Årsbrev 2022

Secure Market Power

Kære medinvestorer,

Vi startede Secure Market Power tilbage i efteråret 2019. Dette er vores 7. årsbrev/halvårsbrev.

Det virker efterhånden som et vanligt afsnit i vores investorbreve at beskrive de hektiske forhold verden befinder sig i og dette bliver ikke undtagelsen. Året har været præget af makroøkonomisk uro, hvor markedsaktører har haft øjnene stift rettet mod de månedlige inflationstal, centralbankernes ageren, renteniveauet samt forbrugernes og virksomhedernes velvære. Makroøkonomien består af samtlige transaktioner på verdensplan. Det tror vi simpelthen ikke på, at vi kan gennemskue i sådan en grad, at vi kan profitere på det. Derfor udmønter vores årsbrev sig altså ikke i en konklusion på, hvordan den globale økonomi udformer sig i de(t) kommende år.

Mens året har været præget af mange usikkerheder, er særligt den geopolitiske usikkerhed blusset op igen. Den altoverskyggende begivenhed i året har uden tvivl været den russiske invasion af Ukraine. I Fjernøsten lurer også en potentiel konflikt med den fremadstormende kinesiske stormagt, hvilket senest er illustreret ved, at den amerikanske regering har skærpet kinesisk adgang til de mest avancerede mikrochips og maskineri til produktion heraf.

Med udbruddet af krig på det europæiske kontinent og udsigten til et mere usikkert geopolitisk paradigme, finder vi dog trøst hos den hæderkronede britiske premierminister Winston Churchill. Mens de fleste nok vil forbinde Churchill med hans meritter under Den Anden Verdenskrig, hvor han mobiliserede den britiske befolkning og militæret i kampen mod overmagten, er der et helt særligt citat, vi hæfter os ved: ***"Jeg har en enkel smag. Jeg er helt enkelt tilfreds med det bedste af alt"***.

Mens Churchill refererede til sin trang til at nyde luksusgoder, herunder særligt Pol Roger Champagne og cubanske cigarer, så kunne han lige så godt have beskrevet vores investeringsfilosofi i Secure Market Power. Vi forsøger nemlig "bare" at investere i nogle af verdens bedste selskaber.

Vi har ingen unik indsigt i, hvordan ovennævnte konflikter vil udspille sig. Det er dog ultimativt vores porteføljeselskabers operationelle performance, der driver porteføljens afkast. Vores porteføljeselskaber har helt unikke markedspositioner, høje indtjeningsmarginaler, lave kapitalbindinger, sunde balancer og strukturelle vækstmuligheder, hvilket geopolitik næppe vil forpurre på den lange bane. Det har den i hvert fald ikke gjort historisk.

Resultaterne for det forgange år har dog været skuffende. Secure Market Power leverede et afkast på -17,7%, mens det globale aktiemarked (MSCI ACWI) leverede et afkast på -13,0%. Secure Market Power leverede altså det første negative årsafkast siden opstart.

	Secure Market Power*	MSCI ACWI Total Return, DKK	Forskel
2020	14,4%	6,2%	8,2%
2021	33,3%	27,4%	5,9%
2022	-17,7%	-13,0%	-4,7%
Hele perioden	**25,5%**	**17,8%**	**7,7%**

* Afkastet er opgjort efter omkostninger.

I det store perspektiv er vi dog fortrøstningsfulde. Vores porteføljeselskaber har generelt leveret stærke resultater. Herudover er vores afkast også tilfredsstillende på 3 års basis, hvor vi har outperformet det globale aktiemarked med 7,7%-point.

Vi er også nyligt blevet tildelt fem stjerner af Morningstar. Det er vi naturligvis stolte over, om end det er i en kategori – Vækst – som vi ikke rigtig mener, vi tilhører. Mere herom til sidst i dette brev, hvor vi giver vores syn på forskellige investeringsfilosofier - en nærmest uudtømmelig diskussion, der endnu engang har domineret investeringsdebatten i årets løb.

Men først vil vi berette om de justeringer, vi har lavet i porteføljen, hvor vores handelsaktivitet har været ud over det normale.

Dyre håndtasker, sportssko og med tech finder vej til porteføljen i 2022

Vores handelsaktivitet vil typisk være begrænset. Det skyldes, at der er meget få selskaber, som lever op til vores investeringskriterie om at kunne skabe signifikant merværdi i de kommende mange år. Når vi studerer et selskab, er et af de vigtigste spørgsmål vi stiller os selv, hvordan selskabet er positioneret de kommende 10 år og hvor forudsigelig selskabets udvikling er. Denne tidshorisont rimer ikke på køb og salg med korte mellemrum.

De kursudsving 2022 bød på, gav os dog mulighed for at købe/øge ejerandele i flere verdensklasseselskaber end normalt. Med disse justeringer har vi opgraderet porteføljen og er overbeviste om, at forudsætningerne for at levere på vores målsætning om gennemsnitlig 10-15% årlig værdiskabelse er intakte.

Gennem køb af Nike, Edwards Lifesciences, LVMH og Coloplast, samt salg af Meta Platforms (for bevæggrunden bag denne beslutning henvises til vores halvårsbrev for 2022) har vi øget antallet af selskaber fra 22 til 25. Herudover har vi øget vores ejerandel betydeligt i Hemnet og Moody's, så de nu er blandt vores fem største positioner.

Nedenfor vil vi give indblik i, hvorfor lige netop disse selskaber er "verdensklasse".

Medtech: Fokuserede markedsledere

Det er efterhånden en af de mest veldokumenterede og forventede megatrends, at efterspørgslen på sundhedsydelser forventes at vokse markant i takt med den aldrende befolkning samt udbredelse af bedre behandlingsparadigmer. Det er heldigvis en tendens vi har været eksponeret til, som desuden har bidraget positivt til vores performance gennem årene, via vores medejerskab i diabetesgiganten Novo Nordisk og markedslederen inden for søvnapnø, ResMed. I løbet af 2022 erhvervede vi ejerandele i Coloplast og Edwards Lifesciences, der er hhv. markedslederen inden for "Chronic Care" og medicinsk udstyr til behandling af strukturelle hjertesygdomme. Fælleskarakteristika for alle vores health care selskaber er, at de er markedsledere i en niche og ikke er underlagt samme patentkløfter som de fleste store medicinproducenter.

Coloplast

Danmark er beriget med en række af verdens bedste health care virksomheder, herunder Coloplast, som vi har tilkøbt til porteføljen efter et kursfald på mere end 30% i løbet af 2022. Med høj encifret organisk vækst drevet af Chronic Care (stomi og inkontinens) og deres nye forretningsområde, Voice & Respiratory Care, forventer vi, at Coloplast kan levere betydelig værdiskabelse til sine aktionærer de kommende mange år.

Det har Coloplast også leveret de foregående mange år, hvor de har leveret topafkast til sine aktionærer. Siden 2002 er en investering i Coloplast blevet 23 gange mere værd. Det er ikke kun dansk klasse. Det er verdensklasse.

