Halvårsbrev 2022

Secure Market Power

Kære medinvestorer

Vi startede Secure Market Power tilbage i efteråret 2019. Dette er vores 6. årsbrev/halvårsbrev i en række af forhåbentlig mange.

Siden opstarten har volatiliteten på aktiemarkedet været betydelig, og man fristes til at kalde det, som vi har oplevet i de sidste par år for historiske bevægelser. Pendulet har for alvor svinget fra den ene yderlighed til den anden. Vi er gået fra en hurtig økonomisk genopretning efter COVID-19 med tilhørende spekulative tendenser i en række aktivklasser i 2020 og 2021 til frygt for et sammenbrud af verdensøkonomien i takt med, at inflationen viser mere vedvarende karakter end mange forventede, samtdig med, at renterne er steget og recessionsfrygten har bredt sig til samtlige nyhedsmedier.

Denne cocktail har desværre også ramt værdien af vores ejerandele i vores ellers yderst stabile kvalitetsselskaber. Secure Market Power leverede et afkast på -20,7% i første halvår af 2022 mod et mere begrænset fald på -13,2% i globale aktier (MSCI ACWI). Denne underperformance er indtruffet til trods for, at den operationelle performance blandt vores selskaber har været godkendt og langt bedre end markedet som helhed. (I skrivende stund har hovedparten af vores selskaber aflagt regnskab for årets første 6 måneder. I gennemsnit har vores selskaber øget omsætning og indtjening med henholdsvis 15% og 16% ift. samme periode sidste år). Værdiansættelsen på vores selskaber er altså faldet markant mere end aktiemarkedet, hvilket formentlig skal tilskrives de stigende renter, der mindsker nutidsværdien af den signifikante værdiskabelse, som vores selskaber fortsat forventes at levere over den kommende årrække.

De signifikante bevægelser på de finansielle markeder giver også muligheder. Det giver vores porteføljeselskaber mulighed for at tilbagekøbe flere aktier, så vi skal dele det fremtidige overskud med færre aktionærer. Ligeledes har det givet os mulighed for at erhverve ejerandele i tre nye selskaber (LVMH, Edwards Lifesciences og Nike) siden årets start.

Investeringsfilosofien bag Secure Market Power forankrer sig i det mantra, at det er den fundamentale værdiskabelse selskaberne kan levere, der på sigt afgør, hvilket afkast investorerne modtager. Vi forsøger derfor at distancere os fra den ellers gribende stemning på de finansielle markeder. Den nuværende situation i verdensøkonomien illustrerer dog meget godt vores holdning til markedsbevægelser i urolige perioder.

Situationen kan sammenlignes med et eventyr, hvor der er tre hovedkarakterer i form af inflationsmonsteret, centralbankridderen og skønjomfruen i nød (økonomien). På nuværende stadie er det efterhånden rimeligt at konkludere, at næsten samtlige økonomer blev taget på sengen, og har undervurderet, hvor vedvarende inflationsproblematikken ville blive. Inflation påvirker

forbrugernes købelyst og virksomhedernes omkostningsbase signifikant. Det er netop denne betragtning hos centralbankerne, der har medført, at kampen mod inflationsmonsteret er blevet intensiveret gennem rentestigninger og et løfte om at nedbringe balancerne efter flere års lempelig pengepolitik. Det spændende bliver dog, i hvilket omfang centralbankerne er i stand til at redde økonomien ved at nedkæmpe inflationen uden at påføre økonomien indirekte skade gennem en nedgang i væksten, hvor de første svaghedstegn i økonomien allerede har vist sig.

Mange forsøger at forudse, hvordan eventyret ender. Vi anskuer dog os selv som tilskuere til dette eventyr snarere end instruktører. Derfor har vi et stålfast fokus på at finde de bedste pladser at overvære eventyret fra. Det mener vi er som medejere af 24 af verdens absolut mest robuste og stærkeste virksomheder, da vi mener, at værdiskabelsen vil finde sted uanset hvilket makroøkonomisk paradigme vi møder.

"The only real, long term risk, is the risk of mis-analysing a company´s destination"
Nick Sleep, Nomad Investment Partnership

Vi vil i resten af dette halvårsbrev forsøge at belyse, hvorfor vores investeringsfilosofi om at investere i et udsnit af verdens bedste selskaber er særligt egnet til den usikre fremtid, vi kigger ind i lige nu.

