

Halvårsbrev 2024

Secure Market Power

Kære medinvestorer

Secure Market Power leverede et afkast på 16,9 %, mens det globale aktiemarked (MSCI ACWI) leverede et afkast på 14,8% i årets første halvår. Det er vi selvfølgelig glade for, men vi er endnu gladere for, at afkastet siden opstart for efterhånden snart 5 år siden ligeledes har været yderst tilfredsstillende med et samlet afkast på næsten 93% (efter omkostninger) mod markedets 68%. Det er også værd at huske på, at afkastene er blevet leveret i hvad man mildt sagt må kalde et dynamisk markedsmiljø: COVID-19 nedlukninger, signifikante inflations- og rentebevægelser, krige, geopolitisk usikkerhed og sidst men ikke mindst den seneste fremmarch af kunstig intelligens.

Det er efterhånden halvandet år siden, at OpenAI tog verden med storm, da de lancerede chatGPT. Siden lanceringen har AI fyldt mere og mere og i stort set alle regnskabsaflæggelser bliver virksomhederne spurgt ind til deres strategi på området.

Den bedste beskrivelse af situationen er vel, at der er opstået en form for "våbenkapløb" i forhold til hvem, der kan tilbyde de bedste AI modeller. De store teknologigiganter investerer massive mængder i AI for at kunne udvikle de bedste modeller og tilbyde det til deres kundebase. Investeringsniveauet for Meta, Alphabet, Microsoft og Amazon er gået fra 40 milliarder dollars i 2017 til forventet næsten 200 milliarder dollars i 2024. Det våben alle selskaber hungres efter er NVIDIAs stærkeste GPU, der giver dem mulighed for at træne de mest avancerede AI modeller. Elon Musk har også kastet sig ud i våbenkapløbet med X (tidligere Twitter). Deres Grok 2 model skal bruge 20.000 NVIDIA mikrochips (H100), mens den næste version forventeligt skal bruge 100.000. Eftersom disse chips koster i omegnen af DKK 200.000/stk., er det altså enorme beløb, der er tale om.

Vi har dog meget svært ved at vurdere afkastet på de massive investeringer disse selskaber foretager, da vi hverken ved præcist, hvordan selskaberne kan tage sig betalt for det eller hvem, der vil ende med at løbe af med sejren (hvis nogen). Vi ved dog, at de skal bruge "våben" og lige nu er det som sagt NVIDIAs mikrochips, der hungres efter. Vi føler dog heller ikke med sikkerhed, at vi kan sige, at det er den mest efterspurgte chip om 5-10 år (selvom indikationer tyder på, at NVIDIA har etableret en holdbar markedsposition). Det vi dog er ret overbeviste om er, at om det så er NVIDIA, AMD eller andre, der formår at designe de bedste chip, så skal de produceres på produktionsanlæg hos vores porteføljeselskab TSMC, der praktisk talt er det eneste selskab i verden, der kan producere de mest avancerede mikrochips. Ligeledes føler vi os overbeviste om, at TSMC fortsat vil være afhængig af produktionsudstyr leveret af vores porteføljeselskaber ASML (litografimaskiner), VAT Group (vakuumbeskyttede ventiler) og BEI (maskiner til pakning af mikrochips).

Det er dog ikke kun selskaberne, der blander sig i "våbenkapløbet", som påvirkes af udrulningen af AI på et samfundsplan. Vi er dog generelt fortrøstningsfulde med brugen af AI på tværs af vores porteføljeselskaber. Vores Market Power-selskaber dominerer deres markeder, har unikke data og økonomiske muskler, der vil gøre dem i stand til at drage mere nytte af AI end deres konkurrenter.

Mens AI har stjålet meget fokus, har det haft beskeden indflydelse på de porteføljusteringer, vi har foretaget os. I årets første halvår etablerede vi et medejerskab af et nyt Market Power selskab i form af norske Schibsted, mens vi også valgte at frasælge vores position i Nike, Resmed og Rightmove.

God læselyst.

