



Nyhedsbrev nr. 1

Introduktion til Furesø Kapitalforvaltning.

Hvorfor er kvalitetsselskaber attraktive

Vores investeringsfilosofi – og proces.

Kvartalets investeringscase

www.furesoekapital.dk

Ansvarsfraskrivelse:

Alt indhold i dette nyhedsbrev er generelt informationsmateriale om den kommende investeringsforening.

Det er ikke et tilbud eller en opfordring til at handle med værdipapirer eller de enkeltaktier der nævnes i nyhedsbrevet.

Nyhedsbrevet er ikke investeringsrådgivning og kan indeholde udsagn om fremtiden. Udviklingen i fremtiden kan være væsentlig forskellig fra disse udsagn.

Historiske afkast er ikke garanti for fremtidige afkast.

Furesø Kapitalforvaltning

Velkommen hos Furesø Kapitalforvaltning

Furesø Kapitalforvaltning blev stiftet af Simon Christensen i april 2023, og formålet med selskabet er at opstarte og forvalte investeringsforeningen Furesø Globale Kvalitetsaktier. Foreningen forvaltes af Simon Christensen, der har lang og succesrig erfaring som porteføljeformaler og aktieanalytiker hos førende nordiske kapitalforvaltere. Baggrunden for selskabets navn er, at vi har kontor i Virum, tæt ved Furesøen.



Stifter og porteføljeformaler Simon Christensen, ved Furesøen.

Vores ambition er at:

- Tilbyde et aktieprodukt med fokus på selskaber af høj kvalitet med gode vækstmuligheder.
- Tilbyde et aktieprodukt hvor porteføljeformalerne selv er væsentlige medinvestorer.
- Tilbyde en omkostningsstruktur der er konkurrencedygtig, fair og gennemskuelig.
- Tilbyde et aktieprodukt hvor kundens langsigtede afkast er i fokus.

Kvalitetsaktier er et segment af aktiemarkedet som, har skabt gode og konsistente afkast. Det er i denne del af aktiemarkedet, vi kontinuerligt vil udvælge 20-30 selskaber til porteføljen. I det næste afsnit af nyhedsbrevet kan du se, hvorfor vi synes, det er et attraktivt segment af markedet at bevæge sig i.

Man skal tage sin egen medicin og investere sammen med sine kunder. Det skaber en god ensretning af vores interesser. Forvalteren investerer derfor selv størstedelen af sin egen formue i foreningen. Det vil ligeledes også være et krav til nye ansættelser og/eller partnere.

Vores omkostninger er på 1,15%, hvilket er 25% lavere end sammenlignelige produkter. Samtidig tager vi ingen resultatafhængige gebyrer. Sidstnævnte kan i nogle tilfælde skabe utilsigtede incitamenter, og vores vurdering er, at det kan være svært at gennemskue for kunden.

Vi arbejder for at skabe det bedste afkast for vores kunder, og ambitionen er at levere et langsigtet afkast, som er højere end det generelle aktiemarked, efter omkostninger. Som medinvestor håber vi at du vil finde vores forvaltning attraktiv, konkurrencedygtig og transparent, og vi ser frem til at opbygge gode langvarige kunderelationer med både større og mindre kunder i mange år fremover.

Er du interesseret i at blive medinvestor, så kan du skrive til kontakt@furesoekapital.dk

Hvorfor er kvalitetsselskaber attraktive?

Inden vi går i gang med at se på, hvordan de historiske resultater for kvalitetsaktier har været, så kan man spørge sig selv om, hvad et kvalitetsselskab egentlig er. Et kvalitetsselskab er i vores optik karakteriseret ved:

- En stærk markedspostion, ofte drevet af konkurrencemæssige fordele
- Høj rentabilitet. Målt på driftens rentabilitet, afkast på investeret kapital, egenkapitalforrentning e.l.
- Gode vækstmuligheder. Konkurrencen er ofte lavere når markedet vokser.
- Lav kapitalbinding og god evne til at skabe pengestrømme.
- Værdiskabende kapitalallokering.
- Den operationelle og finansielle risikoprofil skal være acceptabel.
- Vi skal have tiltro til ledelsen evne til at skabe værdi.

Som eksempel på et selskab af høj kvalitet kunne man nævne amerikanske VISA. Du kan se deres nøgletal herunder.

VISA Inc.	Nøgletal sidste 5 år	Sidste 5 år	2022	Estimat næste 3 år
Vækst	Omsætningsvækst	10%	22%	9%
	EPS vækst	17%	27%	9%
Rentabilitet	EBIT margin	64%	64%	65%
	Afkast på investeret kapital	30%	39%	45%
Kapitalintensitet	Capex i % af oms.	3,3%	3,3%	3,5%
	Frit cashflow i % af resultat	105%	97%	106%
Gearing	NIBD/EBITDA	0,47	0,34	0,05

Kilde: VISA, Furesø Kapitalforvaltning

Historiske afkast for kvalitetsaktier.

I tabellen herunder kan du se, hvordan kvalitetsaktier og verdensmarkedet har klaret sig historisk. Verdensmarkedet er her defineret ved MSCI World og kvalitetsaktier er defineret ved MSCI World Quality.