Udfaldsrum

Investering er en disciplin i at tage beslutninger under usikkerhed, da det fremtidige afkast ultimativt afgøres af den fundamentale værdiskabelse selskaber kan levere i fremtiden. Forudsigelsen af de fremtidige vilkår er dog forbundet med enorm usikkerhed. Enhver investeringsbeslutning er altså forbundet med et udfaldsrum, hvor det realiserede afkast afhænger af, hvordan virkeligheden rundt om den oprindelige investeringstese udvikler sig. Vi forsøger altid, efter bedste evne, at vurdere udfaldsrummet for de selskaber vi er medejere af og er generelt store tilhængere af investeringsbeslutninger, hvor udfaldsrummet er forholdsvist snævert, da vi ikke ønsker at påtage os unødvendig risiko for vores medinvestorers kapital. For os er "spændende" nyere selskaber og konkurrence lig med store udfaldsrum, hvorfor denne type af selskaber ikke har sin gang i Secure Market Power.

Et eksempel på vores bestræbelse på at undgå store udfaldsrum er Meta Platforms (tidligere Facebook). Meta Platforms, der ellers har været en del af porteføljen siden opstarten, blev frasolgt i perioden 4. kvartal 2021 til 1. kvartal 2022. Vores oprindelige investeringstese om, at Meta Platforms ville nyde godt af den sekulære tendens mod stigende anvendelse af digital markedsføring som følge af selskabets praktisk talt monopolposition på sociale medier, blev udfordret. Selskabet har mødt modvind baseret på den nuværende makroøkonomiske situation, dårligere adgang til data pga. privacy ændringer under Apples styresystem (IoS), øget konkurrence fra TikTok og overgangen til

korte videoer, der kan vise sig sværere at monetize. Herudover forholder vi os skeptiske til, om vi besidder evnerne til at forudse, hvorvidt selskabets store satsning på metaverset bliver en succes. I princippet kan vi sagtens finde argumenter for, at vi skulle fastholde en position i selskabet, da det fortsat har en stærk markedsposition, en potentiel attraktiv værdisætning og et vist optionselement i metaversets fremtid. Vi bestræber os dog som nævnt på at fokusere på de selskaber, hvor vi med en relativ høj grad af sikkerhed kan forudse den fremtidige udvikling, og Meta Platforms blev dermed frasolgt baseret på den erkendelse, at udfaldsrummet var blevet for stort efter vores smag.

I disse usikre tider er der øget fokus på risikostyring og mange kapitalforvaltere hæfter sig ved kvantitative risikobetragtninger, når deres kunder skal betrygges. Vi forholder os skeptiske over for mange af disse statistiske termer og deres evne til at måle den faktiske risiko for at lide et permanent tab af kapital, da de i alt sin simplicitet udelukkende forsøger at vurdere, hvad risikoen for diverse udfald er baseret på historiske kursbevægelser.

Et illustrativt eksempel på begrænsningerne ved disse statistiske beregninger er den tidligere prominente hedgefond Long Term Capital Management. Hedgefonden blev etableret af John Meriwether fra Solomon Brothers i 1993, hvor man hyrede nogle af verdens ledende finansprofessorer, Merton og Scholes, der ofte blev omtalt som finansielle genier. Investeringstilgangen var i høj grad baseret på kvantitative modeller, og en af deres store investeringsteser var, at markedet på sigt ville blive mere efficient, hvilket ville medføre, at risikopræmien ville blive priset mere effektivt. Det betød bl.a., at fonden med gearing spekulerede i, at kreditspændene mellem virksomheds- og statsobligationer skulle indsnævres, mens der senere hen også var mere eksotiske positioner i f.eks. Rusland. Fonden blev hurtigt en markant størrelse på Wall Street som følge af stærke investeringsresultater. Problemet er dog bare, at de tidligere omtalte statistiske beregninger netop fokuserer på udfald, hvor fremtiden tilnærmelsesvist kan sidestilles med de historiske tilstande. I slutningen af 1990´erne hærgede den asiatiske finanskrise, hvor Rusland gik statsbankerot og devaluerede rublen. I forbindelse med dette så man også en markant udvidelse af kreditspændene, da investorer søgte ud af risikoaktiver, og Long Term Capital Management endte med at tabe størstedelen af sine investorers penge. Når de klogeste hoveder ikke kan eksekvere en teori i praksis, er der en vis sandsynlighed for, at det kan være teorien, der er noget galt med og ikke nødvendigvis selve eksekveringen.

