

Årsbrev 2023

Secure Market Power

Kære medinvestorer,

Vi startede Secure Market Power tilbage i det sene efterår 2019. Dette er vores 9. årsbrev/halvårsbrev.

Over de sidste 4 år har Secure Market Power leveret et afkast på næsten 13% pa. (efter omk.). Dette skal sammenholdes med et årligt afkast for det globale aktiemarked på 8,6% pa. i samme periode. Et afkast, der er mere end 4%-point bedre på årlig basis.

Der er naturligvis variation i den indtjeningsudvikling vores selskaber har været i stand til at præstere i perioden. Men gennemsnitlig indtjeningsvækst på 15% pa. er ganske tæt det årlige afkast Secure Market Power har leveret i perioden.

	Secure Market Power*	MSCI ACWI Total Return (DKK)	Forskel
2023	28,9%	18,4%	10,5%
2022	-17,7%	-13,0%	-4,7%
2021	33,3%	27,4%	5,9%
2020	14,4%	6,2%	8,2%
Hele perioden	61,7%	39,4%	22,3%

* Afkastet er opgjort efter omkostninger

2023 var endnu et år, der bekræftede vores grundholdning: Aktier, eller som vi hellere vil udtrykke det "ejerandele i selskaber", er en langsigtet investering. Der er ikke nødvendigvis en sammenhæng mellem det kortsigtede afkast på aktier og udvikling i økonomien. Det var 2023 endnu et eksempel på.

Vi begav os ikke ud i at forsøge at forudsige aktiekursudviklingen eller for den sags skyld økonomien eller hvilke aktier, der ville dominere afkastet i 2023. For os er det vilkår, som vi ikke rigtig kan ændre på. Vi har en meget længere tidshorisont og bruger vores energi på at analysere og identificere de selskaber, der over de næste mange år skaber solid vækst i indtjeningen. Og som vi har sagt ved mange lejligheder, er det mangel på konkurrence, der oftest er den udslagsgivende faktor for indtjeningsvæksten og dermed udviklingen i selskabernes langsigtede aktiekurser. I Secure Market Power har vi ejerandele i 25 selskaber, der opfylder disse kriterier. Vi tillader os at kalde dem verdensklaseselskaber.

Udviklingen i 2023

Secure Market Power leverede et afkast på 28,9% i 2023. Til sammenligning leverede det globale aktiemarked (MSCI ACWI) et afkast på 18,4%. Vores afkast har været bredt funderet, idet 56% af vores selskaber leverede et afkast, der var bedre end markedet. Til sammenligning var det målt på antal selskaber kun 29% af selskaberne i verdensindekset, der leverede et afkast, der var bedre end verdensindekset.

Ud af disse 29% var specielt 7 selskaber og deres indflydelse på afkastet meget omtalt i årets løb. De såkaldte "Magnificent Seven", som de er blevet døbt, er en betegnelse for 7 af de største og mest dominerende selskaber på tværs af en række industrier. De 7 selskaber er: Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Nvidia, Tesla og Meta Platforms. Deres bidrag til hele verdensindekset var da også

signifikant i 2023. Ud af indekset samlede afkast på 18,4% kom næsten 40% fra de 7 selskaber alene. Så uden disse 7 selskaber ville afkastet "kun" have været 11,1%.

I Secure Market Power har vi kun haft en af "The Magnificent Seven", nemlig Alfabeta. Vi har dog valgt at sælge Alfabeta i løbet af 2023. Hvorfor kan du læse mere om senere i dette årsbrev.

De mest positive bidrag til afkastet kom fra følgende selskaber:

- Hemnet +93,6%
- Vat Group +80,8%
- Novo Nordisk +50,7%

Med vores langsigtede tilgang er det vanskeligt indenfor så relativt kort et tidsrum at pege på årsagerne til den positive udvikling. **Hemnet** er den dominerende boligportal i Sverige (lidt i stil med Boligsiden.dk i Danmark). Det svenske boligmarked har været udfordret i 2023, og oplevede en tocifret tilbagegang i antallet af solgte boliger. Ligesom boligpriserne også faldt og renterne som bekendt steg. Til trods for dette umiddelbart udfordrende markedsmiljø var Hemnet gennem prisstigninger på annoncer i stand til at skabe vækst i både omsætning og indtjening. En manifestation og for os bekræftelse på den dominerende markedsposition de besidder på det svenske boligmarked, hvor køber og sælger ikke kan "mødes" uden Hemnet.

Vat Group producerer vakuumventiler til anvendelse i produktion af microchips. Produktion af microchips foregår i ultrarene miljøer, og processen mod en færdig microchip består af mere end 1.000 produktionssteps. Steps, hvor vakuumventiler sikrer mod kontaminering og dermed ødelagte microchips. Til trods for al hypen omkring selskabet Nvidia og AI GPU-chips, så oplevede den samlede microchip industri en tilbagegang og investeringslysten var også mindre. Det påvirkede også Vat Group, der oplevede en tilbagegang i resultatet. Microchips er dog en cyklisk industri, og set over en længere årrække har Vat Group formået at vokse omsætning og indtjening ganske betydeligt. Med deres unikke position som stort set eneleverandør af kritiske komponenter til en industri, hvis vækst er drevet af AI, cloud, flere chips i biler, mere sofistikerede chips til mobiltelefoner, computere, 5G mv., så ser fremtiden også lys ud for Vat Group.

Der kom mange positive nyheder fra **Novo Nordisk** i 2023. Den mest iøjnefaldende var deres Select studie. Studiet viste, at anvendelse af GLP-1 produkter mindskede risikoen for hjertekar sygdomme med hele 20%. Vel og mærke patienter, der i forvejen anvendte medicin, så som blodfortyndende og kolesterolsænkende medicin. Studiet er afgørende, og det flytter fokus fra kun at handle om de kosmetiske udfordringer ved svær overvægt til de livstilssygdomme, der følger med, og som koster samfundet betydelige ressourcer.