1982-2023	Kvalitetsaktier	Verdensmarkedet	Merafkast
Årligt afkast	12,2%	9,2%	3,1%
Risiko	17,0%	17,2%	7,1%
Afkast ift. risiko	0,7	0,5	0,4
Andelen af år med positive afkast	86%	76%	62%
Andelen af år med negative afkast	14%	24%	38%
Andelen af 5 års perioder med positive afkast	95%	87%	76%
Andelen af 5 års perioder med negative afkast	5%	13%	24%
Gennemsnitligt afkast i de 3 bedste år	38%	37%	18%
Gennemsnitligt afkast i de 3 dårligste år	-24%	-26%	-9%

Kilde: Refinitiv, egne beregninger.

Det er værd at bemærke følgende:

- Det absolutte afkast for kvalitetsaktier er 12% og 9% for verdensmarkedet.
- Merafkastet for kvalitetsaktier er 3%-point højere end verdensmarkedet.
- Kvalitetsaktier og verdensmarkedet har samme risiko.
- I 95% af alle 5-års perioder har kvalitetsaktier leveret positive afkast.
- I 76% af alle 5-års perioder har kvalitetsaktier leveret positive merafkast imod verdensmarkedet.
- Aktier er risikofyldte. I de 3 dårligste år taber man omkring 25%.

Er der så nogle markedsmiljøer hvor kvalitetsaktier klarer sig specielt godt eller dårligt?

Vores oplevelse har været, at kvalitetsaktier har svært ved at følge med resten af aktiemarkedet, når den mere risikable del af markedet performer godt. Det kan være selskaber med høj gældsætning og tynde marginer. Men også i perioder hvor renterne stiger hurtigt. Det er bare en fornemmelse og nedenstående tabel bliver mere konkret og viser afkastet for kvalitetsaktier samt verdensmarkedet i år hvor:

- Amerikansk real BNP vækst er lavere end 1%.
- Den amerikanske 10-årige rente er faldende.
- Den amerikanske 10-årige rente er stigende.
- Perioder med amerikansk inflation over 3,5% og under 2%.

Årligt afkast	Kvalitetsaktier	Verdensmarkedet	Forskel	Antal år
1982-2023	12,2%	9,2%	3,1%	42
I år med faldende 10 årige US renter	12,7%	7,6%	5,1%	24
I år med stigende 10årige US renter	11,4%	11,1%	0,3%	18
I år med US inflation over 3,5%	7%	3%	4,7%	11
I år med US inflation under 2%	17%	15%	2,5%	11
I år med US inflation mellem 2% og 3,5%	12%	10%	2,4%	20
I år med US BNP vækst < 1%	6,4%	-1,1%	7,5%	6

Kilde: Refinitiv, FED, egne beregninger.

Vi kan se, at kvalitetsaktierne merafkast er konsistente i.f.t de miljøer, man bevæger sig i. Faktisk er merafkastet positivt (i gennemsnit) i alle "scenarier". Man kan dog fremhæve, at:

- Kvalitetsaktier klarer sig bedre i år hvor renterne falder med omtrent 5%-point p.a.
- I år med stigende lange renter, skaber kvalitetssegmentet næsten ingen merafkast (+0,3%).
- Der er en tendens til, at kvalitet performer bedre, når inflationen er højere.
- I år hvor der er lav vækst, under 1%, skaber kvalitetsaktier de højeste merafkast.

Kvalitetsselskaber er gennemprøvede forretningsmodeller med solide balancer og deres indtjening er ofte mindre cykliske end gennemsnittet for selskaber i samme sektor. Derfor giver det god mening, at når væksten er lav, måske under en recession, så vil kvalitetsselskaber klare sig bedre end markedet. Eksempelvis var merafkastet for kvalitetsaktier ca. 5-6% under den finansielle krise i 2008 og i 2020, hvor Covid brød ud. Det er ikke så overraskende, at kvalitetsselskaber klarer sig bedre i perioder med højere inflation. Højere inflation skaber et opadgående pres på omkostningerne og lønninger. Kvalitetsselskaber har stærke markedspositioner, som gør at de ubesværet kan vælte de stigende omkostninger over på deres kunder. Således bibeholdes rentabiliteten, og selskabet øger blot den absolutte indtjening hurtigere end før.

I perioder med faldende lange renter skaber kvalitetsaktier et positivt merafkast på ca. 5%. Når de lange renter falder kan det være et tegn på en forventning om lavere vækst fremadrettet, og på den baggrund giver det mening, at kvalitetsselskaber gør det bedre. Værdien af et selskab der vokser hurtigere end markedet, vil også fluktuere mere end markedet, når renterne stiger og falder. Det skyldes at en større andel af værdien af selskabet er genereret af pengestrømme længere ude i fremtiden. Derfor giver det også fin mening, at kvalitetsselskaber med højere vækst klarer sig bedre i perioder med faldende renter end når renterne stiger.

Verden er naturligvis mere kompleks end som så, men når det er sagt, så håber vi at tabellerne herover kan være med til at give et bedre billede af hvorfor vi synes at kvalitetsaktier er et attraktivt segment af aktiemarkedet, samt hvad du som udgangspunkt kan forvente af en portefølje som Furesø Globale Kvalitetsaktier under forskellige markedsmiljøer.

Investeringsfilosofi:

Furesø Globale Kvalitetsaktier er en aktivt forvaltet investeringsforening med 20-30 kvalitetsselskaber i porteføljen. Kort fortalt er vores filosofi, at:

”Vi investerer i selskaber af høj kvalitet, med gode strukturelle vækstmuligheder, til en attraktiv værdiansættelse”







Vi tror på at selskaber af høj kvalitet kan skabe merafkast, fordi:

- Selskabets markedsposition er beskyttet af konkurrencemæssige fordele.
- Selskabets høje rentabilitet og vækst bibeholdes ofte i længere tid end markedet værdiansætter det til.
- Kvalitetsselskaber har ”pricing-power” og påvirkes i mindre grad af konjunkturerne.
- Den lave operationelle og finansielle risiko medfører stabile og forudsigelige resultater.
- Gode organiske vækstmuligheder skaber ofte en værdiskabende kapitalallokering.