Når vi studerer den historiske værdiskabelse hos Coloplast, er den indbegrebet af den type selskaber vi ønsker at investere i. Coloplast har sat retningen for innovation i både produkter og kundesyn. De har en "friendly middleman" i form af de sygeplejersker, der forankret i produktkvalitet, anbefaler patienten de bedste produkter. Med det fokus har Coloplast kontinuerligt øget deres markedsandele og til eksempel har de over de sidste 16 år øget markedsandelen indenfor stomi fra 28% til tæt på 50%. Den omsætningsvækst det har skabt, kombineret med produktivitetsforbedringer og et skarpt fokus på omkostninger, har været de vigtigste ingredienser til den historiske værdiskabelse.

Når vi kigger fremad, er det vanskeligt at argumentere for, at markedsandelen kan fordobles igen i de næste 16 år. Vi mener dog, at den fortsatte innovation, nye produktområder og markeder samt fortsat erobring af markedsandele understøtter en fortsat organisk vækst på et højt encifret niveau. Sagt på en anden måde forestiller vi os ikke en 23-dobling af vores investering i de næste 20 år, men forventer dog, at Coloplast kan levere tocifret årlig værdiskabelse.

Der er mange attributter hos Coloplast, som man kan fremhæve som drivkraft for den fremtidige vækst. Her vil vi fremhæve Market Access, der indkapsler Coloplasts langsigtede tilgang samt, hvorfor veldrevne selskaber som Coloplast kan fortsætte med at vokse og ikke ender som middelmådige selskaber efter 5-10 år.

I mange lande er penetrationen af Coloplasts produkter fortsat lav. At skabe adgang for patienter for selv de mest simple produkter er en kompleks og tidskrævende proces med mange interessenter (sundhedsmyndigheder, kommuner, forsikringsselskaber, patientorganisationer etc.). Horisonten er ofte 10 år. Som den eneste aktør indenfor stomi og inkontinens er Coloplast aktiv i denne proces, der jo i lang tid er uden afkast. Afkastet kommer dog senere. Ingen af Coloplasts konkurrenter har fokus på at udvikle markeder, hvilket der nok er flere grunde til. En af dem er helt sikkert tidshorisonten. Vores analyse peger i retning af, at på de markeder, hvor Coloplast har udviklet markedet, opnår de en markedsandel på langt over 50%. Efter i mange år at have drevet udviklingen sammen med disse interessenter indenfor stomi i Polen, inkontinens i Canada og Kina, bare for at nævne nogle få områder, så tvivler vi meget stærkt på, at en konkurrent vil blive taget seriøst, hvis de påbegynder processen nu.

Den platform Coloplast har opbygget til at skabe markedsadgang og servicere kronisk syge patienter er desuden noget, der kan bruges til at foretage værdiskabende opkøb i fremtiden, herunder senest illustreret gennem deres opkøb af Atos Medical.

"Vi har en ambition om at have en høj vækstrate, som ligger helt oppe imod 10 pct. I de markeder vi er i, med den vækst vi har, kan vi godt gøre det nogle år. Skal vi gøre det kontinuerligt, er vi nødt til at kigge på opkøb"

Børsen interview med Lars Rasmussen, bestyrelsesformand hos Coloplast

Vores andet tilkøb, Edwards Lifesciences, har en etableret historik tilbage fra 1958. Bag selskabet, lige som så mange af vores andre selskaber, er en passioneret grundlægger i form af Miles Edwards. Han formåede at mekanisere hjertet, som var en nærtliggende drøm hos Miles, da han selv led af en hjerteproblematik. Den nuværende selskabsform stammer fra en spin-off af Baxter (i år 2000) – ligesom hos vores andet porteføljeselskab Resmed.

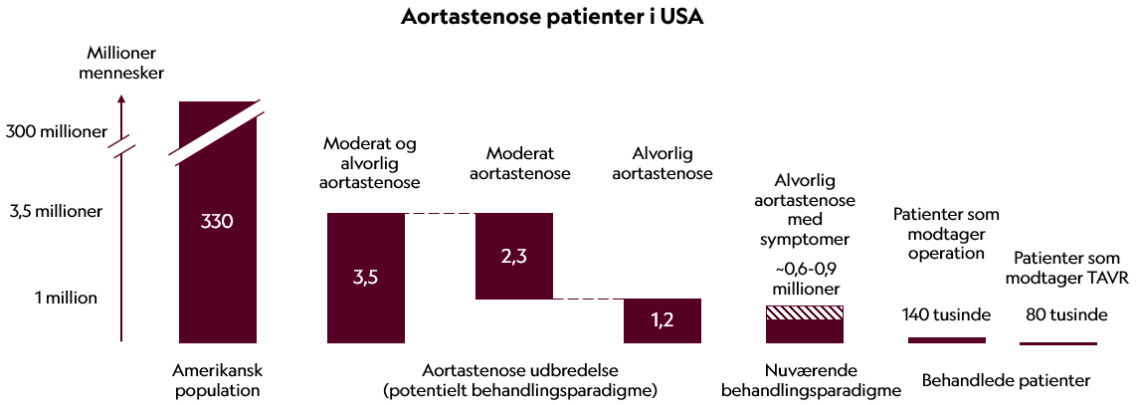
Edwards Lifesciences dominerer behandlingen af strukturelle hjertesygdomme og er #1 inden for 95% af de produkter de sælger. Selskabets kerneaktiv er deres markedsledende position inden for udskiftning af aortaklappen, hvor selskabet har været pioner indenfor behandlingen af aortastenose. Aortastenose er en forsnævring af den aortaklap, der regulerer tilførslen af iltet blod fra hjertet til resten af kroppen. Aortastenose er en progressiv sygdom med tiltagende symptomer, der i værste fald kan være dødbringende. Den er desværre særdeles udbredt hos den ældre befolkning.

Historisk har man behandlet aortastenose gennem en åben hjerteoperation, hvor patientens brystben i princippet brækkes for at skabe adgang for kirurgerne. Det er en benhård operation, der på ingen måde er risikofri for allerede sårbare patienter. Edwards Lifesciences har heldigvis kommercialiseret den såkaldte TAVR-procedure, hvor man gennem et kateter (typisk gennem lysken) kan indsætte en hjerteklap på patienten. Denne procedure er både billigere for hospitalerne (inklusive færre genindlæggelser blandt patienter) og er et mildere indgreb end en åben hjerteoperation. En af de store fordele ved anvendelsen af TAVR-proceduren er, at patienterne ikke behøver blodfortyndende medicin, der hæmmer ens dagligdag mærkbart.

TAVR-proceduren startede med at blive taget i brug på de allermest sårbare patienter. Sidenhen har proceduren dog også vundet indpas hos patienter med lavere risiko, da den kliniske evidens er stærk. Brugen af TAVR er stadig begrænset og f.eks. behandles kun omkring 10% af amerikanere med alvorlig aortastenose med en TAVR-procedure – og dette er altså landet med den højeste penetrationsrate. I mange lande som f.eks. Japan, Kina og Tyskland er brugen stadig markant under dette niveau.

Vækstmulighederne ser altså fortsat sunde ud, når man kombinerer det med den demografiske udvikling, der vil lede til øget udbredelse af aortastenose. Historisk har man udelukkende behandlet personer med en meget slem grad af aortastenose med tilhørende symptomer. Det er altså det modsatte af f.eks. kræftbehandling, hvor man behandler så hurtigt som muligt.