Den stærke værdiskabelse Novo har leveret i 2023 og årene forinden, er da også blevet kvitteret med en markant højere markedsværdi. Det er intet mindre end imponerende, at Novo Nordisk i dag er det mest værdifulde selskab i Europa og nærmer sig at være blandt de 10 største virksomheder i verden.

De mest negative bidrag til afkastet kom fra følgende selskaber:

- Resmed -19,2%
- Nike -9,1%
- Edwards Lifesciences -1,1%

Resmed producerer udstyr til behandling af søvnapnø. En stor del af den population, der lider af søvnapnø, er samtidig svært overvægtige. Med indtog af Novo og Eli Lilly's produkter til behandling af svær overvægt, er der opstået usikkerhed om størrelsen af det fremtidige marked for behandling af søvnapnø. På den anden side har Resmed's største konkurrent fortsat kvalitetsproblemer med sine produkter, hvilket betyder, at Resmed fortsat tager signifikante markedsandele. For nærværende fastholder vi positionen i Resmed, da en stor del af de potentielle udfordringer er priset ind og de initiale indikationer tyder på, at effekten måske ikke bliver så stor som først frygtet.

Nike havde ligeledes udfordringer i 2023, hvor salget ikke udviklede sig som forventet. Ligesom mixet mod mere salg gennem egne salgskanaler (online og egne butikker), hvor indtjeningen er betydelig højere, heller ikke var mærkbar positivt. Vores investeringscase om, at Nike kunne opnå en position indenfor sportstøj/sko i stil med den position, Louis Vuitton har indenfor luksusgoder, er udfordret. Den position vi forventede, at de kunne opnå som det mest anerkendte sportsbrand, der både kunne generere mere "full price sale" og gennem egne lukrative salgskanaler, er langt fra den virkelig vi ser lige nu. Herudover bliver de udfordret af stærke niche brands som On Running, Hoka og Lululemon. Vi har valgt at afhænde vores ejerandele i Nike her i begyndelsen af 2024 og vil beskrive det nærmere vores halvårsbrev.

Edwards Lifesciences producerer udstyr til behandling af hjertesygdommen aortastenose. Aortastenose er en forsnævring af aortaklappen, der regulerer tilførslen af iltet blod fra hjertet til resten af kroppen. Edwards operationsprocedure, hvor man tilgår hjertet gennem et kateter fra lysken, er unik. Den sparer både hospitalet omkostninger og er et langt mildere indgreb for patienten end en traditionel åben hjerteoperation. Vi formoder også her, at en af årsagerne til den negative udvikling i aktiekursen skal findes i GLP-1 produkter og disses potentielle udbredelse og deraf færre fremtidige patienter med hjertekar sygdomme. I modsætning til flere andre hjertesygdomme er aortastenose dog genetisk betinget. Derfor er vores vurdering, at indtoget af GLP-1 produkter kun i meget begrænset omfang har indflydelse på de fremtidige vækstperspektiver. På deres nylige investordag bekræftede Edwards da også deres forventninger om fortsat tocifret vækst i omsætningen

Ændringer i porteføljen

Når vi udvælger selskaber til Secure Market Power, er der tre parametre vi aldrig går på kompromis med:

- Selskabet skal have opbygget en monopollignende markedsposition, der isolerer det fra konkurrence.
- Vores analyse af selskabet skal bekræfte, at selskabet kan fastholde denne markedsposition.

- Selskabet skal operere på markeder med vækst.

De to nye investeringer vi har foretaget i 2023; Melrose og Fortnox, lever i høj grad op til disse parametre. Baggrunden for vores investering i Melrose har vi tidligere beskrevet i vores halvårsbrev 2023, som kan findes [her](#).

Hvorfor lige Fortnox?

Der findes en lang række softwareselskaber i verden. Selskaber, der leverer software til specifikke industrier, funktioner i en virksomhed eller som i tilfældet Fortnox software til små virksomheder indenfor et geografisk område. Adobe, SAP, Salesforce.com, Microsoft er eksempler på softwareselskaber, der succesfuldt har skabt dominerende positioner indenfor deres respektive områder og samtidig beriget sine medejere.

Vi vil bestemt ikke påstå, at vi kender og forstår samtlige softwareselskaber rundt omkring i verden. Men vores studier af først amerikanske Intuit og senere New Zealandske Xero tegnede et billede af, at selskaber, der leverede regnskabssoftwareløsninger til små og mellemstore virksomheder, besad dominerende markedspositioner samt, at et øget digitaliseringsbehov blandt deres kunder kunne skabe betydelig vækst over de kommende mange år. Samtidig er prisen på deres produkter langt mindre, end den værdi de tilfører. (læs om "robustness ratio" senere i dette årsbrev).

I begge tilfælde har de skabt en "National Champion" i henholdsvis USA og New Zealand/Australien, og de er kun i meget begrænset omfang blevet udfordret på deres hjemmemarkeder. At de ikke er blevet udfordret, er der flere årsager til. Hovedårsagen er i vores optik, at regnskabsregler er nationale. Selvom regnskabsregler overordnet er generiske, er de samtidig meget landespecifikke. F.eks. for fradrag, afskrivningsregler og afgifter. Det gør, at amerikanske Intuit ikke bare kan lave en "one size fits all" og erobre det danske marked fra Economics og Dinero eller fra Fortnox i Sverige. Samtidig giver det heller ingen mening, at en virksomhed med 10 ansatte skal implementere en ERP-løsning fra SAP eller Microsoft til mange tusind kroner om måneden, når et produkt til 250 SEK dækker behovet. Det er faktisk næsten tværtimod sigende, at store selskaber overvejer Fortnox systemet, hvilket vidner om kvaliteten af den platform selskabet har udviklet.