Derfor tror vi på, at vi kan opnå et højere afkast end markedet ved at:

- Investere i kvalitetsselskaber eksponeret mod strukturelle vækstmarkeder.
- Udnytte at selskabernes gode rentabilitet og vækst skaber værdi gennem renters-rente effekten.
- I et kortsigtet marked, fokuserer vi på selskabernes værdi med en længere tidshorisont.
- Tilbyde lave omkostninger.
- Udøve en robust, professionel og gennemprøvet investeringsproces.
- Forvalteren har lang og succesrig erfaring med porteføljeforvaltning og aktieanalyse.

Kombinationen af kvalitet og vækst skaber værdi. Og nedenfor har vi vist de markeder som vi vil eksponere os overfor, samt nogle konceptuelle eksempler på selskaber som kunne indgå i porteføljen. Fælles for alle markeder er, at det er markeder og temaer vi er komfortable med at investere i.

Marked/Tema	Vækstdrivers	Eksempel på selskaber	Marked/Tema	Vækstdrivers	Eksempel på selskaber
 Energi transition	<ul style="list-style-type: none"> - Klimaforandringer - Elektrificering - Forsyningssikkerhed 	<ul style="list-style-type: none"> - Schneider - Trane - NextEra 	 Finansiell infrastruktur	<ul style="list-style-type: none"> - Finansiell infrastruktur - Dataanvendelse - Opsparingsbehov 	<ul style="list-style-type: none"> - VISA - MSCI - Partners
 Teknologisk udvikling	<ul style="list-style-type: none"> - Digitalisering - Software, Cloud - Kunstig intelligens 	<ul style="list-style-type: none"> - ASML - Microsoft - NVIDIA 	 Industriell innovation	<ul style="list-style-type: none"> - Automatisering - Kritisk infrastruktur - Lokale monopoler 	<ul style="list-style-type: none"> - Rockwell - Canadian Rail - Linde
 Sundhedssektoren	<ul style="list-style-type: none"> - Demografi - Kroniske sygdomme - Forskning 	<ul style="list-style-type: none"> - Sonova - Novo Nordisk - Agilent 	 Unikke vækstmuligheder	<ul style="list-style-type: none"> - Unikke selskaber 	<ul style="list-style-type: none"> - LVMH - Nike

Diversificeret værdiskabelse

Med udgangspunkt i ovenstående er det vores ambition at levere et langsigtet afkast, efter omkostninger, som er højere end det generelle verdensmarked.

Investeringsproces:

Investeringsprocessen for Furesø Globale Kvalitetsaktier er simpel men omfangsrig, når den udøves. Investeringsuniverset er defineret og opdateres ud fra selskabernes rentabilitet, vækst samt en kvalitativ vurdering. I tabellen herunder kan du se relevante nøgletal for verdensmarkedet og vores investeringsunivers.

22-05-2023	Verdensmarkedet	Investeringsunivers	Note
EBIT margin	13,5%	17,1%	Sidste 10 år, median
Afkast på investeret kapital	11,2%	15,9%	Sidste 5 år, median
Egenkapitalforrentning	12,4%	17,0%	Sidste 5 år, median
Omsætningsvækst	3,6%	6,6%	Sidste 10 år, median
Gearing	2,2	1,6	Nettorentebærende gæld / EBITDA
P/E	15,3	19,0	Aktiekurs/Indtjening pr. aktie næste 12 mdr.
Markedsværdi	14,7	23,3	Median markedsværdi, USDmia.
Afkast p.a.	5,6%	9,0%	Årligt afkast, median, sidste 5 år

I tabellen kan du se, at investeringsuniverset har en højere rentabilitet end verdensmarkedet. Omsætningsvæksten er også højere, og den finansielle risiko er lavere. Værdiansættelsen er højere, netop fordi at kvaliteten og væksten er bedre, og risikoen er lavere. Den vigtigste del af vores investeringsproces er den fundamentale analyseproces, og det er der, hvor vi lægger langt størstedelen af vores tid.

Gennem grundig analyse af de enkelte selskaber, vil vi gerne svare på følgende 5 punkter. Kan vi ikke svare "Ja" til samtlige, så kan selskabet ikke komme i porteføljen.

1: Kvalitetsanalyse: Er selskabets kvalitet høj nok til at opretholde eller øge rentabiliteten fremover? Herunder:

- En analyse af forretningsmodellen, markedspositionen og selskabets konkurrencemæssige fordele.
- En analyse af historiske og forventet rentabilitet, kapitalintensitet og evnen til at skabe cash-flow.
- Er kapitalallokeringen værdiskabende, og tror vi på ledelsens evner og incitament til at skabe værdi.

2: Vækstanalyse: Kan selskabet fortsætte eller accelerere sin vækst? Herunder:

- Hvad er den historiske omsætningsvækst og hvor kommer den fra?
- Hvad er den forventede fremtidige omsætningsvækst, og hvor kommer den fra?
- Kan selskabet vokse mere end verdensmarkedet fremover?

3: Risikovurdering: Er selskabets risikoprofil acceptabel? Herunder:

- Hvad er de væsentligste risici ved at investere i selskabet?
- Er der risiko, for at selskabets rentabilitet eller vækst kan blive strukturelt negativt påvirket?
- Er der risici af cyklisk karakter, vi skal tage med i vores vurdering?