Udvikling i årets første 6 måneder

Med et afkast på 16,9% leverede Secure Market Power et afkast, der var ca. 2% bedre end markedet. Det mest positive bidrag kom fra Novo Nordisk, TSMC og Hemnet. Hemnet blev vi medejere af kort efter børsnoteringen i 2021, mens vi har været medejere af Novo Nordisk og TSMC siden henholdsvis 2019 og 2020. For TSMC var det således ikke den nuværende AI bølge, der drev vores oprindelige investeringsbeslutning. Det var den ledende position de havde opbygget igennem årtier.

TSMC - Taiwan Semiconductor Manufacturing Company - er ledende producent af "leading edge" microchips. Deres kunder, herunder NVIDIA har i princippet ingen alternativer til TSMC, når de skal have produceret deres sofistikerede mikrochips. Denne ledende markedsposition indenfor produktion af sofistikerede microchips - GPU-chips til Nvidia, Logic chips til Apples produkter eller Teslas biler har TSMC opbygget over årtier. Det har gjort dem i stand til at øge omsætningen med mere end 14% årligt over de sidste 17 år. I samme periode er TSMC's aktiekurs steget mere end 20% på svarende til en 23-dobling.

Vi forventer, at TSMC kan fortsætte den hidtidige værdiskabelsesrejse. Deres to nærmeste konkurrenter, Samsung og specielt Intel, har store produktionsmæssige udfordringer. Udfordringer, der gør at de ikke er i stand til at generere de pengestrømme, der er essentielle for fortsat at kunne investere i at udvikle forretningen. Samtidig tyder meget på, at der fortsat vil være en stigende efterspørgsel efter microchips. Om Nvidias GPU chips fortsat vil være den store drivkraft er vi usikre på. Men om det er Nvidia eller et andet selskab eller chips type, der løber med opmærksomheden de kommende år, så har de kun én mulighed, når chip'en skal produceres.

De mest negative bidrag til vores afkast kom fra CoStar, Verisign og LVMH.

Efter en årrække med høj vækst er luksusindustrien i en konsolideringsfase, hvor forskellen i styrken de forskellige brands imellem træder tydeligt frem. På den ene side er Hermes og LVMH's brands som Louis Vuitton og Christian Dior fortsat med at levere positiv organisk vækst. På den anden side har brands som Gucci og Burberry store udfordringer. Burberry er nyligt kommet med en massiv nedjustering, ledelses- og strategiskifte og Guccis salg faldt i første halvår med hele 18%. Vi fastholder vores position i LVMH og ser gode muligheder for, at de vil komme styrket ud af de udfordringer industrien står over for. Vi har ligeledes fortsat Hermes som en del af vores investerbare univers og vil overveje denne, hvis vi ser et attraktivt afkastpotentiale.

Ændringer i porteføljen

I Secure Market Power er vi langsigtede investorer og køber og sælger derfor sjældent. I et normalt år køber og sælger vi selskaber svarende til ca. 10-15% af porteføljen. En typisk forvalter af en global aktieportefølje ligger ofte over 50%, dvs. væsentlig mere kortsigtet end den tilgang vi praktiserer i Secure Market Power. Der er to hovedårsager til vores lave handelsaktivitet. Den første årsag er, at vi i Secure Market Power ejer virksomheder med exceptionelle karakteristika. På papiret lyder det måske meget nemt at bytte disse virksomheder ud, når de er blevet "lidt for dyre". Men i den virkelige verden er det ikke så nemt at finde en erstatning for en "verdensklassevirksomhed". Denne overbevisning gælder, selv når vores virksomheder kan forekomme dyre sammenlignet med virksomheder af lavere kvalitet, eller når andre virksomheder kan drage fordel af en ny "modetendens", der ikke vil løfte de selskaber, som vi er medejere af.

Den anden årsag til lav omsætning er, at virksomheder af høj kvalitet understøtter en lang holdeperiode. Det er med den lange investeringslinse, at compounding kommer til sin ret. For os er compounding ikke ensbetydende med et fantastisk afkast i en kort periode men derimod et godt afkast i en lang periode. Det harmonerer med at investere langsigtet i selskaber med en varig konkurrencefordel, der er veldrevne og med fornuftige geninvesteringsmuligheder. Så vores virksomheder kommer ikke til at vokse med den hurtigste takt. Til gengæld skal de gerne vokse i årtier.