Desværre er aortastenose progressiv, ligesom kræft, hvorfor det intuitivt ville give mening at behandle markant tidligere i forløbet. Edwards Lifesciences har p.t. to kliniske studier i gang vedrørende behandling af asymptomatiske tilfælde samt af mere moderate udgaver af aortastenose. Disse studier kan potentielt give adgang til et markant større marked – faktisk kunne antallet af addreserbare patienter vokse 4-5 gange.



Edwards Lifesciences er den ubestridte markedsleder på dette marked og den eneste reelle konkurrent er Medtronic. Edwards Lifesciences har den ledende produktplatform, SAPIEN. En position vi forventer de kan fastholde gennem innovation og endnu tættere samarbejde med kirurgerne. Meget tyder på, at jo større rutine kirurger får i at anvende et produkt, jo vanskeligere er markedspositionen at bryde. Selskabet har da også repræsentanter på de såkaldte TAVR-centre og dermed ejer selskabet de-facto kundeforholdet.

Edwards Lifesciences kan endda også ende med at blive markedsleder inden for såkaldte TMTT-procedurer. TMTT er en meget sammenlignelig procedure med TAVR, men bare hvor patientens trikuspidal- og mitralklap udskiftes. Potentialet her er signifikant og faktisk endnu større end markedet for TAVR-procedurer.

Som med Coloplast er en investering i Edwards Lifesciences også blevet mere værd. Faktisk hele 34 gange mere værd over de sidste 20 år. Om de næste 20 år bliver lige så lukrative ved vi ikke. Men vi er overbevist om, at Edwards har en ledende markedsposition og opererer på et marked i strukturel vækst. Det skaber basis for betydelig værdiskabelse de kommende mange år.

Forbrugerbrands: De stærke brands bliver stærkere

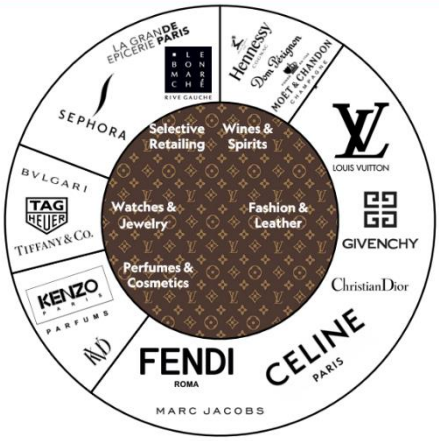
I løbet af året har vi erhvervet ejerandele i LVMH (Louis Vuitton Moët Hennessy) og Nike, som er hhv. verdens mest værdifulde luksusgode- og sportstøjsvirksomhed. Selskaberne opererer i markant mere

fragmenterede markeder end de selskaber, vi typisk investerer i, men deres markedsledende brands skaber dog signifikant afstand ned til de nærmeste konkurrenter. Begge virksomheder besidder altså den beskyttede markedsledende position, som vi ønsker at lukrere på.

LVMH

LVMH er hjemsted for 75 luksushuse, der spænder over en række forskellige forbrugsgoder. Selskabets kerneaktiv er dog uden tvivl verdens mest værdifulde luksusbrand, Louis Vuitton. Herudover har LVMH en række andre prominente brands under sin paraply i form af bl.a. Christian Dior, Moët & Chandon, Dom Perignon, Veuve Clicquot, Hennessy, Sephora, Tiffany & Co. og Bulgari. Selskabets brandportefølje er fuldstændig uovertruffen på tværs af kategorier. Hvis Winston Churchill stadig levede, er vi sikre på, at han ville være en loyal forbruger hos LVMH!

LVMH brands

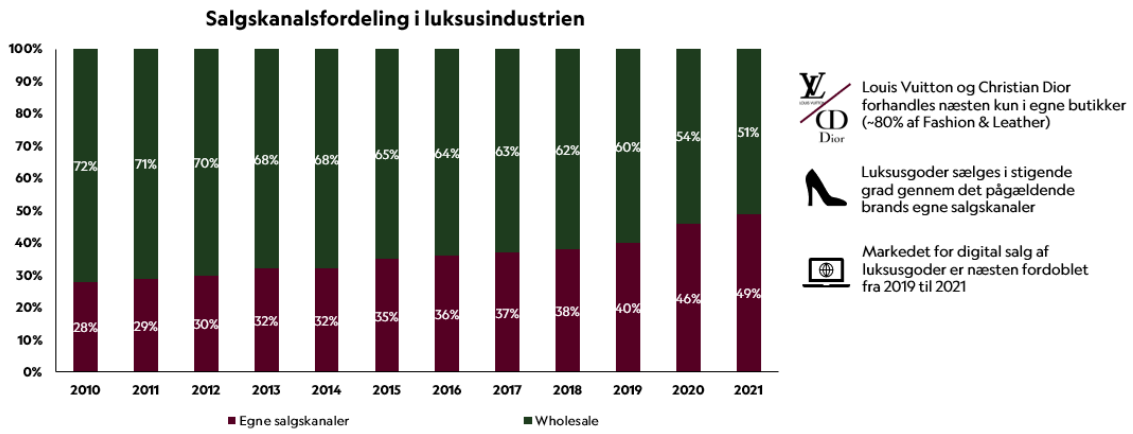


Historien bag denne mastodont er tæt knyttet til Bernard Arnault, som i skrivende stund er verdens rigeste mand. Den første byggesten til LVMH var Arnaults akkvisition af Christian Dior i 1984. Arnaults fascination af Christian Dior brandet stammede fra sin mors brug af deres parfume. Da muligheden bød sig for at erhverve en tekstilforretning, Boussac (der ejede Christian Dior), efter en konkursbegæring, greb Arnault den og betalte 1 enkelt franc. Afkastet på denne akkvisition har altså været "ganske fornuftigt". LVMH blev etableret i 1987, hvor Arnault var arkitekten bag (en noget broget) sammensmeltning af Moët Hennessy og Louis Vuitton. I de sidste 30 år har Arnault udvidet LVMH til at være et decideret luksusimperium med opkøb af en række ikoniske brands.

Parallellen mellem Bernard Arnault og Warren Buffett er ikke til at tage fejl af. Buffett opbyggede, på samme måde som Arnault, Berkshire Hathaway gennem et opkøb af en tekstilforretning, hvorefter han skiftede spor til at drive forsikring og investere den overskydende likviditet. De er begge eksempler på sublime investorer. Arnault har i virkeligheden efterfulgt mange af de investeringsråd Buffett igennem årene har delt med sine læsere. Arnault har nemlig bygget sit luksusimperie gennem opkøb af de mest ikoniske brands ("moat") med en intention om at være ejer af disse virksomheder for evigt, mens han udelukkende har investeret i sin "circle of competence" (luksusgoder). Sammenligningen mellem LVMH og Berkshire Hathaway stopper dog ikke her, da den også er relevant i forhold til driften. LVMH er nemlig et slags holdingselskab, hvor de enkelte brands har ekstrem stor autonomi og drives efter en decentraliseret model, der minder meget om Berkshire Hathaway. Det er nok ikke en tilfældighed, at begge er blandt verdens rigeste.