4: Værdiansættelse: Er værdiansættelsen attraktiv? Herunder:

- Fundamental værdiansættelse på baggrund af modellering af resultatopgørelse, balance og pengestrømme.
- Vi anvender som regel DCF-modeller, relativ værdiansættelse, scenarieanalyse m.m.
- Etablering af fair værdi.

5: Porteføljesammensætning: Passer selskabet ind i porteføljen? Herunder:

- Er afkast/risiko forholdet mere attraktivt end de andre positioner i porteføljen.
- Opretholdes harmonien i porteføljen ift. diversifikation og koncentration af risici.
- Selskabets vægt i porteføljen vurderes ud fra forholdet mellem afkastpotentiale og risici.

Porteføljens risiko diversificeres på antallet af selskaber, sektorer, geografi og typer af forretningsmodeller. Herefter overvåges porteføljen og selskaberne kontinuerligt, hvor den vigtigste overvågning er en frekvent opfølgning på den initiale investeringscase og den fundamentale værdi af selskaberne, bl.a. gennem analyse af års- og kvartalsregnskaber.

Investeringscase: Den amerikanske udbyder af aktieindeks, MSCI

Formålet med vores nyhedsbrev er at give vores medinvestorer og læsere indsigt i Furesø Globale Kvalitetsaktier. Derudover vil vi også rette fokus på investeringscases eller interessante og aktuelle temaer indenfor aktieinvestering og opsparing. Vi har fået god respons på en video omkring selskabet MSCI, og vi synes ikke, at vores læsere af nyhedsbrevet skal snydes. Derfor har vi skrevet lidt mere om MSCI herunder. Du kan finde videoen på vores hjemmeside under nyheder og indsigt.

MSCI er en amerikansk udbyder af aktieindeks og analyseværktøjer til kapitalforvaltningsindustrien. I slutningen af 60'erne lancerede den amerikanske kapitalforvalter, Capital International, aktieindeks for markeder udenfor USA. I midten af 80'erne købte Morgan Stanley rettighederne, og man rebrandede indeksene til MSCI, som står for Morgan Stanley Capital International. Som en del af den daværende strategi om at fokusere Morgan Stanleys kapitalanvendelse mod deres kerneforretningen, valgte de at børsnotere MSCI i slutningen af 2007.

MSCI er i dag opdelt i fire divisioner:

Segmentoplysninger*	Andel af oms. %	Andel af EBITDA	Vækst L5Y	EBITDA margin
Index	58%	74%	13%	76%
Analytics	26%	19%	5%	43%
ESG and Climate	10%	5%	n.a.	27%
Private assets / Other	6%	3%	n.a.	25%
Total	100%	100%	12%	59%
* 2022 medmindre andet er nævnt				

Kilde: MSCI, Furesø Kapitalforvaltning

- **Index** divisionen udgør 75% af koncernens indtjening og har øget omsætningen med 13% om året over de seneste 5 år. MSCI beregner mere end 200,000 forskellige indeks, men de mest populære er deres globale aktieindeks, aktieindeks for emerging markets og indeks der følger forskellige faktorer og ESG. De største konkurrenter indenfor indeks er Standard & Poors og FTSE, som er ejet af London Stock Exchange. Disse tre har tilsammen ca. 90% af markedet.
- **Analytics** divisionen er mindre rentabel og vokser heller ikke lige så hurtigt som Index divisionen. Analytics divisionen sælger primært analyseværktøjer indenfor risikostyring, performance måling og hjælper deres kunder med at overvåge risici som eksempelvis markeds, kredit, likviditet- og modpartsrisiko. Nogle vil måske kende deres produkter som hedder RiskMetrics og BarraAnalytics. De største konkurrenter indenfor Analytics er Factset, Blackrock, Bloomberg, S&P, Moodys, Morningstar og Deutsche Boerse.
- **ESG and Climate** divisionen sælger analyseværktøjer til at måle noterede selskabers performance på ESG faktorer. MSCI har også udviklet en række ESG aktieindeks som rapporteres under Index divisionen. ESG and Climate divisionen er vokset med 36% om året, over de seneste 3 år. Der er kommet mere skala på forretningen og marginerne er forbedret til nu at være tæt på 30% på EBITDA niveau.
- **Private assets/Other** divisionen udbyder indeks og analyseværktøjer primært til kapitalforvaltere indenfor ejendomme, men med købet af et selskab der hedder Burgiss har de også fået foden indenfor data og værktøjer til private equity industrien. Bl.a. monitorering af transaktioner.

Tabellen herunder viser omsætningen fordelt på regioner og kundetyper.

Omsætning per kundetype	%	Omsætning per geografi	%
Kapitalforvaltning	64%	Amerika	46%
Banker og tradere	14%	- heraf USA	42%
Hedge fonde	7%	Europa	38%
Formuepleje	6%	- heraf UK	16%
Aktivejere	5%	Asien og Australien	16%
Andre	4%	- heraf Japan	4%
Total	100%	Total	100%

Kilde: MSCI, Furesø Kapitalforvaltning

Kvalitetsanalyse:

Der er flere årsager til, at MSCI er et selskab af meget høj kvalitet. Som før nævnt har MSCI, S&P og FTSE ca. 90% af markedet indenfor aktieindeks. Hver især har de deres styrker og indenfor disse områder har de tæt på monopol. S&P 500 er det mest kendte indeks, og skal man måle performance for store amerikanske aktier, ja så bruger man S&P500. Det samme gør sig gældende for globale aktieindeks og aktieindeks for emerging markets, hvor MSCI er dominerende. Man kan spørge sig selv, hvorfor der ikke er nye konkurrenter, der i større grad udfordrer MSCI. Vi mener de vigtigste årsager er følgende:

Et unikt brand:

Kapitalforvaltningsindustrien er en konservativ industri. Når man laver f.eks. en global aktiefond, så gør man klogt i at vælge et referenceindeks, som ens kunder kender. MSCI var de første i industrien til at udbyde globale indeks og gennem mere end 50 år, har de opbygget et stærkt brand. Alle i industrien kender deres indeks, og ved hvad de indeholder.