I løbet af første halvår blev det muligt for os at købe et af disse selskaber med exceptionelle karakteristika, da flere faktorer faldt på plads og dermed muliggjorde en investering i Schibsted. Det beskriver vi nedenfor. Til at finansiere købet af Schibsted har vi valgt at skille os af med tre selskaber: Nike, Rightmove og Resmed. I alle tre tilfælde vurderede vi, at risici og dermed udfaldsrummet var blevet for stort efter vores smag. Her ser vi anderledes lysere på fremtiden for Schibsted.

Schibsted

I løbet af første halvår har vi købt det norske medieselskab Schibsted til porteføljen. Schibsteds historie kan dateres tilbage til 1839, hvor de udgav deres første aviser. Aviser udgjorde tyngden i forretningen frem til omkring årtusindskiftet.

Frem til årtusindskiftet kan Schibsted bedst sammenlignes med Berlingske media og JP Politikens hus, bare i Norge. Nogen af os husker måske stadig vægten på søndags Berlingen eller Jyllands-Postens ditto. Indeholdende flere sektioner proppet med boligannoncer, jobannoncer og bilannoncer. I stort set alle lande skete der omkring årtusindskiftet et skifte, hvor annoncering af boliger, job og biler glidende migrerede online og blev til det vi herhjemme kender i dag som Boligsiden.dk, Jobindex og Bilbasen.dk.

Det var ikke kun i Danmark, at de gamle mediehuse som JP Politiken og Berlingske media ikke formåede/evnede/forstod at geninvestere de massive overskud fra den analoge verden i at opbygge

en position online. Som bekendt er hverken Boligsiden.dk, Jobindex eller Bilbasen.dk, der i dag sidder på stort set al søgning indenfor deres respektive områder, ejet af de gamle mediehuse. Det samme er tilfældet i stort set alle lande i verden og skete ligeledes indenfor andre medier. Tag f.eks. Blockbuster, der på ingen måde formåede at transformere deres fysiske forretning online og har måttet se Netflix løbe med det hele.

Schibsted, der dengang var anført af visionære Kjell Aamot, var et blandt ganske få nationale mediehuse, der med succes formåede at migrere deres succesfulde avisannoncering af boliger, biler og job online. Tilbage i 1999 etablerede de Finn.no. Med ejerskab af både lokale, regionale og nationale aviser var de i stand til at tage alle disse annoncer online på én platform; Finn.no. For en nordmand (m/k), der i 2001 var på udkig efter nyt job, ny bil, ny bolig etc. blev Finn.no hurtigt standardværktøjet. Det samme er tilfældet i dag. Siden 1999 er flere vertikaler blevet tilføjet og man kan sige, at Finn.no i dag svarer til Boligsiden.dk, Jobindex, Bilbasen.dk, Airbnb, DBA i en annonceringsportal. Eller *marketplace* som det kaldes på engelsk.

Den initiale succes med Finn.no fik Kjell Aamot og resten af ledelsen i Schibsted til at rette fokus mod udlandet. I 2003 købte de Blocket i Sverige og fortsatte videre ud i Europa/verden med køb af *marketplaces* i en række lande. Herunder ikke mindst Leboncoin i Frankrig.

Med alle opkøbene er *marketplace* aktiviteter udenfor Norden blevet en væsentlig del af forretningen og i 2018 vælger man at skille disse aktiver ud i et særskilt selskab, Adevinta og efterfølgende børsnotere dette. Tilbage i det "gamle" selskab Schibsted ligger de nordiske *marketplaces* Finn.no og Blocket.se, nyhedsmedierne og en ejerandel på 30% i Adevinta.