Til trods for både Intuit og Xeros fremragende og i vores optik beskyttede forretningsmodeller havde vi dog visse udfordringer med begge, som vi ikke ville gå på kompromis med. I begge tilfælde har vi

Fortnox historie

Fortnox blev stiftet af Jan Almeby og Jens Collskog i 2001. Begge kom fra Visma Software og havde i modsætning til Visma en klar vision om, at software skulle gøres tilgængelig online og gennem abonnementsbetaling og ikke som en on premise løsning, som alle anvendte den gang. Den gang delte Visma Software ikke den vision. Så man gik hver til sit, og det var startskuddet til Fortnox. Det skal siges, at Visma Software siden kom på andre tanker og i dag er Visma Software blandt de mest succesfulde europæiske SaaS selskaber med en værdiansættelse på 19 mia. EUR.

Siden 2010 har Fortnox's bestyrelsesformand Olof Hallrup været største aktionær. Olof ejer ca. 20% af Fortnox. Han har specielt over de seneste år sat retningen. Senest med ansættelsen i 2019 af Tommy Eklund som CEO. Tommy har på ingen måde ændret selskabets DNA, men sikret en bedre ressourceallokering i udviklingen af produkter/moduler. Samtidig har der været knivskarpt fokus på at gøre både implementeringen og brugeroplevelsen så gnidningsfri som muligt for kunderne.

vanskeligt ved at forstå deres kapitalallokering. Xero burde fokusere på Australien og New Zealand og lukke USA, der er et stort hul. Intuit har med deres seneste (dyre) akkvisitioner fokuseret på andre forretningsområder. Herudover anvender begge en forholdsvis høj grad af aktiebaseret aflønning til deres medarbejdere og ledelse. Helt enkelt gør det, at det er endog meget vanskeligt for os at beregne, hvor mange vi skal dele den fremtidige indtjening og dermed den reelle værdi af selskabet med.

Disse udfordringer har vi ikke med Fortnox. Her er der ingen planer om at erobre Danmark, der jo allerede har veletablerede løsninger i form af Economics og Dinero (i øvrigt ejet af norske Visma Software!) eller købe en markedsføringsdatabase til en eksorbitant pris som Intuit har gjort. I stedet er der fokus på at udvikle gnidningsfrie softwaremoduler/produkter til små og mellemstore svenske virksomheder, der letter deres hverdag. Her er potentialet fortsat enormt og vi ser frem til forhåbentlig mange års værdiskabende medejerskab.

Fortnox er et svensk selskab, der leverer såkaldte Software as a Service (SaaS) regnskabssystemer til små og mellemstore virksomheder i Sverige. Langt over halvdelen af de svenske virksomheder, der i dag anvender en softwareløsning til regnskabsstyring, bruger Fortnox. Ved udgangen af tredje kvartal havde Fortnox 520.000 små og mellemstore svenske virksomheder som kunder og disse kunders transaktioner (fakturaer, lønudbetalinger mv.) udgør mere end 25% af Sveriges BNP. Udover de 520.000 kunder, har stort set alle revisionshuse, herunder PWC, Ernst & Young mv. samarbejdsaftaler med Fortnox.

Kunderne bruger Fortnox's løsninger til at håndtere fakturabetalinger, lønudbetalinger, regnskabsafslutning, expense management mv. Så Fortnox's løsninger er en vital og integreret del blandt deres 520.000 kunder, der automatiserer mange ellers manuelle processer og dermed sparer kunderne masser af tid og penge.

Samtidig er Fortnox's løsninger en integreret del af en virksomheds samarbejde med deres revisor og ofte er det et krav fra revisoren, at klienterne anvender Fortnox software. Baggrunden herfor er, at det er betydeligt mere produktivt og effektivt for revisoren, såfremt hans 100-200 klienter anvender det samme bogføringsystem. Revision for hans klienter kan måske klares på i gennemsnit 10 timer pr. selskab. Med flere forskellige softwaresystemer og måske endda indlevering af en stak bilag ville revisoren være langt mindre produktiv, og set i det lys giver hans krav om Fortnox software mening.

Netop denne kobling mellem revisor, kunde og brugervenlige softwareløsninger fra Fortnox til at facilitere en vital del i virksomhedens "maskinrum" gør, at Fortnox besidder og kan fastholde en vedvarende konkurrencefordel i de kommende mange år.

Regnskabssoftware er ikke "nice to have", men "need to have". At udskifte Fortnox med en konkurrerende løsning, der formentlig ikke er bedre, men som koster SEK 1.000 mindre årligt giver ikke mening og vil formentlig bare skabe administrativt bøvvl og dermed mindre tid til at skabe den omsætning, der sikrer virksomhedens drift. Når man så samtidig skal skifte revisor, da han ikke gider bøvlet med et nyt softwaresystem, så.... Med tanke på disse udfordringer, en abonnementspris for en Fortnox løsning, der svarer til to Cappuccino'er på den lokale cafe i Stockholm og samtidig øger

virksomhedens produktivitet, så peger det for os i retning af, at Fortnox vil være isoleret fra konkurrence i de næste mange år.

Med afsæt i den digitale platform og kundemasse Fortnox har opbygget gennem de sidste 23 år, så ser vi store vækstperspektiver for selskabet. Udover bogføringsmodul har Fortnox opbygget moduler indenfor regnskabsafslutning, expense management, fakturastyring mv. I alt mere end 40 forskellige moduler, der hjælper den selvstændige eller den bogføringsansvarlige i virksomheden med styring og digitalisering af de administrative processer. Det gennemsnitlige antal moduler kunderne anvender har været støt stigende. En bekræftelse af den værdi Fortnox tilføjer sine kunder. Det er også en øget penetrering af disse moduler blandt Fortnox's kunder, som vi forventer vil drive væksten fremover. Over en årrække mener vi ikke det er utænkeligt, at månedlig ARPU (Average Revenue pr. User) kan stige fra de nuværende SEK 250 til mere end 1.000 SEK.