Kunderne har ingen incitament til at skifte udbyder:

En typisk større kapitalforvalter betaler kun en lille andel af deres omkostningsbase til MSCI, formentlig mindre end 0,5% af den samlede omkostningsbase. Så omkostningsbesparelsen ved at vælge en lidt billigere konkurrent rykker ikke rigtig på kapitalforvalterens indtjening. Samtidig så er MSCIs index, hvad vi ville kalde for "mission-critical". Med andre ord, der er en væsentlig risiko for at professionelle kunder vil vælge en anden kapitalforvalter, hvis man ikke anvender et indeks fra MSCI. Tilbage i 2012 valgte den amerikanske indeksforvalter, Vanguard, at skifte MSCI ud med en billigere indeksudbyder. Det resulterede i et større tab af kunder. Så kombinationen af at være en lav andel af kundens omkostningsbase og samtidig ekstremt vigtig for kundens succes, det er attraktivt, og det giver MSCI en god pricing power.

Skalafordele:

MSCIs indeksforretning nyder godt af skalafordele. De udvikler et indeks en gang og sælger det til tusindvis af kunder. Derfor er den marginale omkostning ved at tage en kunde mere om bord, meget tæt på 0. Den store mængde af data som MSCI har opbygget over mere end 50 år udgør også en væsentlig barriere for nye konkurrenter. Det vil kræve mange resurser i form af kapital og tid at indsamle og behandle data for at kunne udbyde lignende produkter.

Forretningsmodel

Kombinationen af ovenstående konkurrencemæssige fordele har skabt en meget stærk markedsposition for MSCI, og resulteret i nogle attraktive nøgletal.

MSCI Inc	Nøgletal	Sidste 5 år	2022	Estimat næste 3 år
Vækst	Omsætningsvækst	12%	10%	9%
	EPS vækst	24%	15%	10%
Rentabilitet	EBIT margin	51%	54%	56%
	Afkast på investeret kapital	36%	35%	43%
Kapitalintensitet	Capex i % af oms.	3%	4%	3%
	Nettoarb. kapital i % af oms.	-22%	-22%	-23%
	Frit cashflow i % af resultat	119%	117%	115%
Gearing	NIBD/EBITDA	2,3	2,7	2,3

Kilde: MSCI, Furesø Kapitalforvaltning

MSCIs rentabilitet er meget høj. EBIT marginen ligger over 50% og bruttomarginen ligger over 80%. Afkastet på den investerede kapital efter skat ligger omkring de 35%, hvilket også er markant over hvad de fleste selskaber kan lave. Det skyldes at investeringsbehovet er lavt, MSCI har historisk kun brugt omkring 3% af deres omsætning på investeringer, og samtidig er den organiske vækst god. I et normalt år kan MSCI konvertere mere end 100% af deres resultat efter skat til frit cashflow. En af årsagerne er at næsten 75% af omsætningen foregår på abonnementsbasis.

Omsætning per type	%
Abonnement	74%
AUM baseret honorarer	23%
Ikke tilbagevendende	3%
Total	100%

Kilde: MSCI, Furesø Kapitalforvaltning

Kunden betaler altså forud for at have adgang til MSCIs indeks og analyseværktøjer, typisk 12 måneder fremover, og hvert år er det lige i underkanten af 95% af kunderne, der vælger at forny deres abonnement. Det gør MSCIs forretningsmodel noget mindre cyklisk end de fleste, og deres pengestrømme fra arbejdskapitalen, stiger når de vokser.

25% af omsætningen er det, man kalder for AUM baseret honorarer. Hvis f.eks. Blackrock bruger et MSCI indeks til at lave deres ETF på globale aktier, så betaler Blackrock et gebyr til MSCI som er afhængig hvor meget kapital der er under forvaltning (AUM) i ETFen. Dvs. hvis markedet falder eller stiger, så vil MSCIs honorar gøre det samme. Over tid vokser markedet jo, så det er ikke en tosset feature at have i sit produkt. Alt i alt kan man sige, at MSCIs omsætning er af meget tilbagevendende karakter, hvilket vi synes er attraktivt.

Kapitalallokering og ledelse

I relation til kapitalallokering så har MSCI haft tradition for at fokusere på den organiske vækst, hvilket giver god mening, når man kan forrente kapitalen med 35%. Således er den organiske vækst i indeksforretningen 12% om året, hvis man måler siden 2010. Når man vokser 12% i 10 år, så øger man omsætningen med en faktor tre, og når forretningsmodellen ikke kræver så meget kapital, så ender de genererede pengestrømme hos aktionærerne, i form af dividender og aktietilbagekøb.