I 2020 køber Adevinta Ebays europæiske *marketplace* forretning, hvis hovedaktiv er tyske Mobile.de (Bilbasen.dk i Tyskland). Bilbasen.dk og DBA er en del af dette køb. Men disse aktiver bliver videresolgt til

Hvad er et marketplace? I simple termer er et marketplace et sted enten fysisk eller online, der faciliterer udveksling af varer eller services mellem købere og sælgere. Et eksempel på et fysisk marketplace er et storcenter, da det netop faciliterer transaktioner mellem butikker på den ene side og kunder på den anden side.

Online kan Airbnb nævnes. Airbnb faciliterer adgangen mellem (sommer)husejere, der ønsker at leje deres huse ud i kortere perioder og turister på udkig efter et sted at holde ferie.

I begge tilfælde tager marketplace sig betalt for at facilitere adgangen mellem køber og sælger. I storcenterets tilfælde gennem betaling af husleje og i Airbnb i form af det formidlingshonorar, også kaldet "take rate", som de tager for at formidle kontakten mellem udlejer og lejer. Størrelsen af denne "take rate", hvor "take rate" kan defineres som andelen, der går til marketplace ift. Transaktionens værdi, varierer betydeligt.

Hverken fysisk eller online har et marketplace nogen værdi hvis ikke både købere og sælgere er til stede. f.eks. et storcenter vil, der ofte være konkurrerende storcentre, hvor købere kan shoppe. Det sætter en naturlig grænse, hvor meget storcentret løbende kan hæve huslejen.

Siden årtusindskiftet har en række aktører skabt en nærmest monopollignende marketplace online. Her har det pågældende marketplace søgetrafik fra kunderne, der er 5-10 gange større end nr. 2 på markedet. Så for sælgere giver det ikke mening at sætte sin vare eller serviceydelse til salg andre steder end her. Herhjemme er Jobindex, boligsiden.dk og Bilbasen.dk mange gange større end de respektive nr. 2 og dermed gode eksempler på den dominerende position, der er skabt over de sidste 20 år.

Schibsted og indgår derefter i deres nordiske *marketplace* aktiver.

Både Schibsted og Adevinta har været del af vores investerbare univers siden 2019. Manglende fokus, uklar strategi, deres skrantende news media aktiver i norden og andre og bedre alternativer har afholdt os fra at investere.

Meget markante strategiske ændringer fra selskabet side har dog fået os til at revurdere vores holdning og i marts valgte vi at købe Schibsted til porteføljen og med det potentiale vi ser, har vi samtidig gjort den til vores tredjestørste position.

Kort sagt er Schibsted nu blevet det selskab vi hele tiden har villet eje: Nordic Marketplaces. Adevinta er blevet solgt til to Private Equity fonde (hvor Schibsted dog fortsat ejer 14%) og News Media aktiverne er blevet solgt til den norske erhvervsdrivende fond: Tinius Trust.

Hovedaktiviteten i det Schibsted vi nu er blevet medejere af, er markedsledende *marketplaces* i Norden/Norge indenfor 4 vertikaler: Auto, Boliger, Job og Recommerce.

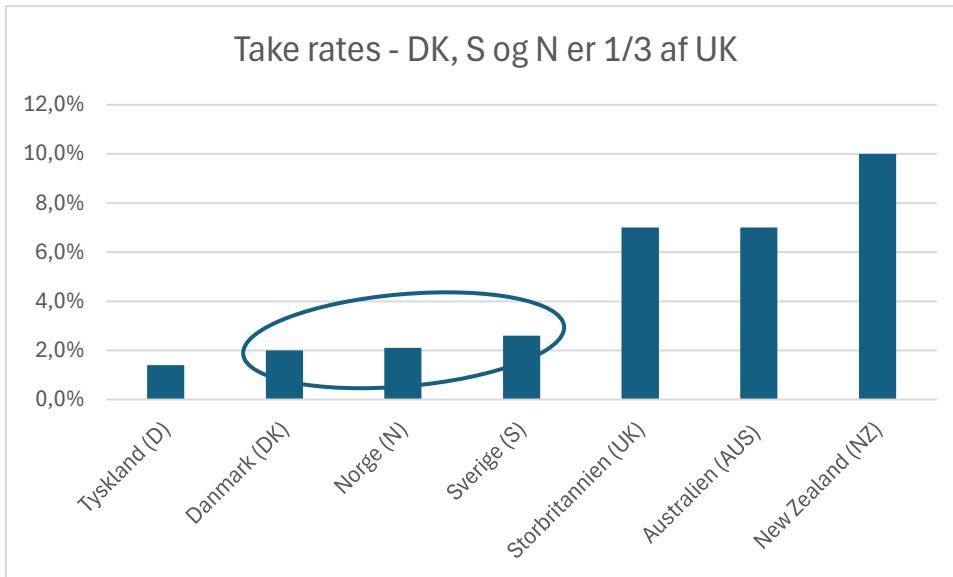
Hvorfor Schibsted?