Igennem sit opkøbstogt har Arnault været med til at forme luksusindustrien, hvor man er gået fra at købe "kvalitetsvarer" til at købe et "brand", der er skabt/styrket gennem eksklusive modeshows, "celebrity endorsements" og veleksekveret markedsføring. Det velkendte Louis Vuitton mønster er noget de fleste forbrugere vil genkende og forbinde med prestige samt kvalitet. Det er snarere reglen

end undtagelsen, at Louis Vuittons butikker har kø med luksushungrende forbrugere. Louis Vuitton har været i stand til at skabe en "scarcity" faktor på deres produkter, så efterspørgslen konstant er højere end udbuddet. En vigtig faktor bag denne "scarcity" er strategien om hovedsageligt at sælge gennem egne salgskanaler, der skaber bedre kontrol over udbuddet - noget LVMH og luksusindustrien har haft endnu mere fokus på gennem det sidste årti. Når vi ser fremad, vurderer vi, at de kan fortsætte de kontinuerlige prisstigninger samt ekspandere i fortsat underpenetrerede markeder i Asien, Mellemøsten og USA og dermed fastholde høj organisk vækst. Både i Louis Vuitton, men også de andre brands.

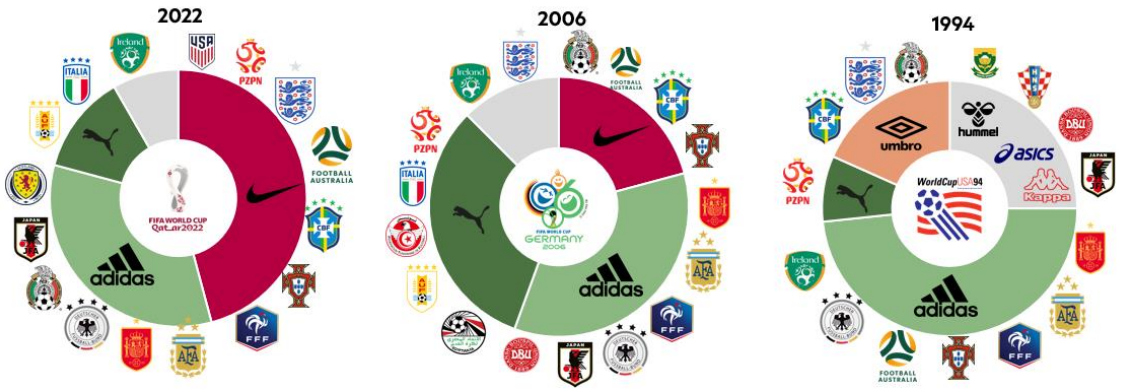


De kursudsving, vi oplevede i 2022, gav os mulighed for at erhverve ejerandele i LVMH til en pengestrømsrente på omtrent 5%. Det mener vi er særdeles attraktivt for et selskab, der i de næste mange år ventes at være i stand til at levere høje vækstrater. Samtidig vurderer vi, at risikoen for, at selv firmaer med meget dybe lommer vil være i stand til konkurrere med LVMH og deres brands, er begrænset.

I det forgangne år var den største markedsføringsbegivenhed VM i fodbold i Qatar. Allerede inden den første kamp blev fløjtet i gang, var Louis Vuitton på alles læber med deres allerede legendariske reklame med Cristiano Ronaldo og Lionel Messi, der spiller skak på en Louis Vuitton kuffert. Det er kun de stærkeste brands, der kan tillokke de bedste ambassadører. Ronaldo og Messi har desuden begge igennem deres karriere jævnligt spillet iklædt Nike, som vi også blev medejere af i 2022.

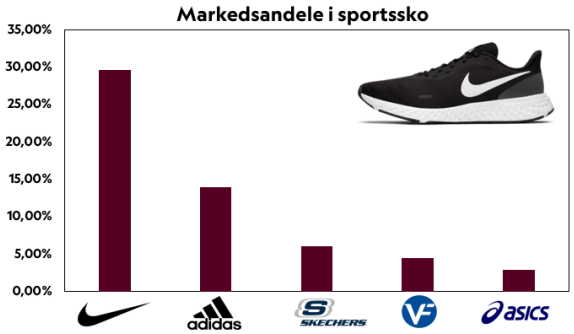
Mens Argentina, der er sponsoreret af Adidas, og Messi vandt verdensmesterskabet, så var Nike overraskende dominerende som sponsor på ærkerivalen Adidas' hjemmebane - nemlig fodbold. Det er intet mindre end imponerende, at Nike har formået at blive den største sponsor inden for fodbold (VM), når man anskuer den historiske udvikling i nedenstående.

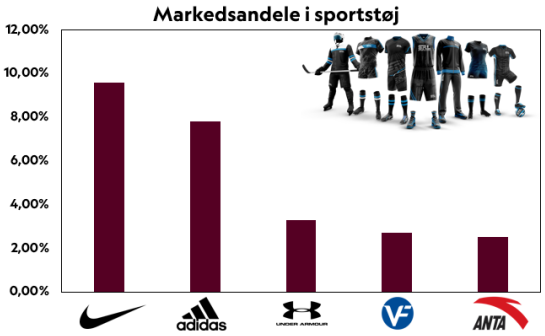
Landsholdssponsorater i VM-år



Fodbolden er dog kun den seneste sportsgren, hvor Nike har vundet øget dominans. Basketball, Amerikansk fodbold og løb er alle sportskategorier, som de også dominerer. Disse positioner kombineret med exceptionel brand building har gjort Nike til det største sports-lifestyle brand.

Sådan har det dog ikke altid været. Nike historien starter for mere end 50 år siden med Phil Knights vision om, at importerede kvalitetsløbesko fra Japan kunne "disrupte" skomarkedet i USA (som var domineret af de tyske producenter). Denne tese opbyggede han som ung distanceløber på University of Oregon og fremlagde senere hypotesen i en skoleopgave på Stanford. Med denne idé i baghovedet, en passion for løb ("Shoe Dog"), et begrænset finansieringsgrundlag og et partnerskab med sin tidligere løbetræner, Bill Bowermann, etablerede Phil Knight en lille skoimportforretning i Oregon. Nike kunne i 2022 fejre 50-års jubilæum og er i dag løbet fra alle konkurrenterne med sin veleksekverede "brandbuilding" og sine innovative produkter, hvilket nedenstående markedsandele klart illustrerer.



