

Secure Market Power – Helårsbrev 2020

Kære medinvestorer,

Ekstrem. Det ord, der bedst indkapsler udviklingen på de globale aktiemarkeder i 2020, er i vores optik, ekstrem. Fra kraftige kursfald i foråret til høj risikovillighed og kursstigninger i efteråret.

I løbet af det tidlige forår, hvor Corona spredte sig fra Kina, oplevede vi voldsomme skred og på knap en måned faldt det globale aktiemarked med mere end 30%.

I løbet af efteråret har vi set en helt anden risikovillighed på aktiemarkedet. Bedst illustreret ved, at hele 248 såkaldte SPAC's blev introduceret på det amerikanske aktiemarked. SPAC, en forkortelse for Special Purpose Acquisition Company, er et selskab eller en "skal" om man vil, hvormed et selskab kan introduceres på børsen uden de krav til historiske regnskabstal og prospekt, der er en del af en typisk børsnotering. De 248 SPAC's, der blev børsnoteret i 2020, svarer til mere end de sidste 10 års SPAC-noteringer tilsammen. Samtidig så vi også flere "normale" børsnoteringer, hvor aktien på første handelsdag steg over 100%.

Med til at understrege de ekstreme tilstande i 2020 var en voldsom kursudvikling på flere aktier, med Tesla som den mest iøjnefaldende. Tesla steg mere end 700%. Både for udefrakommende og os, der følger aktiemarkedet tæt, er det vanskeligt at forstå, at værdien af et selskab kan flytte sig med USD 600 mia. på ét år.

Sammen med Apple, var Tesla en betydelig bidragsyder til afkastet for det globale aktiemarked. Tilsammen bidrog de to selskaber med mere end 2,6%-point til markedets samlede afkast på 6,3%. Dermed har to ud af indeksens ca. 3.000 selskaber stået for 40% af det totale afkast i 2020.

Nedenfor vil vi gennemgå året for Secure Market Power: Vi vil se på, hvordan vores selskaber har håndteret de udfordringer året har budt på, hvilke selskaber der har bidraget til afkastet og gennemgå de nye investeringer, vi har foretaget. I vores temaafsnit har vi fokus på den digitale økonomi og begrebet "Mean Reversion".

God læselyst.

Secure Market Power

I det volatile aktiemarked vi var vidne til i 2020, leverede Secure Market Power et solidt afkast på 14,4%. En udvikling vi naturligvis er tilfredse med, men som dog på betragtes som et øjebliksbillede. Specielt set i lyset af det lange perspektiv vi investerer med.

Alle vores selskaber har ligesom resten af verden været stillet over for helt nye og uventede udfordringer det sidste år. Igennem året har vi haft fokus på, hvordan vores selskaber har håndteret disse udfordringer, og om de har udnyttet potentielle muligheder for at styrke deres i forvejen stærke position. Når vi ser tilbage på 2020, er vi slet ikke i tvivl om, at vi er medejere af selskaber af den ypperste kvalitet, og som på hver sin måde har været i stand til at absorbere de voldsomme stød, året har givet. Vores selskaber er kort sagt kommet styrket ud af en vanskelig periode.

Her bør den amerikanske producent af udstyr til behandling af søvnapnø og andre luftvejssygdomme, ResMed, fremhæves. Allerede i det meget tidlige forår øgede ResMed produktionen af ventilationsudstyr til behandling af Covid-19 patienter signifikant, hvilket gjorde dem i stand til hurtigt at imødekomme et stigende behov fra hospitaler verden rundt. ResMeds primære forretningsområde er fortsat udstyr til behandling af søvnapnø, men håndteringen af Covid-19 gav ResMed mulighed for at vise overlegenheden af deres digitale sundhedsløsninger til behandling af generelle luftvejssygdomme. I vores optik skaber det fundamentet til en endnu stærkere position på dette strukturelt voksende marked.

Vores fokus i Secure Market Power er at udvælge selskaber som fx ResMed, der har en meget stærk markedsposition på et strukturelt voksende marked, og hvor vi vurderer, at sandsynligheden for, at denne position bliver udfordret, er meget lav.

