

Kære medinvestorer,

Velkommen til investorbrevet for 3. kvartal 2026.

Vi starter med et citat af den franske forfatter Jean-Baptiste Alphonse Karr:

"Jo mere tingene ændrer sig, jo mere forbliver de de samme."

("Plus ça change, plus c'est la même chose.")

For os er det et sigende citat om aktiemarkedet. Der sker altid noget. Gældskriser. Krige. Inflation. Ny teknologi.

Nogle af tingene viser sig at være revolutionerende for verden. Andre viser sig at være uden betydning.

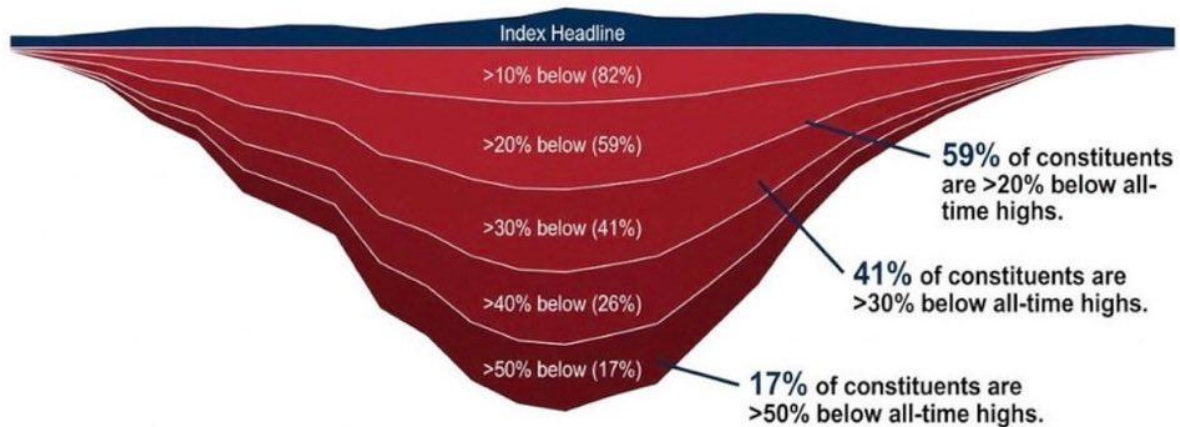
For tiden er AI fortsat det bærende narrativ. Dog begynder andre narrativer at snige sig ind.

Morgan Stanley udgav bl.a. denne tabel, som viser at 54% af Russell 3000 (de 3000 største firmaer i USA) siden d. 1. juni har haft et drawdown (fald i aktieværdien) på over 20%.

Et 20% fald er den klassiske betegnelse for hvornår aktiemarkedet er i et *bear market*.

Tabellen siger dog ikke noget om, hvorvidt markedet har rettet sig igen, men den siger noget om, at der pt. sker meget store forskydninger, hvor nogle sektorer er væsentlig mere udsatte end andre.

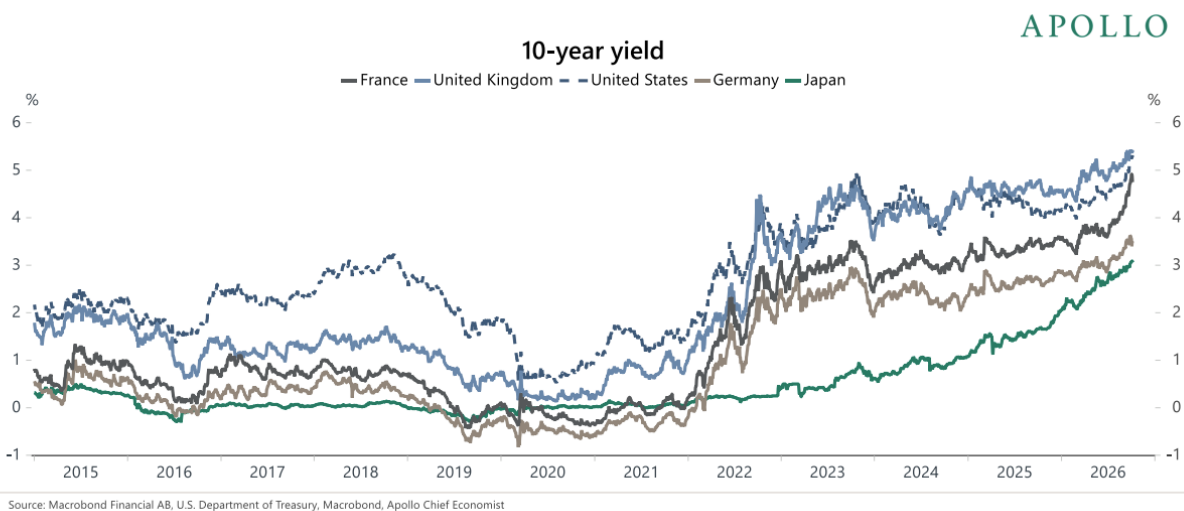
The majority of the index is already in a structural bear market