For en typisk Fortnox kunde vil investeringen i Fortnox's produkter udgøre under 0,3% af kundens omsætning, mens besparelsen i form af lavere udgifter til den bogføringsansvarlige, nemmere styring af fakturering, bogføring, løn mv. vil være mange gange større. Mange og forskellige moduler vil drive denne udvikling, afhængig af om kunden er en frisørsalon eller transportfirma. Et af dem er AI bookkeeping, hvor fakturaen læses ved hjælp af kunstig intelligens og bogføres i den korrekte kategori. Ved hjælp af dette værktøj mindskes både tidsforbrug og fejlmargen.

Så i en nøddeskal tilbyder Fortnox en kritisk komponent til virksomheder til en relativ lav omkostning. Denne tilgang låser kunden inde og gør, at ganske få kunder forlader Fortnox.

Hvorfor sælge Alphabet?

"The Magnificent Seven" stod tidligere nævnt for en stor andel af gevinsten på hele aktiemarkedet i 2023. Siden den globale finanskrisen i 08/09 har det globale aktiemarked, herunder særligt det amerikanske, oplevet en af de største opture gennem historien. Det kan delvist tilskrives en imponerende udvikling blandt "FAANG-aktierne", der i dag er de største virksomheder målt på markedsværdi. Det er der dog også et sundt rationale bag, da selskaberne har opbygget en stærk markedsposition på strukturelt voksende markeder. Fortnox kommer nok aldrig i den gruppe. Men mindre kan også gøre det.

Nedenstående illustrerer den creative destruction som det kapitalistiske system leverer. Det er sjældent, at de største selskaber i verden har formået at blive ved med at være de største. Mens det på ingen måde er noget, der er med til at diktere vores investeringsbeslutninger (der udelukkende tager udgangspunkt i det enkelte selskab), er det alligevel tankevækkende, hvor dårlige afkast mange af de tidligere mastodonter har leveret f.eks. IBM, GE, og AT&T.

De 10 største virksomheder i S&P 500 gennem tiden				
1980	1990	2000	2010	2020
IBM	IBM	General Electric	Exxon	Apple
AT&T	Exxon	Exxon	Apple	Microsoft
Exxon	General Electric	Pfizer	Microsoft	Amazon
Standard Oil, Indiana	Philip Morris	Citigroup	Berkshire Hathaway	Alphabet
Schlumberger	Royal Dutch Petrol	Cisco	General Electric	Meta
Shell Oil	Bristol-Myers Squibb	Walmart	Walmart	Tesla
Mobil Corp	Merck & Co.	Microsoft	Google	Berkshire Hathaway
Standard Oil of Cal	Walmart	Amer Intl Group	Chevron Corp	Johnson & Johnson
Atlantic Richfield	AT&T	Merck & Co	IBM	JP Morgan Chase
General Electric	Coca Cola	Intel Corp	Procter & Gamble	Visa

I Secure Market Power er vi ikke længere investorer i de såkaldte Magnificent Seven selskaber. Det er der flere årsager til. Blandt andet potentitelt lavere vækst, øget konkurrence og/eller dårligere geninvesteringsmuligheder.

Vores vurdering af udfaldsrummet kan eksemplificeres med Alphabet, moderselskabet bag en af verdens mest velkendte brands - Google. Alphabet har været en del af Secure Market Power siden opstarten i efteråret 2019. Det er dog ikke længere tilfældet, da Alphabet er blevet frasolgt efter vi igennem længere tid har reduceret vores medejerskab.

Vores oprindelige investeringscase byggede på, at Google fungerede som en gateway til internettet og praktisk talt besad et monopol inden for search. Googles position illustreres måske bedst baseret på det faktum, at man "Googler" noget snarere end at man "Searcher" noget, mens det mest søgte ord hos Microsofts Bing faktisk er Google (det svarer til at forbrugeren går ind i en adidas butik og efterspørger Nike produkter!). Vores tese var, at denne position ikke ville ændre sig, da det er så indgroet i os at søge mod Google og selskabet givetvis har en helt unik indsigt qua de milliarder af søgninger, der igennem årene er foretaget på Google.

Mens Googles markedsposition indtil videre ikke kan påstås at have ændret sig synderligt, er usikkerheden vedrørende dette og deraf selskabets fremtidige indtjeningspotentiale betydeligt højere i dag end det var dengang selskabet blev indlemmet i porteføljen.

Alphabet har nydt ekstremt godt af transitionen fra fysiske reklamer til digitale annoncekroner og det vil selskabet fortsat gøre, hvis markedspositionen ellers ikke ændrer sig. Vi er dog markant længere på denne rejse i dag end for 10 år siden og en stor del af de globale markedsføringskroner er nu allerede online, hvor udbydere også bliver flere (TikTok, Netflix, Amazon)¹. Der er givetvis en grænse for, hvor mange penge virksomheder kan bruge på markedsføring om end den er voksende i takt med, at annoncerne bliver mere effektive. Når man opnår en så betydelig markedsandel som Google har på de generelle markedsføringskroner, så vil væksten givetvis på et tidspunkt også flytte sig mod markedet. Det kan meget vel resultere i, at Alphabet vil levere en lavere omsætningsvækst end selskabet har gjort de sidste mange år.