Medmindre man altså bruger dem på opkøb. Det har MSCI dog ikke tradition for og over de sidste 5 år har de anvendt lidt under USD 1mia. til opkøb, hvilket er ca. 2% af den nuværende værdi af selskabet. Baggrunden for disse opkøb er, at den samlede aktivallokering i USA, og globalt er skiftet mere mod aktiver, der ikke er børsnoteret, og MSCI har et strategisk mål om at forstærke denne del af forretningen. I vores optik er det for tidligt at vurdere hvorvidt, disse opkøb har været værdiskabende, og før disse har der været 10 år uden større transaktioner.

Den øverste ledelse i MSCI består af CEO, Henry Fernandez og COO Baer Pettit. Henry Fernandez har været CEO siden 1998, Baer Pettit har været i MSCI siden 2000 og blev COO i 2015. Under deres lederskab har MSCI udviklet sig fra at være en ren indeksudbyder for derefter at innovere indeksforretningen til også at omfavne flere geografier og nye kundegrupper, udvikle faktorindeks, risikostyringsværktøjer, ESG relaterede produkter, samt opstarte en forretning fokuseret på ikke børsnoterede aktiver. Den organiske vækst har været flot, rentabiliteten er forbedret og aktiekursen har klaret sig godt. Da MSCI blev børsnoteret var det til 18 USD per aktie og den handler i skrivende stund til 541 USD. Samtidig ejer Henry Fernandez 2,6% af selskabet, svarende til lidt 1.1mia. USD, og er dermed stærke incitamenter til at skabe værdi for aktionærerne.

Konklusion på kvalitetsanalyse:

Baseret på ovenstående mener vi, at kvaliteten af MSCI er høj nok til at turde tro på at de som minimum kan fastholde deres høje rentabilitet i en rum tid fremover.

Vækstanalyse:

Koncernens omsætningsvækst har været 12% over de seneste 5 år og den organiske vækst i indeksforretningen er også 12% målt over de seneste 10 år. MSCI har selv en målsætning om at vokse med en lav tocifret vækstrate indenfor overskuelig fremtid.

Men hvor er væksten kommet fra? Der er mange dynamikker i spil, men de væsentligste drivere er:

- Produktinnovation og nye kundegrupper. Man har været i stand til at ekspandere markedet.
- Øget diversifikation i aktieporteføljerne, væk fra nationale indeks og henimod globale.
- Den øgede brug af passive investeringer øger den AUM baserede indeksomsætning.
- Bæredygtige indeks og analyseværktøjer er vokset stærkt over de seneste 3-5 år.
- En stærk markedsposition der muliggør prisstigninger.
- Aktiemarkedene er steget i værdi.

Fremadrettet tror vi, væksten forsat vil være drevet af nogle af de samme drivere, og vi har opsummeret de væsentligste herunder.

1: Generel vækst i global kapital under forvaltning.

	Global kapital under forvaltning (AUM), USDtrn	Vækst p.a. 2022 - 2027E
2005	36	5,5%
2010	47	5,5%
2015	65	5,5%
2021	109	5,5%
2022	98	5,5%
2027E	128	5,5%

Opsparingsbehov USDtrn	2015	2050	Vækst p.a.
Globalt	70	400	5,1%
USA	28	137	4,6%
UK	8	33	4,1%
Japan	11	26	2,5%
Kina	11	119	7,0%
Indien	3	85	10,0%

Kilde: BCG, Mercer, World Economic Forum, Furesø Kapitalforvaltning

Tabellerne herover viser den globale kapital under forvaltning (AUM) og det forventede globale opsparingsbehov.

I perioden 2010-2022 er global AUM vokset med 6% om året, og væksten indenfor passivt forvaltet kapital har været på 11%. Fremadrettet forventer Boston Consulting Group, BCG, at væksten er nogenlunde uændret på 5,5% om året frem mod 2027. Væksten i passive investeringer forventes at være 8%, også lidt lavere end tidligere.

I 2015 udgav konsulentbureauet Mercer et større skriv omkring det forventede globale opsparingsbehov, og tabellen ovenfor til højre viser, hvor stort de vurderer at det globale opsparingsbehov vokser henimod 2050.

Opsparingsbehovet defineres af Mercer og OECD, som det beløb man mangler at spare op, for at kunne opretholde en rimelig levestandard under sin alderdom. Dette opsparingsbehov ventes at stige fra 70 billioner USD til 400 i 2050, svarende til en vækst på ca. 5%. Begge forecasts giver et solidt strukturelt fundament for at MSCIs kunder kan øge forretningsomfanget med MSCI fremadrettet.

2: Fortsat øget penetration af passive investeringer.

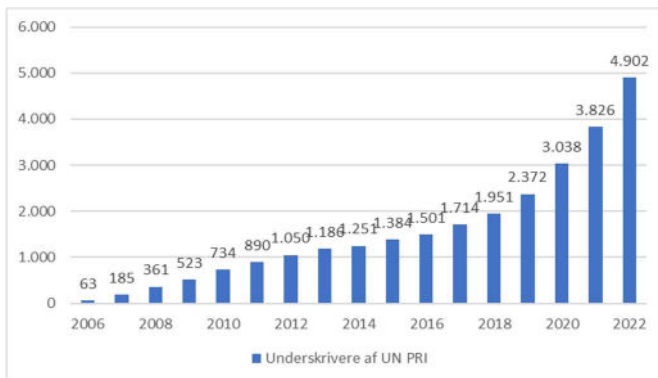
Over de seneste mange år er andelen af passive investeringer steget hurtigere end den generelle vækst i kapital under forvaltning. Populariteten skyldes, at omkostningerne er lavere end aktivt forvaltede produkter, og samtidig er det typisk kun omkring 30% af aktive forvaltere, der slår markedet. Fra 2005 til 2022 er penetrationen af global passivt forvaltet kapital steget fra 11% til 22%. I Europa og Asien er penetrationen lavere og i USA er den højere. Vi tror stadig på at de lave omkostninger vil appellere til opsparere fremadrettet, og nogle af MSCIs største kunder er de store udbydere af passive investeringer som f.eks. BlackRock, Vanguard og Statestreet. Som før nævnt så får MSCI en andel af den AUM, som er under forvaltning i de store indeksfonde.