Bidrag til afkastet i 2020

Generelt har bidraget til vores afkast været bredt funderet. De største positive bidrag til det absolutte afkast var Facebook (21,7%), Epiroc (32,1%), ResMed (26,6%) og Verisk Analytics (28%). Facebook har generelt leveret stærke regnskabsresultater og har på tværs af deres platforme haft vækst i både antallet af brugere og annoncører. Epiroc, der producerer udstyr og reservedele til mineindustrien, leverede til trods for et udfordrende markedsmiljø stærke resultater. Disse resultater var drevet af en gunstig udvikling i efterspørgslen efter reservedele og service, samt et fleksibelt produktionsset-up. Som vi nævnte tidligere, så har

ResMed været begunstiget af et øget salg af ventilatorer til brug for behandling af Covid-19 patienter. Til trods for udfordringer med at diagnosticere nye patienter grundet Covid-19 var ResMeds kerneforretning i stand til at levere høj encifret vækst. Verisk Analytics, der leverer unikke markedsdata til primært forsikringsindustrien og hovedsageligt igennem abonnementsordninger, var relativt upåvirket af den pandemi, der hærgede resten af verden. Virksomheden leverede en stabil udvikling i både omsætning og de frie pengestrømme.

De to største negative bidrag til vores afkast kom fra Verisign (2,7%) og Rightmove (-3,3%). Verisign opererer domænenavnsregistreringen for .com og .net, og de agerer som en form for vejviser på internettet. Hvert selskab med en aktiv .com eller .net webadresse betaler årligt et gebyr på mellem 7-8 USD for deres hjemmeside til Verisign – dog gennem mellemmand. Verisign har tilladelse til at sætte prisen op med ca. 5% årligt, hvilket de af hensyn til deres kunder har undladt i 2020. Rightmove, der opererer den største engelske ejendomsportal, har ikke kun undladt prisstigninger. De har givet deres kunder, de engelske ejendomsmæglere, henstand og prisreduktioner på deres månedlige abonnement. Begge selskaber har dermed hjulpet deres kunder igennem en vanskelig periode og i vores optik styrket deres markedsposition over de næste mange år gennem disse handlinger. Bedst eksemplificeret ved, at 88% af alle boligsøgende britere nu anvender Rightmove.co.uk som deres foretrukne værktøj i boligsøgeprocessen.

Nye investeringer i 2020

Vi har investeret i fem nye selskaber i løbet af 2020 og skilt os af med et selskab. Ved udgangen af 2020 bestod Secure Market Power af 20 selskaber. At vi har investeret i fem nye selskaber skyldes, at vi efter opstarten i efteråret 2019 fortsat har været i gang med at opbygge porteføljen. Med vores lange investeringshorisont forventer vi, at antallet af nye porteføljeselskaber fremover vil ligge noget lavere. Herudover gav markedsudsvingene os mulighed for at investere i selskaber, der lever op til vores investeringskriterier til attraktive priser.

De fem selskaber, vi har investeret i, er: Equifax, TSMC, Rational AG, Vat Group og Heico. Baggrunden for tre af disse fem investeringer har vi skitseret nedenfor.

Rational AG

Rational producerer automatiserede professionelle ovne til restauranter og cateringindustrien, og de er klart markedsdominerende indenfor såkaldte kombi-damp ovne, hvor de ifølge vores beregninger har en markedsandel på over 50%. Det gør dem mange gange større end nr. 2. Med deres seneste produkt er kokken i stand til at styre og kontrollere mange af tilberedningsprocesserne med sin iPhone og ovnen kan også rengøre sig selv efter brug. En Rational ovn er langt fra den ovn, vi anvender i vores eget køkken. Det er et produkt, fyldt med sensorer og software, der øger kokkens produktivitet. Netop på udvikling af disse områder er Rational langt foran konkurrenterne, og med deres nyeste produkter vil de i vores optik øge afstanden til konkurrenterne endnu mere.

Heico

Det er altid en stor fornøjelse at læse Heicos regnskaber. Hvis der nogensinde skal uddeles en Nobels litteraturpris for bedste regnskabslitteratur, så må Heico være en af kandidaterne! Vi sætter stor pris på Heico's klare kommunikation om de enkelte forretningsområder. Den har været knivskarp i et udfordrende år for Heico som følge af Corona.

