muligheder for, at selskabet, anført af S&P Globals fremragende CEO Doug Peterson, kan fortsætte med at skabe aktionærværdi. Dette gennem udvikling af nye samt pooling af de to selskabers eksisterende databaseværktøjer.

I modsætning til de fire ovenfor nævnte selskaber, der har været en del af porteføljen siden introduktionen i november 2019, så er VAT Group et nyere bekendtskab. Vi købte VAT group i efteråret 2020. VAT Group producerer sofistikerede ventiler, der anvendes i Clean rooms i Mikrochipindustrien. Det er således VAT groups ventiler, der sikrer, at disse Clean rooms er absolut partikelfrie, og dermed sikrer, at der ikke sker kontaminering gennem de mere end 1000 produktionssteps undervejs i processen med at producere mikrochips. Kontaminering vil alternativt resultere i, at hele produktionen kasseres.

I første halvår oplevede VAT Group en betydelig vækst i ordreindgang, omsætning og indtjening. I takt med, at markedet vokser og VAT group øger markedsandelen fra de

nuværende ca. 60%, forventer vi fortsat vækst de næste mange år. Dog i et lavere tempo end i årets første 6 måneder.

Bund 5 SELSKABER	SEKTOR	AFKAST %
Verisk Analytics	Industri	-12,9%
Rational	Industri	4,0%
MasterCard	Informations teknologi	5,7%
Tyler Technologies	Industri	6,8%
Heico	Industri	9,5%

Med et fald på 12,9% var Verisk Analytics det eneste selskab, der i absolutte tal udviklede sig negativt. Vi mener, at det understreger kvaliteten af de selskaber, vi har investeret i, at kun ét ud af tyve selskaber udvikler sig negativt. Verisk Analytics' hovedforretningsområde er levering af database- og risikoværktøjer, der anvendes i forsikringsselskaber med henblik på at sikre optimal prissætning af risici. Herudover ejer de Wood Mackenzie, der leverer databaseværktøjer til energisektoren. Grundet de volatile oliepriser i 2020 har specielt denne del af forretningen haft udfordringer og påvirket den samlede forretning negativt. Tyngden i Verisk Analytics er dog fortsat forsikring, og vi ser fortsat betydeligt potentiale for udvikling af nye datasæt, der vil mere end kompensere for de udfordringer Wood Mackenzie har haft.

Med positioner i S&P Global, Verisk Analytics, Equifax og nu Moody's er vi medejere af fire selskaber forankret i udbud af databaser og databaseværktøjer. Historisk har dette område leveret betydelige værdier til sine aktionærer. Med de fire selskabers exceptionelt stærke markedspositioner indenfor deres respektive nicher, kombineret med et stigende kundebehov for endnu mere sofistikerede databaseløsninger, forventer vi fortsat værdiskabelse for os som medejere.

Rational, Mastercard og Heico er alle i et eller omfang påvirket af de begrænsninger, Covid-19 fortsat lægger på en fuld åbning af samfundet. Mastercards omsætning pr. transaktion, der sker på tværs af landegrænser, er højere end på indenlandske transaktioner. Derfor påvirker den begrænsede rejseaktivitet Mastercards mix negativt. Vores holdning er, at dette er af transitorisk karakter, og vi fastholder vores positive holdning til både Mastercard og Visa.

Heico, der leverer flyreservedele, er også påvirket af det begrænsede rejseomfang. Vores oprindelige tese var, at Heico stod overfor et betydeligt markedspotentiale i de

kommende mange år, idet Heicos flyreservedele ofte er 30-40% billigere end det originale produkt kombineret med, at flyselskaber i deres nuværende situation har brug for besparelser. Når vi læser Heico's seneste regnskaber tyder meget på, at denne oprindelige tese er korrekt, men at omsætningen herfra er "forsinket". Over de sidste 23 år har Heico leveret mere end 15% afkast p.a. til sine aktionærer. Forudsætningerne for, at denne rejse kan fortsætte, er bestemt til stede.