Vi er meget overbeviste om, at Schibsted besidder endog meget stærke og monopollignende markedspositioner, der samtidig er vanskelige at udfordre.

Samtidig tager Schibsted en betydelig lavere andel af transaktionsværdien (take rate) end sammenlignelige *marketplaces* udenfor Norden. En "take rate" vi forventer de vil øge de kommende år og være den primære omsætningsmotor.

Nedenfor har vi illustreret dette indenfor Auto vertikalen. Her betaler autoforhandlere eller private for at sætte en brugt bil til salg. Andelen, der betales for annoncering, er beregnet i forhold til bilforhandlerens gennemsnitlige bruttofortjeneste på brugte biler i de respektive lande. I f.eks. New Zealand har en bilforhandler i gennemsnit en bruttofortjeneste pr. brugte bil på 1.800 NZD og betaler ca. 180 NZD til New Zealands svar på Bilbasen.dk, trademe. Svarende til en "take rate" på ca. 10%.

Vores analyse på tværs af landene indikerer også, at der er flere ligheder end forskelle på tværs af brugtbilsmarkedet i de enkelte lande. Den gennemsnitlige pris på en brugt bil er nogenlunde ens og brugtvognsforhandlerens bruttofortjeneste pr. bil ligger i niveauet 8-10%. Den store forskel er annoncenprisen.



Når vi laver denne sammenligning på tværs af lande med selskaber, der har de samme stærke markedspositioner som Schibsteds Market Places indenfor biler, så har Schibsted ikke i samme grad udnyttet deres stærke markedsposition.

Det forventer vi, at de vil gøre over de kommende år, hvor de vil øge annonceprisen mod niveauet for de bedste i industrien. Med højere priser og mere differentierede prismodeller indenfor både biler og deres andre vertikaler forventer vi, at Schibsted er i stand til at øge omsætningen med mere end 10% i de kommende mange år. En væsentlig lavere vækst i Schibsteds omkostninger gør, at indtjeningen og de frie pengestrømme vil vokse i et endnu hastigere tempo.

Nike

Nike er nok en af de største fejl, vi har begået i levetiden af Secure Market Power. Ikke nødvendigvis fordi investeringen resulterede i et negativt afkast, men snarere fordi den aldrig skulle være foretaget.

Vi blev retrospektivt nok forblændet af Nikes historiske værdiskabelse og deres forsøg på at replicere luksusindustrien, hvor vi har set den fantastiske værdiskabelsesrejse som LVMH og Hermès har været på. Beskeden var nemlig klar: Nike skulle sælge digitalt og gennem egne butikker med meget højere marginer. Det var tesen, at Nike var i stand til dette, da de havde det stærkeste brand og den største snitflade med kunderne, herunder de mest anvendte apps.

Siden vores oprindelige investering blev foretaget, har vi dog ikke for alvor kunnet se nogle tegn på, at denne transition fandt sted. Nike har uden tvivl forsøgt, men de er blevet mødt af mere intens konkurrence end vi (og formentlig selskabet selv) havde regnet med. Det afspejles også af selskabets manglende evne til at leve op til de forventninger selskabet fremlagde frem til 2025.