Når selskaber bliver lige så store som Alphabet er det tilmed sværere at finde nye vækstområder, der har effekt på indtjeningspotentialet. Mens Alphabet har været ganske dygtige til at allokere kapital,

¹ Mens disse nye udbydere er langt fra at kunne tilbyde lige så effektive annoncer som Google, er de markant bedre alternativer end fysiske annoncemuligheder.

bliver det formentlig sværere at geninvestere rentabelt i kerneforretningen. Det betyder også, at Alphabet de sidste mange år har skudt penge i spændende områder som selvkørende biler. Vi må bare erkende, at vi ikke kan gennemskue, hvor værdifulde disse investeringer er.

Disse forhold er dog ikke kerneproblemet og dermed årsagen til, at vi har valgt at frasælge Alphabet. Google fungerer som en auktionsmodel, hvor prisen på annoncer determineres af udbuddet og efterspørgslen. En annoncør kan afgive et bud på en annonceplads hos Google baseret på et søgeord, hvor det er budets størrelse kombineret med en række andre parametre (f.eks. hvor relevant annoncen er relativt til søgeordet), der bestemmer annoncens placering. I de sidste mange år er prisen for at stå øverst på Google steget mærkbart, da efterspørgslen for at annoncere på Google har været voksende. Hvorvidt denne tendens vil fortsætte, afhænger af om vi i fremtiden vil bruge lige så meget tid på at søge efter information på Google.

Google bliver betalt for hver gang en bruger trykker på en annonce og det er kun 2% af søgningerne, der resulterer i omsætning for Google. Potentialet for at øge denne er da bestemt til stede. Vores bekymring er dog om Googles position vil være lige så lukrativ fremadrettet og med ovenstående auktionsmodel vil faldende efterspørgsel potentielt kunne sætte sig i priserne. Et stort dilemma her er fremgangen af kunstig intelligens, der både rummer store muligheder og trusler for Google. Google har arbejdet med kunstig intelligens i mange år og det er AI-baserede algoritmer, der styrer de søgningsresultater, du som Google bruger ser. Kunstig intelligens er altså i sig selv ikke noget nyt, men det nye er, at forbrugere i stigende grad har adgang til AI-baserede applikationer og at disse integreres ind i eksisterende løsninger som Google eller Bing. Spørgsmålet er altså hvordan AI vil påvirke Googles forretningsmodel fremover.

Google vil uden tvivl blive mødt af højere omkostninger til deres regnekraft. Det er dyrere at fremkalde et svar via generativ AI. Nogle aktører forventer, at omkostningen til dette er hele 2-3x højere. Det er lige præcis denne problematik som Nvidia lukrerer på, da udbredelsen af kunstig intelligens er tung på regnekraft. Det er så at sige Nvidias omsætningskroner, der er Googles omkostningskroner.

Det er nu heller ikke i sig selv et problem, at omkostningerne vokser (det har den historisk også gjort), hvis omsætningen følger med eller endda vokser endnu hurtigere. Der er da også visse positive indikationer på, at Google kan optimere kvaliteten af annoncerne på deres søgemaskine gennem brugen af AI, der vil lede til en højere andel af "paid searches".

Problemet er dog, at dette selvfølgelig er 100% afhængig af, at måden hvorpå vi søger ikke ændrer sig. Det kan være, at det bliver sværere at vise annoncer, hvis man søger gennem en chatbot. Det kan også være, at søgningsprocessen bliver fragmenteret f.eks. i form af, at man i et word-dokument eller andre programmer (excel, hjemmesider osv.) direkte kan søge via en chatbot. Hvis dette er tilfældet og man kan bruge en digital assistent i andre programmer, er værdien af at være internettets gateway muligvis lavere end den tidligere har været, da det i højere grad vil være dem, der ejer programmerne (f.eks. Microsoft, Apple), der kan diktere, hvordan vi tilegner os information.

Alphabet er på ingen måde blevet et dårligt selskab fra den ene dag til den anden. Den proces tager typisk en lang årrække, og vi er langt fra sikre på, at Alphabet overhovedet er på vej i den retning. Vi må dog bare erkende, at usikkerheden vedrørende retningen er blevet større. Dette kombineret med en stærk performance for aktien gjorde, at vi fandt andre mere attraktive investeringsmuligheder. Det betyder som nævnt også, at der ingen FAANG-selskaber er at finde i Secure Market Power om end de fortsat er en del af vores investerbare univers.

Mens vi ikke længere er medejere af de største virksomheder i verden og heller ikke den type af virksomheder, der praler af revolutionerende nyskabelse, er vi dog særdeles fortrøstningsfulde ved vores selskabs potentiale til at skabe attraktive afkast. En stor del af vores selskaber er nemlig såkaldte "maskinrumsselskaber", der står for den bagvedliggende infrastruktur inden for en lang række kritiske samfundsområder. Visa og MasterCard står for betalingsinfrastrukturen. VeriSign ejer rettighederne til .com domænet og er selve infrastrukturen bag internettet. ASML, TSMC, VAT Group og BEI leverer infrastrukturen til digitaliseringen gennem produktionen af mikrochips og udstyret hertil. Epiroc leverer mineudstyret, der skal udvinde metallerne, som er grøbund for den største ændring i vores infrastruktur nogensinde (den grønne omstilling). I vores optik er udfaldsrummet blandt denne type af selskaber markant lavere end hos de store teknologigiganter