På den korte bane er Heico, som producent af kopi reservedele til fly, udfordret. På den lange bane er det vores vurdering, at Heico aldrig har været bedre positioneret. Med de voldsomme stød som flyindustrien er udsat for, er det nu, at Heico's tid kommer. Over de sidste 20-30 år har Heico industrialiseret produktionen af kopi-reservedele til flyindustrien. En forretning der har taget lang tid at opbygge, idet man både skal besidde knowhow og acceptere en 8-10 år lang godkendelsesprocedure fra luftfartsmyndighederne. Efterfølgende skal flyselskaberne overbevises om at skifte. Heico har opbygget denne unikke position og er dermed et af ganske få selskaber, der kan sælge flyreservedele, der er 30-40% billigere end de originale produkter. Så i takt med, at flere og flere flyselskaber igen kommer på vingerne, er det oplagt, at der vil komme stor fokus på besparelser.

Denne udvikling forventer vi vil fortsætte i mange år og skabe et positivt "flywheel" for Heico. Et "flywheel", hvor overskuddet fra de nuværende godkendte produkter kan geninvesteres i nye typer af flyreservedele. Med et historisk afkast på den investerede kapital på over 20% byder vi disse fremtidige investeringer velkomne, og vi ser frem til at være Heico-aktionærer i de næste mange år.

Vat Group

Ligesom med Rational dominerer VAT group en meget snæver niche. Vat Group er en schweizisk producent af vakuumventiler. Ventiler, der anvendes indenfor en række teknologitunge industriprocesser. Herunder primært indenfor produktion af semiconductorer. Dette er et område, hvor den teknologiske udvikling har taget voldsom fart over de seneste år, og hvor mange af Vat Groups konkurrenter synes at være på vej til at falde fra, fordi de hverken har den finansielle eller teknologiske styrke til at følge den hastige udvikling. I takt med introduktionen af disse nye innovationer indenfor semiconductorindustrien, forventer vi, at Vat Group vil øge deres markedsandel betydeligt fra de nuværende 50%.

Booking Holdings

I løbet af foråret valgte vi at skille os af med Booking Holdings. Til trods for de udfordringer vi forventer, at Booking Holdings vil få over de kommende år, betragter vi dem fortsat som et glimrende og yderst velpositioneret selskab i rejseindustrien. Omvendt gav de voldsomme kursudsving over året os mulighed for at øge kvaliteten af den samlede portefølje endnu mere. Derfor valgte vi at skille os af med Booking Holdings.

Den digitale økonomi og mean reversion

Majoriteten af professionelle aktieinvestorer er vokset op med begrebet "mean reversion". Det har været fast inventar i aktieinvestorerens ordforråd i årtier, og betyder i al sin enkelthed, at når noget er faldet meget skal det stige, og når noget er steget meget, så skal det falde. Det er et begreb, der gennemsyrrer vores industri, og det er helt forståeligt. "Mean reversion" har nemlig været et statistisk faktum i mange år. Det er det faktisk stadigvæk, men ikke i samme grad som tidligere.

Hele Secure Market Powers investeringsfilosofi bygger på at investere i de virksomheder, der er resistente over for "mean reversion". De virksomheder, som igennem mange år kan blive ved med at levere gode resultater, fordi de har opnået en dominerede markedsposition, der er skabt som følge af en nøje udviklet og velvedligeholdt konkurrencemæssig fordel. Den slags virksomheder, der bliver ved med at levere resultater over en meget lang periode, kaldes også for "Compounders".

Hos Secure Market Power tror vi, at vi går en fremtid i møde, hvor der vil være flere Compounders at investere i indenfor mange forskellige industrier. Vi tror også, at mange af de virksomheder, der igennem de sidste 5-10 år har opbygget en dominerende position på deres marked, vil kunne fastholde den i meget længere tid, end hvad der er indregnet i deres nuværende aktiekurser. Det store spørgsmål er så, hvorfor vi tror det?

Internettet og den digitale økonomi er på mange måder ret kontraintuitivt. I vores halvårsbrev fra 2020 forklarede vi, hvordan mange små nichebrands udfordrede de veletablerede forbrugerbrands "holdbare" konkurrencemæssige fordel. Denne fortælling illustrerede en ny virkelighed, der er meget vigtig at anerkende.

Det har aldrig været lettere at starte en ny virksomhed, og der er enormt mange, der i øjeblikket kaster sig ud i entreprenørskabet – måske mere af nød end af lyst.

Mange af de nyetablerede virksomheder er "online first" virksomheder. Det vil sige, at det er virksomheder, der ikke investerer i det fysiske detailed, men i stedet forsøger at sælge til deres kunder gennem forskellige online kanaler.

En vigtig faktor, der har gjort denne gunstige udvikling mulig er, at online-first virksomheder ikke skal bruge meget kapital for at komme i gang, men de skal dog betale en lille "told" til nogle større virksomheder i processen.