Tyler Technologies, der leverer software til offentlige institutioner i USA, herunder domstole, tinglysning mv., står fortsat foran et betydeligt markedspotentiale i takt med øget digitalisering kombineret med, at de ofte mere end 30 år gamle systemer udfases.

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 20 ekstremt velpositionerede selskaber, 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

Secure Market Power – 5 største positioner

Facebook Inc Industri: Sociale Platforme	På tværs af deres platforme – Facebook, Instagram, Messenger og Whatsapp har Facebook mere end 2,7 mia. daglige aktive brugere. Antal brugere har været støt stigende til trods for Facebooks udfordringer de seneste år. Til at håndtere sikkerhed, vækst mv. har Facebook omkostninger til personale/datacentre på over USD 50 mia. Dette kombineret med Facebooks evne til at holde deres platforme "friske" gør Facebooks forretningsmodel umådelig vanskelig at kopiere. Vi forventer ikke, at Facebook kan vokse i samme tempo som de har gjort historisk, men med kun 10 mio. betalende annoncører og ca. 10% af det globale marketingsbudget, er der fortsat et betydeligt addresserbart marked.
Novo Nordisk Industri: Behandling af diabetes, overvægt mv.	Novo Nordisk er verdensledende indenfor behandling af diabetes og overvægt med deres basal insulin og GLP-1 produktportefølje. Deres produkter anvendes af 30 mio. diabetikere. En betydelig del af verdens ca. 500 mio. diabetikere vil over de kommende mange år ikke kun bevare blodsukkerkontrol med eksisterende (ikke Novo) produkter. Med både Novos eksisterende GLP-1 produkter og deres kommende tablet version forventer vi, at Novo står overfor et enormt markedspotentiale. Herudover har Novo et betydeligt, men dog mere usikkert potentiale indenfor behandling af ovevægt.
Rightmove PLC Industri: Boligportal i Storbritanien	Storbritanniens absolut største boligportal med en markedsandel på over 80%. Hvis en ejendomsmægler skal sælge en ejendom i Storbritannien, så er markedsføring via Rightmove uundværlig. Rightmove praktiserer forskellige abonnementsløsninger, hvor den dyreste af løsningerne skaber signifikant merværdi for ejendomsmæglerne. Rightmove har en enorm pricing-power overfor en meget fragmenteret kundebase. Dette har resulteret i en støt stigende ARPA (gns. omsætning pr. kunde). I 2010 lå ARPA på GBP 379, mens den i 2018 var på GBP 1.005. En kombination af kontinuerlige prisstigninger på alle abonnementsløsninger samt migration mod dyrere abonnementsløsninger har drevet denne udvikling
S&P Global Inc Industri: Kredit rating og indeksudbyder	S&P Global blev grundlagt i 1860 og er en global leverandør af kreditvurdering, indsigt og værktøjer til måling og styring af finansielle risici. Herudover driver de indeksudbyderne S&P og Dow Jones, hvorunder de velkendte aktieindeks S&P500 og Dow Jones hører. S&P Global Ratings har sammen med Moody's Investor Services et duopol og er altgørende for virksomheders effektive adgang til udstedelse af gæld på de finansielle markeder. En rating fra S&P/Moody's er med til at sikre virksomheder den mest korrekte pris på sine gældsudstedelser. For denne ratingydelse tager S&P en mindre "told". Deres to aktieindeks: Dow Jones og S&P500 er nærmest synonym med det amerikanske aktiemarked. Det er de mest fulgte aktieindeks af indeks- og ETF-udbydere følger. For denne ydelse betaler de en mindre "told".
VeriSign Industri: Administration af domænenavne	Verisign er verdens største domænenavnadministrator. De opererer domænenavnsregisteringen for .com, .net og .web. Der er ingen troværdige globale TLD-alternativer (Myndighederne har ihærdigt forsøgt at etablere nogen, dog uden held). Som Verisign selv formulerer det: "The challenge isn't choice, it is relevance and credibility"! Alle privatpersoner eller virksomheder i verden, der benytter sig af .com, .net og/eller .web skal betale et mindre årligt fee (ca. USD 8) til Verisign gennem mellemmænd. Verisign har for nylig opnået betydelig pricing power på dette fee!