Robuste virksomheder til en usikker fremtid

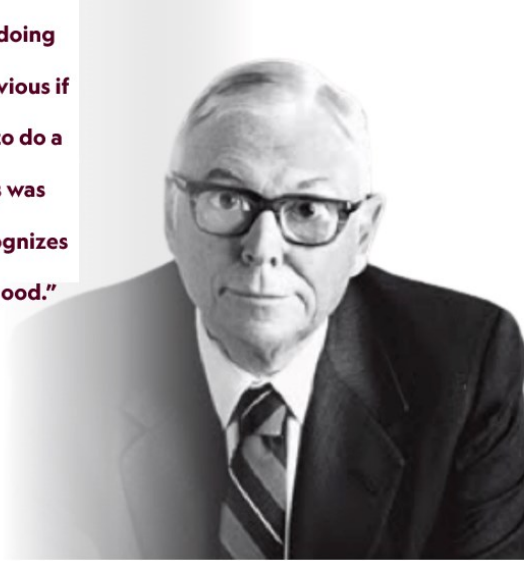
En robust virksomhed kan defineres på forskellige måder, men i vores optik besidder en robust virksomhed tre karakteristika 1) stærke vedvarende konkurrencefordele, 2) uudnyttet pricing power og 3) en solid finansiel balance. Det er manglen på en kombination af disse karakteristika, der sætter spørgsmålstegn ved et selskabs fremtidige værdiskabelse og i værste fald overlevelse. Hvis et selskab derimod besidder en kombination af disse karakteristika, er det muligt at blomstre i mere end et århundrede, hvilket flere af vores porteføljevirkomheder er eksempler på (f.eks. Moody's og Novo Nordisk).

Desværre er det de færreste mennesker, der formår at leve 100 år. Den legendariske investor Charlie Munger var tæt på, men forlod denne verden d. 28. november 2023 (knap 1 måned før sin 100-års fødselsdag). Mens Munger var en fascinerende person og dygtig investor, vil han uden tvivl blive husket som Warren Buffetts højrehånd i forsikringskonglomeratet Berkshire Hathaway. Det er der en særdeles god årsag til, da Buffett ofte har kvitteret Munger for at forvandle Buffett til en langsigtet medejer af fantastiske virksomheder frem for en såkaldt value investor. Hvis Munger ikke havde påvirket Buffett i den retning, er det langt fra sikkert Berkshire Hathaway ville være så succesfuldt som det er (selskabet er i skrivende stund verdens ottende mest værdifulde virksomhed). Investerings succeser som Apple, Coca Cola og See's Candy er bare eksempler på investeringer forsikringskonglomeratet måske ikke havde foretaget med Buffetts oprindelige mindset.

På sit sidste årsmøde som bestyrelsesformand for The Daily Journal Corporation blev Munger spurgt, hvorfor han var blandt de første til at realisere de attraktive karakteristika ved Market Power selskaber. Svaret kan du selv læse:

"Because it's so obvious and I am good at doing things that are obvious. Of course, it was obvious if you wanted to have a good result, you got to do a great company. I recognize that greatness was good. Big deal. Charlie Munger, genius, recognizes greatness is good. Of course, greatness is good."

- CHARLIE MUNGER



Vi kan kun nikke godkendende til dette qua sammenhængen mellem indtjeningsvækst og aktionærafkast på lang sigt. Det afgørende er dog ikke den historiske værdiskabelse (det bliver vi ikke rige af!), men hvorvidt den kan fortsætte. Dette kræver en robust forretning. I nedenstående kan du læse videre om vores (og Mungers) tanker vedrørende komponenterne bag en robust forretningsmodel.

Vedvarende konkurrencefordele: Det væsentligste element i at have en robust forretningsmodel er at være afskærmet for konkurrence, hvilket i høj grad afhænger af, hvor svært det er at replikere forretningsmodellen. Dette er selve mantraet bag Market Power investeringsfilosofien, hvor vi udelukkende ønsker at være medejere af virksomheder, der ikke risikerer at blive mødt af højere konkurrenceintensitet. Hvis en konkurrent kan sænke prisen for at opnå en højere økonomisk profit eller nytilkomne virksomheder har fri adgang til markedet, er det kun et spørgsmål om tid før det sker. Den situation ønsker vi for alt i verden at undgå. Et selskabs mulighed for kontinuerlig værdiskabelse er altså direkte korreleret med konkurrenceintensiteten på det marked selskabet opererer i, der afhænger af antallet af aktører og prisfølsomheden blandt kundebasen.

I luftfartsindustrien er der praktisk talt ingen differentiering på tværs af aktørerne (hvilket gør pris til den eneste konkurrenceparameter) og indtrængningsbarriererne er relativt begrænsede, hvilket medfører intens konkurrence. På markedet for cola er der færre aktører og en vis form for præference blandt forbrugerne, men prisforskellen er reguleret af det faktum, at forbrugeren i supermarkedet kan vælge mellem Coca Cola og Pepsi. Hvis prisdifferencen bliver for stor, vil forbrugeren gå på kompromis med sin præference og vælge det andet mærke. Situationen er helt anderledes blandt vores fantastiske kreditbureauer Moody's og S&P Global. Når et selskab ønsker at udstede gæld, er det nemlig kutyme, at selskabet får foretaget en kreditvurdering af begge aktører for at få adgang til den størst mulige investorbase og dermed det mest fordelagtige lån. Det skaber en meget gunstig konkurrencesituation, hvor ingen af dem er incentiveret til at sænke priserne. Det er desuden meget vanskeligt at komme ind på markedet, da Moody's og S&P er specificeret ind i det skarpt regulerede finansielle system med deres tillidsfulde brands. Det er kerneårsagen til at både Moody's og S&P

Global har været på en ekstremt værdiskabende rejse i mere end 100 år og hvorfor vi forventer, at de også fremover vil være i stand til at skabe attraktive afkast til os som medejere.