Med afsæt i ovenstående historie føler vi os overbeviste om, at risiko bedst måles gennem udfaldsrummet i de investeringsbeslutninger, man træffer, og dette udfaldsrum er vanskeligt at kvantificere. En af de store attributter ved at investere i vedvarende og værdiskabende monopoler er, at udfaldsrummet er markant mindre end for det gennemsnitlige selskab på aktiemarkedet, da risikoen for øget konkurrence er yderst begrænset og modstandsdygtigheden i svære tider er ekstrem høj som følge af deres likviditetspolstring. Størstedelen af vores selskaber har desuden en

meget lang operativ historik. For eksempel har det typiske brand i vores luksusgruppe LVMH en historie der går mere end 100 år tilbage, og vores kreditbureau Moody's første kreditrating kan dateres tilbage til 1900. Vores forventninger til den fremtidige udvikling hos vores porteføljeselskaber gør, at vi på porteføljeniveau har meget stor tiltro til, at risikoen for permanent tab af vores kapital er særdeles begrænset selv i en verden, hvor fremtiden adskiller sig fra historien.

Hele vores investeringstilgang er gennemsyret af en manglende tiltro til, at de væsentligste faktorer i investeringsbeslutninger kan kvantificeres, og vi vil hellere tilnærmelsesvist forudse den langsigtede udvikling i et selskab end at forsøge at lave eksakte værdiansættelsesestimater, der styrer vores ageren som investorer.

"Trust me when I tell you more fiction is written on Microsoft Excel than on Microsoft Word"
Johann Rupert, Chairman of Compagnie Financìere Richemont

Kontanter

Ethvert selskab er i princippet "bare" en juridisk enhed, hvor der strømmer en form for kapital ind i selskabet med det mål at skabe pengestrømme senere hen. Vi er dybt fokuseret på at forstå de pengestrømme, vores selskaber leverer, da det i sidste ende er disse pengestrømme som vi som aktionærer er berettigede til. Genanvendelse af disse pengestrømme gennem geninvestering i forretningen er det, som skaber grundlaget for den fremtidige værdiskabelse. Det er desuden også de løbende kontanter et selskab kan generere, der betaler regningerne og ikke den periodiserede indtjening, der ofte er så stor fokus på. Det gamle ordsprog "cash is king" er altså noget vi abonnerer på i Secure Market Power.

Aktiemarkedet lader også i stigende grad i disse krisetider til at rette blikket mod de vigtige pengestrømme. For eksempel er aktieprisen på et selskab som Netflix faldet med mere end 70% siden toppen (Netflix er ikke en del af Secure Market Power). Netflix står over for en række udfordringer som en nedgang i væksten oven på COVID-19, en inflationspræget forbruger og øget konkurrence fra kapitaltunge spillere, men et fundamentalt problem ved selskabets ellers flotte rejse mod at blive verdens største streamingselskab, er en manglende evne til at skabe pengestrømme som følge af tunge investeringer i content creation. På indkomstopgørelsen amortiseres dette over en årrække og dermed formår Netflix alligevel at levere et "regnskabsmæssigt overskud". I en potentiel krise, hvor man ovenikøbet er tvunget til at investere massive mængder i nyt content for at fastholde abonnenterne, bliver det spændende at se, hvordan denne pengestrømsgenerering udvikler sig. Denne problematik har vi svært ved at forestille os blive aktuel for vores selskaber, da pengestrømsgenereringen og markedspositionen er ekstrem holdbar.

Vi har tidligere forholdt os kritisk over for de såkaldte "profit less disruptors" (som f.eks. Uber og Peloton), der blev populariseret i 2020 og modtog store investeringer, som vi tvivler på ville have fundet sted uden den meget aggressive finans- og pengepolitik, der er blevet ført i de senere år. Et stort dilemma som disse virksomheder står over for er, at deres pengestrømme er dybt negative, og dermed vil nogle forventeligt få problemer med at betale regningerne fremadrettet. Eftersom pengestrømmene er negative, så er den eneste måde at betale regningerne på ved at genbesøge kapitalmarkederne enten gennem udstedelse af aktier eller optagelse af gæld. Prisen på denne manøvre er dog steget signifikant i takt med, at renteniveauet er steget, og disse selskabers aktiekurser er faldet helt op mod 90%. Det betyder praktisk talt, at der skal udstedes 10 gange flere aktier, end der skulle sidste år for at hente den samme mængde kapital. Det er nemlig paradoksalt nok, når man har brug for kapital, at den er sværest at skaffe, samtidig med, at man får de dårligste vilkår. Pressede selskabers behov for at hente kapital er noget, der giver dårlige minder til en række finansielle institutioner under finanskrisen, hvor aktionærerne stadig venter på deres afkast.