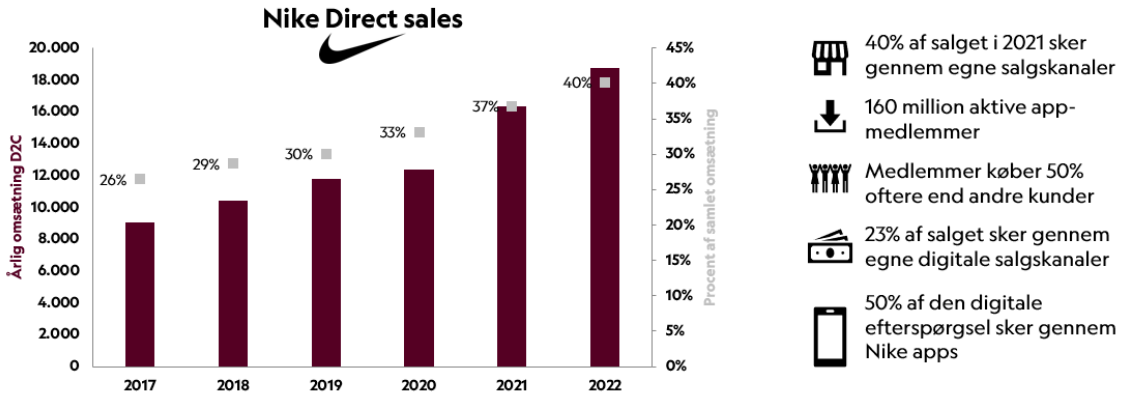


Igennem de sidste mange årtier har Nike markedsført deres "swoosh" brand gennem en række tiltag, herunder særligt gennem deres sponsorater med verdens største sportsligaer (f.eks. NFL og NBA) og sportsstjerner som f.eks. Michael Jordan, Tiger Woods, Rafael Nadal og Cristiano Ronaldo. Nikes markedsføringsbudget udgør et beløb som andre sportsbrands på ingen måde kan matche – selv ikke ærkerivalen Adidas. Den lille importør af Japanske kvalitetssko fra Oregon er i dag mere end dobbelt

så store som Adidas. Skulle man være i tvivl om kvaliteten af Nikes markedsføringsevner, så klik **HER**[1] og se den fremragende 50-års jubilæumsvideo instrueret af Spike Lee.

Nike leverer som følge af deres brand, skala og en outsourcet produktion imponerende afkast på den investerede kapital, som de færreste "tøjproducenter" overhovedet tør drømme om. Vi forventer, at Nikes fremtidige finansielle rejse bliver lige så imponerende som den historiske. Efterspørgslen er støt stigende i takt med det stigende globale forbrug og den voksende sportsinteresse, mens prisstigninger også hjælper til.

Den helt fundamentale ændring Nike står over for er, at brandet i langt højere grad skal sælges direkte til kunden gennem egne butikker og online – en rejse LVMH og luksusindustrien har været på de sidste mange år. Et eksempel på dette er migrationen over til at forbrugerne shopper gennem Nikes app. Forbrugerne har et begrænset antal apps på deres telefoner og Nike er i førersædet, da deres app er den mest udbredte og findes på "forsiden" af folks telefoner. Salgskanalerne indsnævres således, hvilket gør de stærke brands endnu stærkere. For aspirerende indtrængere på markedet virker det allerede uoverskueligt at skulle slås med det stærke Nike brand. Indsnævringen af salgskanalerne gør det vanskeligere at erobre kunder og dermed skalere sit brand.



Den garvede investor Peter Lynch er af den overbevisning, at hvis et selskab omtales positivt af en konkurrent, så er det som investor om at spidse ører. Nike og LVMH er ikke i direkte konkurrence, men de er indbyrdes enige om, at deres respektive brands, Louis Vuitton og Nike, er de bedste i hvert deres segment, hvilket deres fælleskollektion LV Nike Air Force 1 klart demonstrerer.

Opvægtning af idealforretningerne Hemnet og Moody´s

Hemnet

Mens svenskerne ikke kvalificerede sig til VM i fodbold, har de derimod noget nær et verdensmesterskab i at producere fantastiske virksomheder. Vi er medejere af to af disse: Epiroc og Hemnet. Hemnet, den dominerende ejendomsportal i Sverige, er idealet for en værdiskabende forretningsmodel. De har nemlig nærmest et monopol på markedet for ejendomsannoncer med

[1] https://www.youtube.com/watch?v=rD-XFcmvGuc

synlige og gode vækstudsigter, en stærk indtjeningsevne, høj operationel gearing, lave kapitalbindinger og deraf evnen til at skabe signifikant voksende pengestrømme. Det er disse attributter, der har medført, at vi har øget vores ejerskab af Hemnet betydeligt i årets løb.

Ejendomsportalernes forretningsmodel opstod i takt med digitalisering af de ejendomsannoncer, man tidligere stødte på i alverdens aviser. Hemnet er altså bindeleddet mellem ejendomssælgere- og købere, hvor sælgere kan "liste" (annoncere) deres boliger til et publikum, der har en egentlig interesse i at erhverve en ny bolig. Hemnet er mere end elleve gange så besøgt som deres nærmeste "konkurrent", og i praktiske termer er der ingen andre steder, hvor sælger kan markedsføre deres bolig i Sverige.

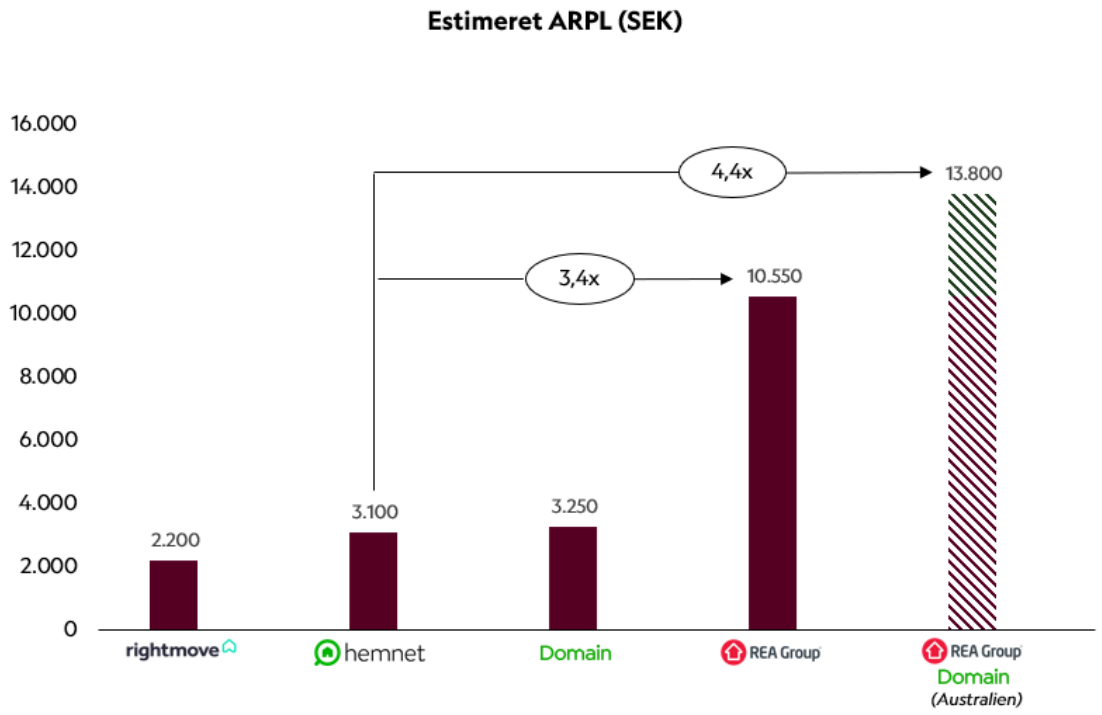
Det helt unikke ved Hemnet er opbygningen af selskabets ubestridte markedsledende position i en tidlig fase af kommercialiseringsfasen, hvilket giver et enormt uudnyttet potentiale for fremtidig værdiskabelse. Den bagvedliggende årsag til denne dynamik er, at Hemnet blev etableret som en interesseorganisation hos de svenske ejendomsmæglere i 1998. Herefter blev Hemnet overtaget af kapitalfonde, og senere børsnoteret, hvilket for alvor har skudt gang i kommercialiseringsprocessen.