“The number one idea is to view a stock as an ownership of the business and to judge the staying quality of the business in terms of its competitive advantage”

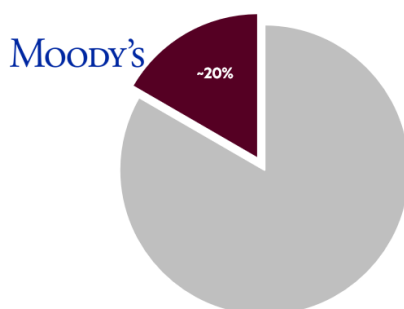
Charlie Munger

Uudnyttet pricing power: Et andet væsentligt forhold i robustheden af et selskab er i hvor høj grad et selskab har udnyttet deres markedsposition til at hæve priserne. De fleste af vores selskaber tilbyder ekstrem stor værdi for deres kundebase og fælles for dem er, at de generelt er relativt påpasselige med at hæve priserne for meget/hurtigt. For eksempel har Moody's udviklet en "AI Research Assistant", der skal gøre det lettere for kundebasen at manøvrere rundt i al den data Moody's tilbyder adgang til. Kundebasen har indledningsvist vurderet, at deres produktivitet øges med 25-30% og Moody's forventer kun at prise produktet således, at de tager 20% af forbedringen. Tilsvarende leverer vores svenske ejendomsportal, Hemnet, det altafgørende markedsføringsværktøj i en boligtransaktion (digital boligannonce svarende til boligsiden.dk i Danmark), men udgør en meget beskedent andel af ejendomsmæglersalæret.

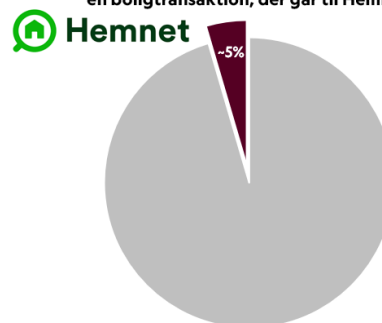
Robustness Ratio er et begreb, der blev populariseret af investoren Nick Sleep (Nomad Investment Partnership). Mens det ikke er helt i overensstemmelse med Nick Sleeps oprindelige definition af Robustness Ratio, er det praktisk talt et udtryk for den pris et selskab tager relativt til den værdi kunden får. Det kan være vanskeligt at kvantificere, men det er et ekstremt vigtigt pejlemærke. Et illustrativt eksempel Nick Sleep anvender er hans investering i Costco (hvor Charlie Munger desuden var bestyrelsesmedlem).

Costco er en såkaldt "super-store", hvor man gennem et abonnement får adgang til attraktive priser på alt fra dagligvarer til tøj og høreapparater. I takt med, at Costco har vokset sig større og ekspanderet til flere lokationer, har selskabet valgt at anvende deres skalafordele til at sænke priserne for kundebasen ("shared economies of scale"). Det har skabt en høj værdiskabelse fordi kundebasen har opnået større og større fordele ved at være forbruger i Costco relativt til konkurrenterne, hvilket har fået forbrugerne til at flytte endnu mere af deres forbrug til Costco, som har givet Costco endnu større skalafordele. Årsagen til at Costco ikke for alvor har stødt ind i konkurrence er netop det faktum, at Costco bruger selskabets fordele til gavn for kunderne. Potentielle konkurrenter har ikke den samme skala og kan deraf ikke tilbyde den samme lave pris (uden at tabe penge).

Moody's andel af samlede produktivetsforbedringer for deres nye AI Research Assistant



Andelen af ejendomsmæglersalæret i forbindelse med en boligtransaktion, der går til Hemnet



Denne uudnyttede pricing power (høj værdi for kunden relativt til prisen) vidner både om et fremtidigt vækstpotentiale, men det gør det også markant mindre sandsynligt, at potentielle konkurrenter kan komme ind på markedet, hvis der er et værdiskabende forhold mellem leverandøren og kundebasen. Desto højere pris et selskab tager for sine produkter relativt til den værdi produkterne skaber, desto større incitament er der for kundebasen til at finde nye leverandører og dermed konkurrenter til den eksisterende leverandør. Dette manglende incitament til at søge nye leverandører kombineret med en forretningsmodel, der er svær at replicere (og en solid balance), er netop det, der skaber robustheden blandt vores porteføljeselskaber.

“There are actually businesses that you will find a few times in a lifetime, where any manager could raise the return enormously just by raising prices – and yet they haven’t done it. So, they have huge untapped pricing power that they’re not using. That is the ultimate no-brainer”

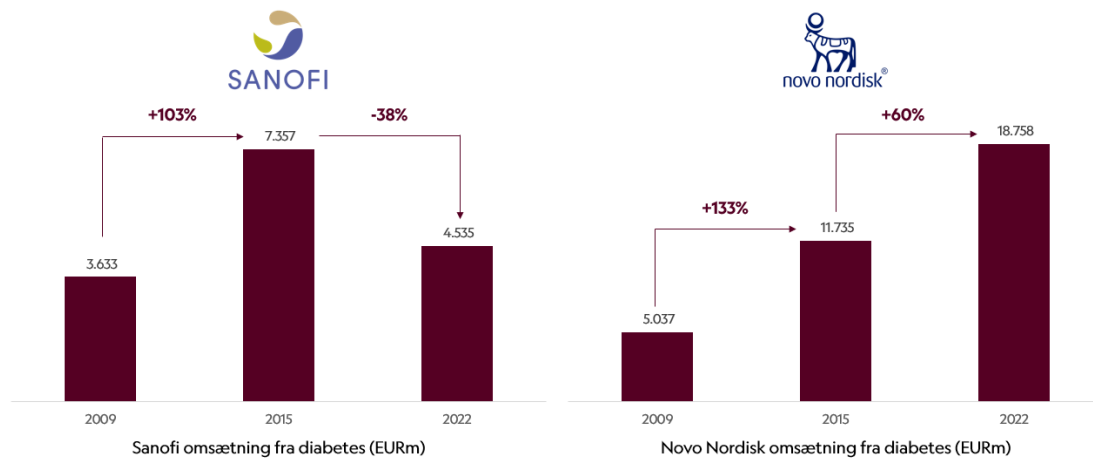
Charlie Munger

Solid finansiel balance: Det sidste aspekt af en robust virksomhed er forholdsvis simpelt, men alligevel noget investorer ofte brænder fingrene på. Det er også en faktor vi sjældent er bekymret for, da det sjældent er et tema blandt de virksomheder, vi ønsker at være medejere af. Besidder et selskab en robust forretningsmodel er det nemlig ofte tilfældet, at balancen også er robust. Hvis et selskab har en stærk markedsposition, er det ofte cash genererende og behovet for gæld er derfor minimal. Der er dog skræmmeksempler på sunde forretningsmodeller, som har været så gældsplaget, at selskaberne ikke har kunne betale regningerne og hvis et selskab ikke kan betale sine regninger, er det selvfølgelig ligegyldigt, hvor stærk en markedsposition man har. Vores porteføljeselskaber har generelt ingen gæld.