Desuden er det værd at bemærke, at der har været fokuseret enormt meget på såkaldte "NON-GAAP" regnskabstal, der efter vores opfattelse overdriver den faktiske indtjeningsevne disse virksomheder besidder. Det mest aktuelle eksempel på dette er brugen af optionsaflønning til medarbejdere, hvor indtjeningen i "NON-GAAP" termer praktisk talt måles før (en andel af selskabets) løn til medarbejderne. Disse optioner er dog også et kæmpe problem for den fremtidige drift for mange af disse selskaber, da de udstedte optioner er blevet værdiløse oven på de massive kursfald, og derfor vil medarbejderne i stigende grad formentlig finde arbejde andetsteds. Alternativet er at strikke nye optionsprogrammer sammen, men dette sker igen baseret på en aktiekurs, der er faldet signifikant, og dermed udvandes aktionærerne yderligere.

Heldigvis besidder vores selskaber evnen til at skabe løbende pengestrømme, kombineret med, at de praktisk talt er gældfrie. Uroligheder på de finansielle markeder rammer således ikke evnen til at finansiere driften hos vores virksomheder. Vi kan faktisk glæde os over, at vores selskaber kan tilbageerhverve deres egne aktier til færre penge end ved årsskiftet. De kursfald, vi pt. oplever, betyder således, at vi skal dele det fremtidige overskud med færre andre aktionærer. De igangværende aktietilbagekøbsprogrammer hos selskaberne i Secure Market Power svarer til, at vores selskaber i dag kan købe 4% af aktiekapitalen tilbage, mens dette tal var 2,8% i indgangen af året. Det er altså netop i disse perioder, at kontantbeholdningerne på balancerne hos vores virksomheder er betryggende, og kan skabe signifikant værdi for os som medejere. Det har en række af vores selskaber heldigvis også gennemskuet, og vi har set højere aktietilbagekøb blandt en række af vores porteføljeselskaber end ventet. Eksempelvis påbegyndte et af vores porteføljeselskaber, S&P Global, et større aktietilbagekøbsprogram i marts 2022. Med de kursfald selskabets aktie siden har oplevet, svarer dette aktietilbagekøbsprogram nu til ca. 10% af selskabets markedsværdi. Vi skal således dele den fremtidige indtjeningsudvikling i S&P Global med væsentligt færre aktionærer.

"We like where the stock is"

Scott B. Ullem, CFO of Edwards Lifesciences

Inflation

Markedskommentatorer har længe påpeget, at vi ikke har oplevet signifikante prisstigninger gennem flere årtier. Det har nu ændret sig mærkbart. Mens man kan komme på mange komplicerede forklaringer bag inflation, så er prisen på en given ting i sidste ende et spørgsmål om udbud og efterspørgsel, hvor et selskabs mulighed for at manøvrere i en inflationær periode ligeledes afhænger af efterspørgslen på selskabets produkt samt muligheden for udbud fra potentielle konkurrenter.

Vores selskaber er generelt i en gunstig situation rent operationelt i en så skelsættende periode, som den vi lige nu befinder os i. Mens vi ikke kan afvise, at renterne skal stige yderligere og dermed vil lede til et fald på værdisætningen af vores portefølje, så er de langsigtede udbuds/efterspørgselsforhold overordnet sunde for de produkter, som vores selskaber leverer. De selskaber vi investerer i, opererer i et decideret monopol eller duopol, hvor udbuddet fra andre selskaber er begrænset og hvor indgangsbarriererne er høje for nye spillere. Formuleret på en anden måde, så har vores selskaber muligheden for at hæve deres priser, da der simpelthen ikke er andre eller kun et begrænset antal konkurrenter, der kan levere en sammenlignelig ydelse. Dette forstærkes yderligere af, at langt størstedelen af vores selskaber sælger produkter, der enten er nødvendige for kunden, udgør en lille del af kundens samlede omkostning eller har en særlig appel til kunden. Herudover har vores selskaber højere marginer og lavere kapitalintensitet end markedet som helhed, hvilket gør det inflatoriske pres mindre.