% of Stocks with x% Max Drawdown since June 1	>10%	>15%	>20%	>30%	>40%	>50%
Russell 3000	89%	72%	54%	29%	15%	7%
Media & Entertainment	82%	73%	63%	19%	17%	7%
Telecommunication Services	92%	72%	48%	28%	20%	16%
Automobiles & Components	100%	89%	71%	40%	14%	9%
Consumer Discretionary Distribution & Retail	96%	79%	67%	37%	14%	6%
Consumer Durables & Apparel	94%	84%	54%	23%	6%	0%
Consumer Services	97%	87%	73%	33%	17%	8%
Consumer Staples Distribution & Retail	88%	63%	33%	13%	0%	0%
Food Beverage & Tobacco	95%	67%	52%	21%	2%	0%
Household & Personal Products	92%	65%	31%	15%	12%	0%
Energy	97%	74%	52%	20%	12%	2%
Banks	46%	14%	5%	1%	1%	0%
Financial Services	91%	73%	51%	20%	7%	4%
Insurance	77%	53%	27%	11%	3%	0%
Health Care Equipment & Services	87%	64%	45%	23%	10%	4%
Pharmaceuticals Biotechnology & Life Sciences	94%	83%	69%	44%	21%	9%
Capital Goods	94%	84%	69%	37%	22%	15%
Commercial & Professional Services	86%	66%	43%	20%	8%	5%
Transportation	95%	83%	60%	36%	16%	9%
Semiconductors & Semiconductor Equipment	99%	99%	96%	83%	69%	34%
Software & Services	98%	93%	77%	47%	24%	12%
Technology Hardware & Equipment	98%	87%	68%	42%	31%	19%
Materials	96%	82%	63%	35%	18%	7%
Equity Real Estate Investment Trusts (REITs)	92%	58%	26%	8%	2%	1%
Utilities	80%	58%	24%	13%	1%	1%

Et andet narrativ er den fortsat stigende rente. Hvad end det er den korte rente eller den lange, har vi siden 2021 set en lang ubrudt tendens mod højere rente. Her blot en enkelt graf for den toneangivende 10-årige statsobligation.

10-year yields rising everywhere



Og som altid spørger I så sikkert, hvad vi skal med den viden. Og svaret er som altid: ikke noget direkte i forhold til vores enkelte investeringer. Med det forbehold på plads er der dog to pointer jeres forvalter mener har relevans for os. Den første er omkring renternes effekt på værdifastsættelsen af aktier:

"Interest rates act on financial valuations the way gravity acts on matter."

(Warren Buffett: "Mr. Buffett on the Stock Market", November 1999)

Det kræver blot simpel logik at forstå denne sammenhæng, om end der er flere mere tekniske grunde til, at det sker. Men som Occam's Razor siger, er den simpleste forklaring ofte den bedste, så lad os gå med den for nu!