“My partner Charlie says there is only three ways a smart person can go broke: liquor, ladies and leverage. Now the truth is – the first two he just added because they started with L – it’s leverage”

Warren Buffett

Robusthed og værdiskabespotentiale: Robustheden af en virksomhed er (måske) den bedste indikator på den fremtidige værdiskabelse en virksomhed kan levere. En robust forretningsmodel er i hvert fald fundamentet for værdiskabelse og meget vigtigere end et selskabs vækstpotentiale. Et illustrativt eksempel er forskellen på Novo Nordisk og Sanofi. I princippet har selskaberne de sidste mere end 20 år adresseret den samme patientpopulation. Alligevel har Novo Nordisk i perioden 2009-2022 leveret en helt anden omsætningsvækst end Sanofi.



Forskellen skal findes i, at Sanofi ikke havde en robust forretningsmodel, da selskabet udelukkende besad kortsigtede konkurrencefordele (patenter) og samtidig misbrugte sin pricing power. I 2000 lancerede Sanofi det revolutionerende langtidsvirkende insulin, Lantus, der stadig er blandt verdens bedst sælgende medikamenter nogensinde. De efterfølgende 15 år udnyttede Sanofi det faktum, at selskabet havde patent på produktet til at hæve priserne signifikant, der også medførte fornuftige afkast til Sanofi aktionærerne i den mellemliggende periode relativt til aktiemarkedet.

Det viste sig dog at være uholdbart og i 2015, da patentet på Lantus udløb, fik Sanofi (og dermed selskabets aktionærer) kærligheden at føle. Ved patentudløb reagerede de amerikanske sundhedsforsikringselskaber (betalerne for Lantus) prompte og begyndte at købe alternativer til Lantus, hvilket var startskuddet til signifikant lavere nettopriser på insulin. Sanofi har så sent som i 2023 annonceret, at de sænker prisen på Lantus med hele 78% og deres diabetesfranchise er nu kun en brøkdel værd i forhold til tidligere. Vi erkender, at selskabets Lantus præparat nok var blevet mødt af konkurrence ved patentudløb selvom priserne ikke var steget lige så voldsomt som tilfældet var, men det var næppe gået lige så hurtigt. Problemet var også, at Sanofi samtidig underinvesterede i nye præparater til behandling af diabetes og var derudover blevet uvenner med betalerne.

Størstedelen af selskaberne, der handles på verdens børs, har flere lighedstegn med Sanofi end Novo Nordisk – dvs. selskaber med ingen vedvarende konkurrencefordele, ingen uudnyttet pricing og måske endda en del gæld på balancen. Sammenligneligt har vores porteføljeselskaber stærke og vedvarende konkurrencefordele, uudnyttet pricing power og solide balancer.

Afrunding

Vi ved ikke, hvad 2024 og de efterfølgende år vil bringe af udfordringer og muligheder, men robustheden (som skitseret ovenfor) blandt vores selskaber gør os fortrøstningsfulde i forhold til, at deres imponerende værdiskabelsesrejse vil forsætte i de kommende år.

Vi har dog gjort os en række observationer i slutningen af 2023, der peger i retning af, at selskaber med høje gælds niveauer er udfordret af stigende renter. Rentestigninger på selskabernes gæld, der

kommer med forsinket kraft og i takt med, at deres lån skal refinansieres. Selskaber, der tidligere havde finansiering på 3-4%, ser nu ind i refinansiering på et markant højere niveau.

- Nyligt har vores svenske producent af mineudstyr, Epiroc købt Stanley Infrastructure af Stanley Black&Decker. Her tyder meget på, at sælger var presset til at sælge grundet høj gæld.
- Et selskab, vi tidligere har overvejet, men ikke investeret i, American Tower, har nyligt solgt deres telemastforretning i Indien. Her er årsagen formentlig også høj gæld og højere renteudgifter, der vil belaste den fremtidige indtjening. For American Tower pynter salget på indtjeningen de næste år, men samtidig afskriver de også et potentielt stort vækstpotentiale fra et hastigt voksende indisk telemarked.
- Også for nylig kunne vi læse i Financial Times, at flere og flere selskaber udsteder konverterbar gæld som erstatning for den gæld, der udløber. Det betyder, at renteudgiften stiger mindre. Til gengæld kan gælden konverteres til aktier ved udløb.

Hvor vil vi hen med disse informationer? Vores selskaber har stort set ingen gæld.

- De bliver ikke ramt af stigende renteudgifter.
- De skal ikke sælge ud af fremtidige vækstmuligheder.
- De skal ikke udstede nye aktier

Så hvor andre må justere deres fremtidsplaner, så er vores selskaber med deres stærke markedspositioner, stærke balancer, stærke frie pengestrømme og pricing power, relativt godt beskyttet. Vores tiltro til, at vores selskaber fortsat vil kunne lave en værdiskabelse på 10-15% p.a. set over de kommende år, er derfor intakt.

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

Med venlig hilsen



Henrik Knudsen
Portfolio Manager



Mikkel Petersen
Portfolio Manager