Et nærliggende eksempel på kontrasten mellem selskaber, der har evnen til at manøvrere rundt i disse hektiske perioder, er Zalando og vores porteføljeselskab LVMH. Zalando opererer i et konkurrencepræget marked, og de har umiddelbart vanskeligt ved for alvor at overføre selskabets signifikante stigninger i omkostningsbasen til kunderne, hvor de samtidig er mødt af de svære forhold for forbrugerne og genåbningen af de fysiske butikker. Zalando har også set en stigende tendens til returnering af produkter fra kunden (som på industriniveau er op mod hele 50% af de leverede varer!), og dette er en dyr fornøjelse med de nuværende transportomkostninger. LVMH er en anden historie. LVMH har nemlig en hel unik brandportefølje, der appellerer til det mere velhavende kundesegment, som er mindre følsomme over for prisstigninger. Det giver god mulighed for at videreføre stigende omkostninger til kunden, da det endda kan argumenteres, at luksusgoder får højere efterspørgsel desto mere prestigefyldt/dyrere de bliver. Man fristes til at sige, at Zalandos kunder står i kø for at

LVMH

LVMH er en forkortelse for Louis Vuitton Moet Hennessy. LVMH er et konglomerat, der ejer nogle af verdens største luksusbrands. Deres klart største brand er Louis Vuitton efterfulgt af Christian Dior. Selskabet har høje indtjeningsmarginer og har historisk vist en forbilledlig evne til at geninvestere frie pengestrømme. Både organisk og i nye brands.

returnere deres ubrugte varer, mens forbrugerne står i kø for at købe LVMH´s varer. I sidste ende er forskellen, at LVMH er det eneste selskab, der kan sælge lige netop sine meget efterspurgte brands, mens Zalando leverer sammenlignelige produkter som sine konkurrenter.

Der har desuden været meget snak om investering i energirelaterede selskaber, da de er den eneste kategori af aktier, der for alvor har leveret stærke afkast i 2022. Vi er meget bevidste om den kritiske energisituation, vi lige nu befinder os i. Herunder ikke mindst i Europa. Vi er dog ikke fristet af at erhverve disse energirelaterede aktier, da vi ikke føler os overbeviste om, at vi kan forudse priserne på energi, ligesom mange af disse selskaber mangler konkurrencemæssige fordele og fornuftig kapitalallokering. Generelt er vi påpasselige med at kommentere på de fremtidige priser på råvarer, men der er ingen tvivl om, at vi har et udbudsproblem, og det ville ikke komme bag på os, hvis energipriserne forbliver høje i en rum tid endnu. Problemet er dog, at på et eller andet tidspunkt, så vil sådan et homogent marked "cleares" gennem lavere efterspørgsel som følge af tilstrækkelig høje priser eller øget udbud gennem introduktionen af ny produktionskapacitet. Mens det ikke nødvendigvis vil føre til store nominelle prisfald, så føler vi os ret overbeviste om, at kigger man langt nok frem, så vil prisen på energi ikke compounde med 10-15% om året. Det forventer vi derimod, at den indre værdien hos vores selskaber kan.

"We are running at maximum capacity and expect demand to exceed supply well into the next year"
Peter Wennink, CEO of ASML

Robuste selskaber til en usikker fremtid

I Secure Market Power er vi medejere af 24 velpositionerede markedsledere med et begrænset udfaldsrum, der besidder solide balancer, evnen til at finansiere driften gennem de organisk genererede pengestrømme og gode muligheder for at manøvrere i et makroøkonomisk regime med stigende priser. Denne robusthed i vores selskaber og deres manglende afhængighed af forholdene på de finansielle markeder giver grobund for langsigtet værdiskabelse i en usikker verden. De nuværende tilstande på aktiemarkedet kan virke voldsomme, og det er i disse tider, at tålmodighed for alvor bliver en dyd, da man skal vente en anelse længere på, at den fundamentale værdiskabelse kan aflæses i markedsværdien af ens investeringer. Dette kan vi heldigvis trygt gøre velvidende, at vores 24 selskaber historisk er kommet styrket ud af urolige perioder. Det, forventer vi også, vil være tilfældet i denne gang.

Så selvom der altid er grunde til at være pessimistisk, så ser vi al mulig grund til at fastholde det optimistiske syn på vores porteføljeselskabers fremtid.

Tak for din tid og opbakning.

Med venlig hilsen

Henrik Knudsen
Portfolio Manager

Mikkel Petersen
Portfolio Manager