Mens Hemnet har et kæmpe uudnyttet potentiale, er forretningsmodellen langt fra uprøvet. I foregangslandene, Australien og Storbritannien, er de dominerende boligportaler, Rea Group og Rightmove, kun blevet stærkere med tiden, hvor de det seneste årti har formået at øge deres priser signifikant. Det skyldes næsten uigennemtrængelige netværkseffekter, hvor brugernes værdi af platformen øges i takt med antallet af sælgere og købere, der er aktive på platformen i boligsøgningsprocessen. Hemnet er ingen undtagelse – næsten tværtimod. Hemnet er så indgroet i svenskerne, at en større andel af den svenske befolkning er aktive på platformen end andelen af befolkningen, der spiser kanelbullar! Trafikken drives primært af direkte tilgang til hjemmesiden eller gennem selskabets app. Det er tankevækkende, at Hemnet er 8 gange mere googlet end "bostad" og at platformen har 61 millioner besøgende om måneden i et land med 10 millioner indbyggere.

Det afgørende element i værdiskabelsen hos boligportalerne er deres evne til at prise "listingen" på deres platform. Eftersom det er markeder, der er kendetegnet ved, at vinderen erobrer det hele, er priskonkurrence ikke et reelt tema. Grænsen for prisniveauet er derimod, hvor meget kunderne i sidste ende er villige til at betale for at være en del af det etablerede netværk, hvilket afhænger af den værdi Hemnet tilfører økosystemet. Mens vi ikke kender det ultimative "slutresultat" for prisen pr. listing, så er vi meget overbeviste om, at Hemnet langt fra har udnyttet deres prispotentiale.

Nedenstående viser ARPL ("Average Revenue Per Listing") for Hemnet og de dominerende ejendomsportaler i Storbritanien og Australien. Rea Group er det bedste pejlemærke, da det er den forretningsmodel, der minder mest om Hemnet. Rea Groups nuværende pris pr. listing er mere end 3 gange højere end Hemnets. Målt som andel af boligtransaktionens værdi er billedet tilnærmelsesvist det samme, hvor Hemnet udgør 0,09% og Rea Group udgør 0,20% af transaktionsværdien. Baseret på

denne enorme priskløft til Rea Group bør Hemnet i den grad kunne leve op til sit ambitiøse mål om at vække omsætningen med 15-20% årligt i de kommende år.



Når man sammenligner Hemnet med Rea Group er det endda værd at bide mærke i, at australiere jævnligt gør brug af både Rea Group såvel som deres konkurrent Domain. Hemnet sidder altså på en sammenlignelig salgsmodel som Rea Groups, men i en endnu mere dominerende markedsposition. Det er derfor helt plausibelt i vores optik, at Hemnet kan foretage samme rejse som Rea Group har gjort over de sidste 20 år – en periode hvor Rea Group aktionærer blev belønnet med et annualiseret afkast på mere end 30%. Rea Group har endnu ikke ramt et "prisloft" og fortsætter stadig med at vække flot, hvilket lover endnu bedre for den fremtidige værdiskabelse Hemnet kan levere. Hemnet er desuden udmærket klar over den fantastiske rejse som både Rea Group og Rightmove har været på, hvorfor Hemnet også har allieret sig med en tidligere CEO fra både Rea Group og Rightmove, der sidder med i selskabets bestyrelse.

Opbygningen af Hemnets økosystem er desuden en genistreg som selv den svenske superstjerne Zlatan Ibrahimovic ikke ville kunne matche. Som nedenstående viser har ejendomsmæglerne et økonomisk incitament til at spille på samme hold som Hemnet, som skaber en særdeles holdbar situation. Det bliver svært at overbevise ejendomsmægleren at flytte fra Hemnet!

Hemnets kommercialiseringsfase er godt i gang med Rea Group som forbillede. I dag betaler en svensk boligsælger ca. 3.000 SEK for at annoncere sin bolig til salg – under 0,1% af boligens værdi. Er en boligsælger virkelig villig til at undlade at betale for annoncering og dermed løbe risikoen for, at ingen ved at hans/hendes bolig er til salg? Vi tror det ikke og forventer, at Hemnet kan øge prisen betydeligt, som Rea Group og Google[2] (i en bredere kontekst) har gjort. Lige nu er der uro på boligmarkederne rundt omkring i verden som følge af de stigende renter. Det gælder også det svenske boligmarked. Denne uro har givet os mulighed for at erhverve endnu flere ejerandele i denne svenske "pengemaskine" til en meget attraktiv pris.

Mens vi lige har beskrevet Hemnet som idealforretningen, vi ønsker at være medejere af, kunne Hemnet lige så godt erstattes med Moody´s.

Moody's blev stiftet helt tilbage i år 1900 af John Moody. Her offentliggjorde John Moody manualer indeholdende statistik over aktier, obligationer mv. I 1924 blev kimen til det ratingsystem, der anvendes i dag lagt. Og netop credit rating er det mange forbinder Moody's Corp med. Her har de sammen med S&P Global, som vi også er medejere af, et effektivt duopol og tager en mindre betaling, hver gang et selskab eller en stat har behov for at udstede en obligation. Med en rating fra Moody's og S&P Global sikrer selskabet/staten adgang til gældsinvestorer og den bedste pris i forbindelse med udstedelse af obligationen. Både S&P Global og Moody's præsterer indtjeningsmarginer på over 50% i deres rating forretninger. Da kapitalbehovet samtidig er lavt, er de i stand til at levere afkast på den investerede kapital, som de fleste selskaber kun kan drømme om. Under normale konkurrenceforhold ville disse afkast tiltrække nye konkurrenter. Den historiske udvikling peger dog på, at der ikke er plads til en tredje aktør. Så en ny aktør ville skulle udkonkurrere enten S&P Global eller Moody's stærke brands og det stopper de fleste. Når de sidste så finder ud, at det kræver 10 års historik for at opnå den NRSRO-licens, der er nødvendig for at operere på markedet, så vælger de ikke overraskende at overlade markedet til S&P Global og Moody's. Credit rating er uden tvivl blandt de allerbedste forretningsmodeller, vi har analyseret.

[2] Hvis man eksempelvis googler "house for rent/house for sale" + bynavn er prisen for at ligge øverst i google søgningen steget med mange hundrede procent over de seneste år.

Men Moody's er mere end credit rating. Moody's andet ben, Moody's Analytics, er fortsat noget mindre end credit rating, men kan i løbet af de næste fem år vokse sig større end credit rating (målt på omsætning) og er potentielt en endnu bedre forretningsmodel end credit rating. Store ord, men lad os argumentere for hvorfor.