Nike finansielle tal	2022	2023	2024	2025 outlook (offentliggjort efter vores frasalg)	Historiske forventninger frem mod 2025
Omsætningsvækst	5,0%	10,0%	0,0%	"Mid-single-digit decline"	"High single digit to low double digit growth"
Bruttomargin	46,0%	43,5%	44,6%	"10 to 30 bps expansion"	"High 40s by FY25"
EBIT margin	14,3%	11,5%	12,3%	"stable"	"High teens by FY25"
EPS vækst	5,0%	-14,0%	15,0%		"Mid to high teens growth"

I takt med, at Nike fjernede deres sortiment fra forhandlere som f.eks. Footlocker, valgte forhandlere i stigende grad at sælge andre brands. Nike var ikke så stærk en trafikskaber som vi havde regnet med. Der er nemlig en håndfuld spillere, som har vækstet meget hurtigere end Nike. Feks. Hoka, On Running og Lululemon. Samtidig er Adidas på vej tilbage fra en tumultarisk periode i selskabets historie, mens andre mere regionale spillere som Anta Sports i Kina ligeledes har klaret sig bedre end Nike.

Vi tror, at Nikes ledelse (ligesom os) overvurderede deres evne til at drive trafik. Ved den sidste regnskabsaflæggelse i vores investeringsperiode varslede Nike besparelser. Det kan være fornuftigt, men en del af dem skulle geninvesteres i marketing. I vores optik lyder det som et defensivt tiltag på en transition, der ikke er gået som forventet. Nike har historisk været begunstiget af deres stærke markedsføringsmaskine, hvor de har sponsoreret de største atleter. Spørgsmålet er også, om fremkomsten af digital marketing har åbnet konkurrence inden for diverse "lommer", hvor brands kan målrette deres markedsføring bedre mod en specifik kundegruppe.

Vores arbejdstese var, at Nike var sportens svar på luksusgoder som Louis Vuitton. Vores umiddelbare svar er dog, at det ikke er tilfældet, og vi er ikke overbeviste om, at Nike på sigt kan være succesfulde med deres transition. Vi valgte derfor i januar at frasælge vores position. Siden har selskabet nedjusteret og aktien er faldet næsten 30%.

Resmed

Resmed har på mange måder været et positivt bekendtskab i Secure Market Power, da selskabet igennem vores medejerskab har vækstet deres indtjening signifikant. Det skyldes en kombination af fortsat vækst i antallet af søvnapnøpatienter samtidig med, at selskabets største konkurrent (Philips) måtte tilbagekalde deres produkter i forlængelse af en produktfejl, hvilket gav Resmed signifikant medvind. De var praktisk talt den eneste leverandør i et voksende marked!

Philips har i mellemtiden lavet en aftale med FDA (de amerikanske sundhedsmyndigheder) og vil på sigt komme tilbage på markedet. Vi er dog ikke ovenud bekymret for, at Resmed vil møde signifikant modvind pga. dette, da selskabet har klart de bedste produkter, og har givet Philips baghjul de sidste mange år.

Desværre er Resmed blevet mødt af en modvind, som de ikke rigtig selv har indflydelse på. Søvnåpnø er nemlig stærkt korreleret med svær overvægt og i takt med, at Novo Nordisk og Eli Lilly formår at behandle flere og flere patienter, er der en risiko for, at patientpopulationen vil falde eller i hvert fald, at væksten i antallet af patienter ikke vil være lige så høj som den historisk har været.

Vi valgte at sælge Resmed ovenpå det øgede udfaldsrum, da aktiekursen havde rettet sig ovenpå store fald og Eli Lilly publicerede studier, der viste en klar forbedring af søvnapnø, når de bliver medicineret med GLP-1 præparater. Efter vores frasalg af Resmed frigav Eli Lilly nye indikationer på, at mere end halvdelen af patienter på GLP-1 præparater faktisk kan komme under grænsen for at blive diagnosticeret med søvnapnø. Baseret på dette kan man tvivle på, om de kan få tilskud til behandling gennem de offentlige systemer.

Rightmove

Vi har en forkærlighed for online classifieds (herunder særligt inden for boligportaler, der svarer til boligsiden.dk) og har gennem tiden investeret i disse lokale champions rundt omkring i verden i form af Hemnet (Sverige), Scout24 (Tyskland), Schibsted (Norge), CoStar (USA) og Rightmove (UK), mens vi også har fulgt udviklingen i andre lande som Australien (Rea Group), de baltiske lande (Baltic Classifieds Group) mv.