Lad os antage, at du lige har modtaget en investering fra en af løverne i "Løvens Hule" eller lignende programmer i andre lande. Du skal nu ud at skalere dit nye unikke tøjbrand. Du springer detaileddet over, og sælger direkte via din webshop. Du har via Instagram opbygget et publikum, der vokser dag for dag, fordi de synes dine produkter er interessante. Du har outsourcet al backend infrastruktur til Shopify, så du kan fokusere på det vigtigste aspekt af din forretning – nemlig branding. Du har ikke egne servere, men lejer serverkapacitet fra Microsoft eller Amazon. Alle dine onlinebetalinger håndteres af PayPal eller Stripe. Du bruger Facebook og Google til at identificere nye kunder, der ligner dine nuværende kunder. Ingen af de ovenstående services kræver store up-front investeringer, men i takt med, at din virksomhed vokser, så vokser den "told" du skal betale til ovenstående virksomheder også.

Eksemplet ovenfor er generaliserende, og er på ingen måde den eneste farbare vej for nyetablerede online-first virksomheder. Ikke desto mindre er vi ret overbeviste om, at de fleste af de nyopstartede virksomheder nok kommer til at betale en told til en eller flere af de nævnte virksomheder i eksemplet. Og er dette egentlig en dårlig ting?

Det mener vi ikke. Mange af de nævnte virksomheder har skabt muligheder for små og mellemstore virksomheder, der var utænkelige for bare 10 år siden. De har i forløbet gjort sig til en uundværlig del af det økosystem, der skal drive fremtidens digitale økonomi, og vi mener, at mange af dem kommer til at skabe fremragende resultater de næste mange år både for deres kunder og deres aktionærer.

Vi mener også, at der kommer til at være flere af denne slags virksomheder i fremtiden. Virksomheder der kommer til at cementere deres dominerede position indenfor forskellige vertikaler af den digitale økonomi, og høste en betydelig andel af den profit, der bliver genereret indenfor deres vertikal. Men de kommer til at høste en betydelig andel af profitten, fordi de leverer en service, der er unik, og langt mere værd end den pris deres kunder betaler.

Når vi tidligere pointerede, at internettet og den digitale økonomi er ret kontraintuitiv, så skyldes det i vores optik, at adgangsbarrieren til mange markeder har sænket sig signifikant, men samtidig har udviklingen også medført, at nogle virksomheder kommer til at besidde meget dominerende og stærke markedspositioner i meget lang tid, da det er dem, der faciliterer og udbreder den digitale økonomi.

Disse virksomheders dominerede markedspositioner har jo allerede vakt mange myndigheders opmærksomhed. For nylig blev Jeff Bezos, Amazons stifter, sammenlignet med de famøse "Robber Barrons", der i starten af det 20. århundrede brugte deres monopolpositioner til at begrænse udbuddet af vigtige ressourcer og høste en overnormal profit.

I vores optik er Jeff Bezos en diametral modsætning til "Robber Barons". Amazon har gjort det muligt at samle næsten alle tænkelige varer på en platform, hvor det er let for forbrugeren, at orientere sig om kvalitet og købe varerne til de bedste priser. For at skabe denne platform har Bezos investeret milliarder og atter milliarder af dollars. En investering

vi har svært ved at forestille os nogle af de veletablerede supermarkeds kæder i USA ville have kastet sig ud i.

Der er trade-offs ved alle valg her i livet. Mange af de store tech virksomheder har i dag meget magt. Det hersker der ingen tvivl om. Men set i lyset af hvad de har formået at skabe af værdi for verdensøkonomien og de enkelte forbrugere de sidste 10-15 år, så har dette trade-off i vores optik været (meget) nettopositivt.

Som en sidste lille sidenotits, så tyder meget på, at udrulningen af den digitale økonomi, foranlediget af de tidligere nævnte virksomheder, har bragt strukturelle deflationære kræfter med sig. Det har bl.a. været medvirkende til, at nationalstater verden over har været i stand til at føre en meget ekspansiv finanspolitik i kølvandet på Corona pandemien, og holde en meget mere effektiv hånd under de mest udsatte i vores økonomier. Det synes vi da også lige, at vi skylder en lille tak for.

Tak for din tid. Kommentarer og spørgsmål er yderst velkomne.

Med venlig hilsen



Henrik Knudsen
Portfolio Manager



Victor Berg
Portfolio Manager