Moody's Analytics blev udskilt som en selvstændig forretningsenhed i 2008. Moody's Analytics har udviklet en unik database indeholdende data (aktionærer, ledelse, regnskab, stakeholders, ESG mv.) for ca. 435 mio. virksomheder verden over. Denne database er en essentiel del af processen, når banker skal sikre sig mod hvidvask og/eller undgå forretning med en blacklistet kunde. Samme risikoscreeningsværktøjer vinder indpas i industrielle virksomheder. Her forventer vi, at manuelle og tidskrævende processer med at undersøge leverandørers kreditforhold, eventuelle miljøsager, ejerforhold mv. vil overgå til et tjek i en database og dermed gnidningsfrit få et indblik i, hvem de laver forretninger med samt, hvad risiciene er.

!

En amerikansk kommune var i løbet af foråret 2022 i gang med en offentlig udbudsrunde af kontrakten på skolebuskørsel for skoleelever.

I due dilligence processen (hvor Moody's Analytics anvendes) finder man ud af, at leverandøren gennem flere skuffeselskaber er ejet af en russisk oligark.

Uden Moody's Analytics ville det have været umuligt/ekstremt tidskrævende at identificere disse ejerforhold. Så i dette tilfælde undgik kommunen at lave forretning med en ulovlig samarbejdspartner - takket været Moody's.

Moody's Analytics tilbyder i princippet en forsikring. En forsikring, hvor alle typer af virksomheder mod en mindre præmie til Moody's kan undgå at drive forretning med kunder/leverandører, der begår kriminalitet, børnearbejde, forurening mv. Forhold som kan være ødelæggende for en virksomhed og dens brand at blive forbundet med (Danske Bank!).

Med deres globale databaser (Orbis, Grid mv.) har Moody's Analytics skabt et unikt fundament og er praktisk talt eneste udbyder af et produkt, hvor vi ser et enormt efterspørgselspotentiale i de næste mange år. I dag har Moody's Analytics mere end 11.000 selskaber som kunder. Hvor mange af verdens flere millioner selskaber, der mod en mindre forsikringspræmie vil sikre sig mod uventede risici, ved vi ikke. Men det er helt sikkert mere end 11.000!

Tilbage i år 1900 var John Moody's forretning baseret på at bearbejde information og videresælge denne i forskellige former for at give kunderne det bedst mulige beslutningsgrundlag. I dag er værktøjerne anderledes, men forretningstilgangen den samme. Som CEO for Moody's Analytics, Stephen Tulenko siger: *"We want our products to help our customers Decode risk and Unlock opportunities"*.

Investeringsvalg: Market Power skaber forudsigelighed med tiden og lader sig ikke diktere af "value" eller "vækst"

Danskerne var i stemmeboksene den 1. november for at sammensætte det nye folketing og ultimativt regeringen. Valgdebatten kan til tider blive meget unuanceret, hvor der er stridigheder mellem rød og blå blok. Som porteføljeforvaltere er det noget vi kan nikke genkendende til, hvor investorer typisk "abonnerer" meget stærkt på forskellige tilgange til investering. Investeringsfilosofier bliver ofte defineret med reference til faktorer som "value" eller "vækst", hvor idéen er enten at investere i "billige" eller "vækstende" virksomheder. Denne opdeling tager vi afstand fra, da de kvantitative metodikker, som opdelingen bygger på, er utilstrækkelig. Det svarer lidt til at sige, at fordi et parti tilhører en respektiv blok, så er de også enige med alle de andre partier i denne blok vedrørende et givet emne. Den nuværende regering over midten er netop et resultat af, at dette bestemt ikke er tilfældet.

Kvantitative modeller kan hjælpe med at identificere virksomheder, der den seneste årrække har performet som et kvalitetsselskab (højt afkast på den investerede kapital) eller har vækstet voldsomt (det gjorde mange af Cathie Woods selskaber i hendes ARK innovation ETF). Men mange selskaber kan i kortere perioder kvantitativt fremstå som et kvalitetsselskab eller vækstselskab for så ikke at være det længere. Derfor skal man være påpasselig med at tro kvantitative modeller kan identificere selskaber, der kan blive ved med at levere resultater, som kun "yderfløjen" (dvs. de absolut bedste) af kvalitetsselskaber på sigt kan skabe. Det er denne yderfløj af kvalitetsselskaber vi ønsker at være medejere af og disse kan ikke identificeres udelukkende baseret på kvantitative modeller.

Tilgangen investorer klæber sig til, afhænger i høj grad af de aktuelle markedsbevægelser, samt hvorvidt "value" eller andre filosofier er på mode. I nedenstående vil vi forsøge at belyse, hvorfor vi er såkaldte "kvalitetsinvestorer", men også, at det er langt mere nuanceret end sådan som den klassiske opdeling fremstiller det.

Vi har tidligere beskrevet investering som en disciplin i at tage beslutninger under usikkerhed. Det er med afsæt i dette, at vi er store fortalere for at investere i virksomheder, der sidder på en værdiskabende og vedvarende quasi monopolposition. I vores optik er det særdeles vigtigt, at ens investeringstilgang er baseret på noget man med rimelighed kan forudse.

De fleste selskaber er underlagt "Market Forces" (udbud/efterspørgsel), mens vores selskaber ejer deres markeder og har dermed "Market Power" (de er i praktiske termer udbuddet). Forudsigelsen af pengestrømmene for selskaber uden konkurrence er forbundet med markant mindre usikkerhed end selskaber, hvor indtjeningen er afhængig af industriens kapitalcyklus og den heraf afledte intensitet af priskonkurrence. Det giver således, i vores optik, bedre grobund for at foretage investeringer forankret i fundamentale forhold, når man investerer i selskaber med "Market Power".

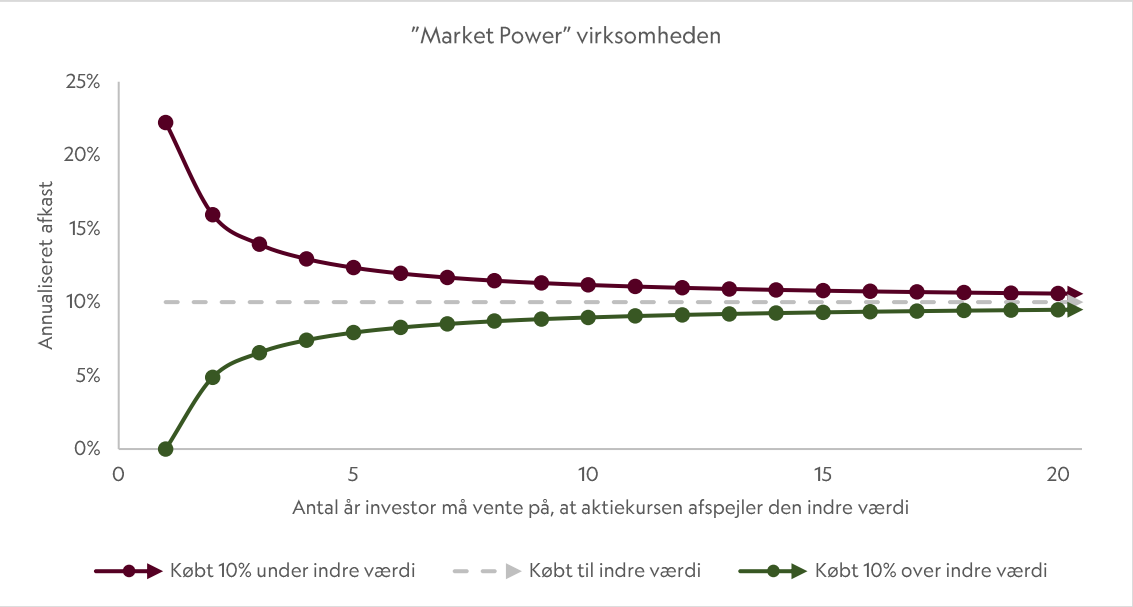
For at forstå vores tiltro til denne investeringstilgang, så lad os se på den "traditionelle value investering", hvor man forsøger at købe selskaber under deres indre værdi og lukrere på den