I vores optik er disse lokale champions ekstremt begunstiget af enorm pricing power og stærke netværksfordele. Der har historisk ikke rigtig været nogle gode eksempler på, at konkurrenter har formået at ødelægge eksisterende markedsleders dominans, hvilket også illustreres gennem de imponerende afkast disse selskaber har genereret over de sidste årtier. Se vores tidligere artikel om dette [her](#).

Rightmove står dog måske over for den værste test af deres ellers uigennemtrængelige markedsposition. De har nemlig fået besøg af CoStar fra USA, der har købt Rightmove "konkurrenten" OnTheMarket. CoStar er den værst tænkelige konkurrent, da selskabet har en imponerende historik i at udvikle ejendomsportaler og er meget investeringslystne med signifikante beløb stående på balancen (selskabets kontantbalance er større end markedsværdien af Rightmove!). Hvorvidt CoStar egentlig vil have succes med at overtage Rightmove kan vi tvivle på, men der er en risiko for det. Ydermere er der en risiko for, at Rightmove bliver nødt til at modsvare CoStar med dyre investeringer i bestræbelserne på at fastholde af ejendomsmæglere og brugere af platformen.

Eftersom vi alligevel havde muligheden for at erhverve lignende aktiver som Rightmove i Norge i form af Schibsted (endda til en bedre pris og med et højere værdiskabelsespotential) valgte vi at sælge Rightmove. Vi vurderer nemlig, at det vil være sværere for f.eks. CoStar at penetrere det norske marked grundet sprogbarrieren, manglende konkurrenter at købe, mens incitamentet også er meget mindre grundet landets størrelse og deraf lavere indtjeningspotential.

Afrunding

Vi har gentagne gange beskrevet, hvor værdidestruerende det kan være at forsøge at time finansielle markeder, og vi mener en god tommelfingerregel til investering er at være fuldt investeret i en portefølje bestående af solide virksomheder over en lang periode.

Alle regler har dog undtagelser og i dette tilfælde en undtagelse, der i virkeligheden bekræfter reglen, nemlig Jim Simons eller "The Man Who Solved The Market". Jim Simons var en af klodens bedste matematikere og i 1988 etablerede han "The Medallion Fund", der baseret på avanceret matematik skulle investere i finansielle aktiver. Siden etableringen har fonden leveret 66% i årligt afkast før omkostninger (ja, du læste rigtigt!) og har uden tvivl været den bedst performende investeringsfond nogensinde. Jim Simons døde desværre d. 10. maj 2024 og vi sagde dermed farvel til den (måske) bedste investor nogensinde.

Vi tvivler stærkt på, at vi kommer til at se investeringsfonde med afkast, der bare kommer i nærheden af de afkast Jim Simons leverede. Der er i hvert fald ingen, som lige p.t. tilnærmer sig dette, hvilket gør Jim Simons helt unik. Faktisk taber de fleste investorer, der tilstræber en sammenlignelig "matematisk tilgang" til investering penge enten på absolut basis eller relativt til hvad et "sammenligneligt benchmark" leverer. For hver Jim Simons finder du således tusindvis af skuffelser, herunder massive tabere.

Vores investeringsfilosofi favoriserer investeringer i en koncentreret portefølje af markedsledende virksomheder med et begrænset udfaldsrum. Mens vores investeringsfilosofi på ingen måde vil levere et afkast, der nærmer sig "The Medallion Fund", er vi fortrøstningsfulde i, at vores robuste investeringsfilosofi vil outperforme det globale aktiemarked og dermed størstedelen af alle kvantitative investeringsstrategier over en årrække.

Vi må se, om kunstig intelligens en dag kan investere lige så godt som Jim Simons, men indtil den dag håber vi, I vil tage til takke med os og vores porteføljeselskaber (det gør vi i hvert fald selv!).

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

Med venlig hilsen



Henrik Knudsen
Portfolio Manager



Mikkel Petersen
Portfolio Manager