Fremadrettet forventer BCG at passive investeringer kommer til at vokse 8-9%. Vi tror godt MSCI kan vækste lidt hurtigere i de AUM baserede honorarer, under forudsætning at aktiemarkedets værdi stiger med 6-7% p.a.

3: Fortsat udbredelse bæredygtige investeringer

Udbredelsen af bæredygtige investeringer er på det seneste drevet af en række faktorer. Herunder klimaforandringer, øget regulering af området og fokus på at virksomheder sikrer at selskabets aktiviteter udføres under opretholdelse af sociale normer. Eksempelvis overholdelse af menneskerettigheder.

I figuren herunder kan man se antallet af kapitalforvaltere, pensionskasser, forsikringselskaber o.l. som har underskrevet FNs retningslinjer for bæredygtige investeringer, også kaldet UN PRI. PRI står for Principles for Responsible Investments. Tabellen til højre viser MSCIs omsætning fra deres ESG and Climate division.



	"ESG and Climate" omsætning	Vækst
2019	91	
2020	111	23%
2021	166	49%
2022	228	37%
2023E	291	27%

Kilde: FN, MSCI, Furesø Kapitalforvaltning

Når en pensionskasse eller kapitalforvalter underskriver FNs principper for bæredygtige investeringer, så forpligter man sig til at implementere en række retningslinjer for bæredygtige investeringer. For at operationalisere dette vil man typisk få brug for en eller flere af MSCI, eller deres konkurrenters, produkter indenfor ESG. I vores optik er implementeringen i mange lande stadig på et tidligt stadie og bør på sigt udgøre et væsentligt forretningspotentiale for MSCI på trods af at ESG implementeringen, på det seneste, har mødt republikansk modstand i nogle stater i USA.

MSCI forventer selv at deres ESG and Climate division kan vokse mellem 25-30% indenfor de næste 3-5 år.

Konklusion på vækstanalyse:

Med udgangspunkt i ovenstående tror vi det er realistisk at MSCI kan vokse omkring 9% om året, indenfor overskuelig fremtid. Det er en anelse lavere end selskabets egen forventning, hvilket bundner i efterfølgende risikoanalyse.

Risikoanalyse:

Der vil altid være cykliske risici, som man skal overveje, og i perioder med recession samt kraftigt faldende aktiemarkeder vil MSCIs indtjening også blive ramt. Det er sværere at finde nye kunder, og fornyelsesraterne falder. Så MSCI er naturligvis ikke immun, men med en forretningsmodel med høje marginer og en top linje der er af gentagelig natur, så er de mere robuste i nedgangstider end de fleste. Eksempelvis steg driftsindtjeningen 4% i 2008 hvor finanskrisen rasede. Vi fokuserer mest på strukturelle risici, og herunder har vi opsummeret hvad vi ser, som de væsentligste strukturelle risici for MSCI.

Republikansk modvilje mod ESG implementering:

I løbet af 2023 har guvernøren i Florida, Ron De Santis, sammen med 17 andre republikanske stater initieret en modstand mod implementeringen af ESG. Mere konkret så har disse stater underskrevet en deklARATION der bl.a. kan blokere ESG integration i investeringen af de offentlige pensionskasser. Samtidig vil man undgå at banker o.l. anvender ESG faktorer i deres långivning. Indbyggerne i de 17 stater udgør 77 mio. mennesker og 23% af den amerikanske befolkning. De offentlige pensionskasser er store kunder og derfor er det naturligvis negativt med denne modstand. Selvom deklARATIONen er udgivet op til det kommende præsidentvalg i 2024, så skal man tage det seriøst og måske også ligge med lidt lavere vækstrater i MSCIs ESG divisionen på den korte bane. Men vi tvivler på at resten af den globale kapitalforvaltningsindustri kommer til at bruge lang tid, på Ron De Santis og de øvrige staters udmeldninger.

Obligationer er blevet et mere attraktivt alternativ:

Med amerikanske 10 årige renter på 4,3% i skrivende stund, så er det risikofrie alternativ til at investere i aktier blevet mere attraktivt. Det kan betyde at de større pensionskasser i højere grad vil allokere mere til obligationer fremadrettet og derfor også, at MSCIs kunder er mere tilbøjelige til at allokere omkostninger til denne del af forretningen. Vi tør ikke spå om den fremtidige aktivallokering, men blot konstatere at en lang periode med lave renter og lempelig pengepolitik bør være positivt for aktier som aktivklasse. Selvom det er svært at drage paralleller, så kan man se tilbage på perioden 2003 til 2007. Her var de lange amerikanske renter nogenlunde på det niveau man ser nu og i samme periode var MSCI i stand til at vokse ganske fornuftigt. MSCI har klart deres styrke indenfor aktier, de kan sikkert gøre sig gældende indenfor ESG-data til obligationsinvestorer og obligationsindeks med ESG egenskaber, men den klare markedsleder indenfor obligationsindeks er Bloomberg.