efterfølgende værdiansættelsesjustering. Idéen om at købe noget med rabat er umiddelbar svær at kritisere. Det er efterhånden en velkendt analogi blandt prominente investorer, at man som investor bør tilstræbe at erhverve aktier, når de er faldet eller på tilbud, på samme måde som man gør, når man køber dagligvarer. Der er dog forskelle på at investere i selskaber og forbrugsgoder på med rabat.

En forbruger vil typisk købe et givet produkt, hvis nytteværdien ved købet er højere end udgiften forbundet med betalingen. Karakteristikaet, der er anderledes på aktiemarkedet relativt til forbrugsgoder, er hvordan "værdien" realiseres. Når en forbruger køber et forbrugsgode, kan forbrugeren konsumere produktet prompte efter købet har fundet sted. For eksempel kan en forbruger købe en mælk på tilbud og drikke den, hvor forbrugeren således har fået et "positivt afkast". Forestil dig i stedet den situation, hvor mælken er på tilbud, men med den twist, at mælken først kan konsumeres efter sidste salgsdato. Det gør pludseligt transaktionen langt mindre attraktiv, da nytteværdien af mælken falder med tiden.

Forbrugerens "afkast" vil altså afhænge af hvornår mælken indtages. Det samme er tilfældet for investering generelt, men i særdeleshed den "traditionelle value investering", hvor man køber "billige virksomheder" under sin indre værdi. Køber man selskaber af dårlig kvalitet, vil man vanligt løbe ind i vanskeligheder, da selskabets fremtidige udvikling har en væsentlig risiko for at være i en negativ retning. Det svarer lidt til at erhverve en kartonmælk, som har overskredet sidste salgsdato, i håb om, at den ikke er blevet dårlig.

Dette er som udgangspunkt ikke tilfældet for selskaber, der har "Market Power". Nedenstående illustrerer en investors investeringsafkast i et selskab, der kan vækste sin indre værdi med 10% om året, (afhængig af prisen, der betales i forhold til den indre værdi). Pointen er, at vi er langt mindre bekymrede over, hvor hurtigt aktiemarkedet kvitterer med den rigtige værdiansættelse, da afkastet med årene vil konvergere mod væksten i den indre værdi. Dermed er et solidt afkast funderet i selskabets evne til at vækste sin indre værdi, hvilket vi mener er markant lettere at forudse end "skvulpene" på aktiemarkedet.



Mens det ikke indkapsler udviklingen i den indre værdi, kan denne type af investering sammenlignes med at købe "langtidsholdbar" mælk på "tilbud", hvor nytten ikke er lige så afhængig af forbrugerens mulighed for øjeblikkeligt at konsumere mælken.

Det typiske problem mange investorer har med at fokusere på at eje fantastiske virksomheder med gode prospekter for fremtiden er, at det må være inddiskonteret i prisen modsat hos "billige" selskaber[3]. Det baserer sig på den tese, at finansielle markeder er efficiente og dermed vil markedsdeltagerne prise den lovende fremtid perfekt ind i den nuværende aktiekurs. Det er også delvist korrekt, da kvalitetsselskaber ofte kvitteres med højere værdiansættelsesmultipler, men en del empiri tyder på, at markedets præmie for disse selskaber er for lav. En forklaring bag dette fænomen er, at investorer baserer deres værdiansættelser på pengestrømsmodeller, hvor man efter en eksplicit forudsigelsesperiode antager, at selskabet konvergerer til det gennemsnitlige selskab. De bedste selskaber formår dog typisk at forblive på toppen længere end antagelsen, de er underlagt i sådanne modeller. Det er jo sjældent en tilfældighed, at de er blandt de bedste selskaber i første omgang. Det kræver dog en vis portion tålmodighed at drage fordel af den værdiskabelse disse kvalitetsselskaber kan levere, hvilket de færreste investorer besidder. Det er i princippet denne "anomali" vores investeringsfilosofi bygger på.

Ovenstående diskussion er meget unuanceret og de forskellige investeringsfilosofier har hos dygtige forvaltere ofte overlap, hvor kvalitet og værdi i princippet ikke kan adskilles. I virkeligheden ville en mere nuanceret debat fokusere på, at alle investeringsfilosofier er en form for "value investering", da et overnormalt afkast pr. definition kun kan fås ved at købe ting for mindre end dets værdi, hvor den afgørende faktor er, hvordan værdi defineres. Defineres værdi, som vi mener den bør, som en

[3] Desuden kan det samme argument bruges som modargument til den "traditionelle value tilgang", hvor markedsdeltagere også bør prise det dårlige selskab således, at der ikke kan opnås et overnormalt afkast.

tilbagediskontering af et selskabs fremtidige pengestrømme, vil dette også ofte favorisere netop den type af selskaber, vi investerer i. De kan nemlig skabe værdi på den lange bane.

Afrunding

Som beskrivelserne af de seks selskaber og deres forretningsmodel gerne skulle illustrere, så er vi i Secure Market Power medejere af selskaber af den højeste kaliber. Det gælder ikke kun de seks selskaber, men alle 25 selskaber i porteføljen. Selskaber med fornuftige vækstmuligheder over de næste mange år, høje indtjeningsmarginer, der sammen med højt afkast på den investerede kapital sikrer solide frie pengestrømme og allervigtigst; en begrænset risiko for konkurrence.

De kommende regnskaber for vores selskaber vil formentlig vise en solid vækst i indtjeningen i 2022, til trods for de udfordringer året har budt på. Som vi tidligere har nævnt, faldt vores selskabers aktiekurser voldsomt i 2022 som følge af stigende renter, der påvirker den diskonteringsfaktor, hvormed de fremtidige pengestrømme diskonteres.

Men den vedvarende indtjeningsvækst vi forventer af vores 25 selskaber er en langt vigtigere og længerevarende driver for aktiekurserne end udviklingen i renterne.

Når vi her ved indgangen til 2023 estimerer prisfastsættelsen af vores selskaber (pengestrømsrente), så er de lidt dyrere end det generelle aktiemarked. Til gengæld besidder vores selskaber langt højere kvaliteter end det generelle aktiemarked.

Tak for jeres tid og tak for den tillid I viser os.

"Time is the friend of the wonderful company, the enemy of the mediocre"

Warren Buffett, CEO & Chairman hos Berkshire Hathaway

Med venlig hilsen

Henrik Knudsen
Portfolio Manager

Mikkel Petersen
Portfolio Manager