Når den risikofrie rente (som statsobligationerne er en proxy for) stiger, vil kravet til det risikojusterede afkast stige (læs: folk vil betales mere for at eje andre ting end obligationer). Med andre ord: Aktierne er nødt til at falde i pris (eller stige i indtjening), for at gøre deres afkast konkurrencedygtigt over for obligationernes afkast. Det omvendte er også tilfældet, og

det så vi omkring og efter coronakrisen, hvor 0%-renten gjorde, at der ikke var andre steder at hente afkast end i aktiemarkedet (det såkaldte TINA-miljø 'there is no alternative'), hvilket gjorde at kapitalen fossede ind på aktiemarkedet.

En højere rente vil for en del selskaber også være en stresstest for deres forretning: kan de faktisk tjene penge nok i forretningen til at dække deres kapitalinvesteringer? Hvis ikke, vil indtjeningssevnen hurtigt falde, og evt. gældsbyrder vil hurtigt stige og presse deres drift, og tvinge virksomhederne til at konsolidere sig.

Dette er også en af grundene til, hvorfor vi altid er varsomme med at eje firmaer som har høj gæld og lavt cashflow.

Den anden pointe er omkring forskydningerne i markedet. Når dele af markedet strukturelt er i et bear market, giver det os, som langsigtede investorer, muligheden for at finde potentielt gode veldrevne firmaer, som sælger til en fordelagtig pris, ud fra den betragtning, at *"Jo mere tingene ændrer sig, jo mere forbliver de de samme."* Og at der findes virksomheder der på sigt, uafhængigt af rentestigninger, toldtrusler, energichok eller AI-forandringer, fortsat vil være gode firmaer, som tjener gode penge.

At finde og analysere de firmaer er netop det, jeres forvalter bruger størstedelen af sin tid på lige for tiden.

Og med den indledning, så lad os se på resultatet.

Resultat for kvartalet.

Surface Capital A/S performance:

Monthly returns in a heat map



Surface gav et afkast efter fees **på 1,44 % i 3. kvartal** (1,69% før fees).

For året (ÅTD) giver det et afkast på 3,90% efter fees (4,68% før fees).

iShares MSCI ACWI UCITS ETF performance (benchmark):

Calendar Year	Discrete ⓘ	Annualised ⓘ	Cumulative ⓘ						
AS OF									
30/Sept/2026 ▾									
	YTD	1m	3m	6m	1y	3y	5y	10y	Incept.
Total Return (%) USD ⓘ	13.09	-1.12	1.62	16.79	16.82	80.40	73.60	219.50	385.14
Benchmark (%) USD ⓘ	13.03	-1.11	1.60	16.77	16.75	80.39	72.90	221.32	393.97

Benchmarket leverede 1,60% for samme periode, og et afkast på 13,03% ÅTD.

Afkastet var stærkt påvirket af nogle store udsving i et par af vores store positioner i løbet af perioden, hvor vores aktier i hhv. Hacksaw og Evolution, siden vi købte dem, har klaret sig meget flot, og derfor udgjorde en større del af vores portefølje.

Samtidig faldt flere af vores andre positioner i perioden, og jeres forvalter så derfor muligheden for at sælge ud af Evolution og re-allokere de midler til, hvad jeg vurderer er bedre muligheder, primært i vores eksisterende positioner.

I forhold til benchmark er afkastet for året selvsagt ikke noget at råbe hurra for. Men jeres forvalter er ikke herre over markedets humør, ligesom jeg heller ikke altid vil finde alle de bedst performende aktier.

Til gengæld vil jeg altid købe aktier som jeg forstår, og hvor vi enten køber en fundamentalt sund forretning, der leverer penge til dens ejere (læs: aktionærerne), eller hvor vi køber en forretning, hvor aktiekursen ikke afspejler den risk-reward der ligger i aktien.

Ideelt ejer vi en del af begge ”typer”, men specielt den sidste type er helt afhængig af at finde de rigtige situationer.

Over tid har denne tilgang vist sig at klare sig væsentlig bedre end markedet, og det er jeres forvalters klare holdning, at vi også i fremtiden vil kunne gøre dette.

Indtil næste gang.

Rasmus