2022 var et hårdt år for industrien:

Det er ikke nogen hemmelighed, at 2022 var et dårligt år for MSCIs kunder. Langt de fleste aktivklasser blev reduceret i værdi og den globale kapital under forvaltning faldt med ca. 10%. Industrien har i lang tid kæmpet med et nedadgående pres på indtægterne, fordi kunderne i stigende grad vælger passive løsninger. Når industrien oplever en nedgang i top linjen, så hænger pengene til at betale MSCI ikke så løst som tidligere.

Blackrock udgør 11%:

Som udgangspunkt er det ikke ønskeligt, at en kunde udgør en væsentlig del af indtjeningen. Blackrock udgjorde i 2022 ca. 11% af MSCIs omsætning. Der har gennem tiden været bekymringer om, hvorvidt de store indeksudbydere kunne finde på at vælge billigere alternativer. Som nævnt under kvalitetsanalysen så er der eksempler på at større institutionelle kunder ikke ønsker at udbydere af indeksfonde skifter benchmark, alternativerne er få og MSCIs andel af kundens samlede omkostningsbase er lav.

Konklusion på risikoanalyse:

Vi synes MSCIs risikoprofil er acceptabel. Den operationelle risiko er lav og den finansielle gearing er acceptabel give forretningsmodellens bonitet. Vores overvejelser omkring de strukturelle risici ovenfor har medført, at vi på den forventede top linjevækst, ligger lidt under selskabets egen målsætning.

Værdiansættelse:

Når vi værdiansætter selskaber så gør vi det normalt ud fra en såkaldt discounted-cashflow-model (DCF). Her estimerer man de forventede fremtidige pengestrømme og diskonterer dem tilbage til nutiden. Vi supplerer som regel også med værdiansættelse baseret på multipler.

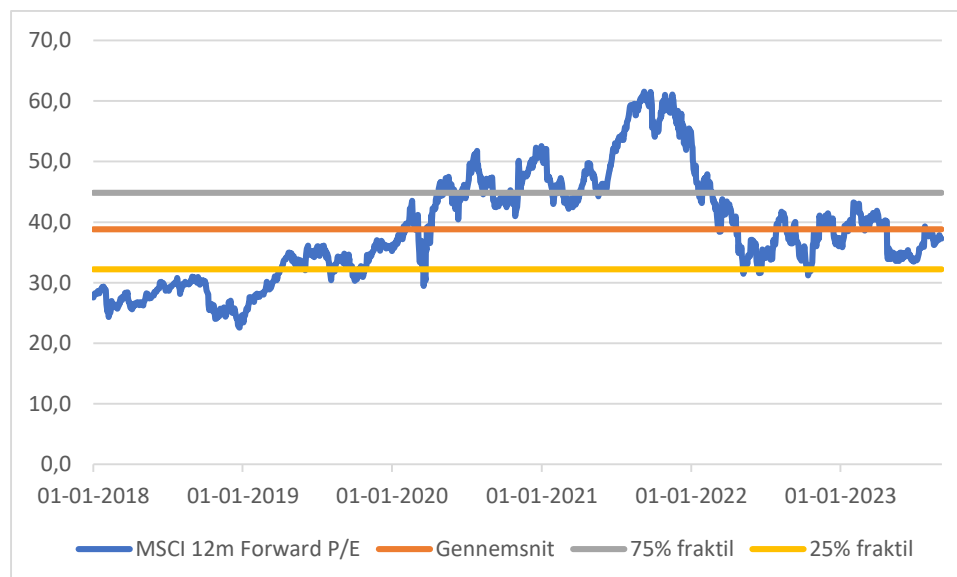
Det er ikke alle industrier hvor det giver mening at anvende DCF metoden, men i MSCIs tilfælde synes vi at det gør. I tabellen herunder kan du se vores fair værdi på MSCI når man varierer afkastkravet, samt den forventede omsætningsvækst over de kommende 10 år. Vi antager desuden at den langsigtede EBIT margin er 50%, sammenholdt med 2022 marginen på ca. 54%.

Afkastkrav	Omsætningsvækst, næste 10år				
	8%	9%	10%	11%	12%
6,5%	543	593	642	696	753
7,0%	472	514	556	602	651
7,5%	416	452	489	529	572
8,0%	371	403	436	471	508

Kilde: Furesø Kapitalforvaltning

De grønne områder viser alle niveauer for fair værdi, som ligger over den nuværende aktiekurs på 541 USD per aktie. Husk på at værdiansættelse ikke er en eksakt videnskab, der er mange forudsætninger der vælges når man estimerer pengestrømme og når man laver DCF modeller. Med et afkastkrav på 7%, så skal man op at regne med en omsætningsvækst over de næste 10 år på 10% eller mere, førend vores DCF model har en fair værdi, som er højere end den nuværende kurs.

MSCI handler på ca. 40x indtjeningen for 2024, hvilket er nogenlunde på niveau med den gennemsnitlige multipl, som aktien har handlet på over de sidste 5 år. På vores estimer vil MSCI handle på 35x indtjeningen for 2025 og så er man ved at være i et mere attraktivt område.



Kilde: Refinitiv, Furesø Kapitalforvaltning

Konklusion på værdiansættelse:

Vi synes MSCI er et godt selskab, men for nærværende er værdiansættelsen til den høje side. Derfor er selskabet parkeret på vores overvågningsliste. Hvis værdiansættelsen bliver mere attraktiv eller vores holdning til selskabets rentabilitet, vækst eller risikoprofil ændrer sig, kan det resultere i en plads i porteføljen.