



SNOWBALL

— CAPITAL —

Kvartalsbrev
Q3 2023

Victor Berg
Portfolio Manager

Alexander Munk
CEO, Assistant Portfolio Manager

Introduktion

Efter at Equifax aflagde regnskab for Q2 2023 faldt aktien med ~20%. Den primære årsag var, at markedet for udstedelse af boliglån – et meget vigtigt marked for Equifax – mere eller mindre er gået i stå i 2023.

Equifax' CEO, Mark Begor, oplyste, at antallet af boliglånsudstedelser var faldet med ca. 45% i 2023 ift. perioden før Corona, 2015-2019. I 2023 er vi således vidne til et historisk lavpunkt for boligudlånsvolumen, og årsagen hertil er meget simpel – de høje renter.

I dette kvartalsbrev har vi valgt at skrive om Equifax. Det skyldes dog ikke narrativet om de høje renter og den drastisk faldende boligudlånsvolume. Disse to faktorer er drevet af makroøkonomiens cykliske natur, og dermed utrolig svære (umulige) at prædiktere. Vi aner ikke, hvornår renterne falder, eller om de overhovedet gør det, og dermed kan vi heller ikke gøre os kloge på, hvornår boligudlånsvolumen normaliserer sig.

Årsagen til, at vi har valgt at skrive om Equifax i dette kvartalsbrev, er, at vi har været bekymret for, om virksomheden misbruger den monopollignende position, som den besidder indenfor digital verifikation af løn- og ansættelsesforhold. Konkret er vi bekymrede for, om virksomheden har været for aggressiv med sin prissætning.

Igennem historien har virksomheder nemlig sat deres dominerende markedsposition over styr, fordi de har hævet priserne for meget. Et eksempel på dette er **Gillette**.

Producenten af barberskrabere og -blade, Gillette, var en gang selve indbegrebet af at barbere sig. Der var stort set ikke andre. Virksomheden var fra 1989-2015 endda at finde i superinvestor Warren Buffetts portefølje, og Buffett lovpriste ved flere lejligheder styrken i Gillettes brand¹. Med deres '[The best a man can get](#)'-massemarkedsføring overbeviste Gillette forbrugerne om, at deres blade og skrabere var milevidt bedre end konkurrenternes. I mange år var kunderne villige til at betale mere for Gillettes skrabere, og det gav dem en utrolig **pricing power**, der til dels stadigvæk eksisterer i dag. Men med udbredelsen af sociale medier og E-commerce løsnedes Gillettes jerngreb om markedsførings- og distributionskanaler, og andre producenter af barberskrabere og klinger såsom [Harry's](#), [Dollar Shave Club](#) og private-label-mærker blev mere og mere

¹ Buffett video om Gillette – [YouTube Link](#)

seriøse konkurrenter. De eneste, som det ikke rigtig gik op for, var Gillette selv, der fortsatte med at hæve priserne på deres, i forvejen, dyre blade. Resultatet blev, at Gillette tabte markedsandele og omsætning igennem 2010'erne. Fra 2010 til 2016 faldt Gillettes markedsandele således fra ca. **71%** til **54%**. De skuffende resultater medførte, at Procter & Gamle, ejer af Gillette-brandet, i en [pressemeldelse](#) undskyldte for deres høje priser. Efterfølgende sænkede virksomheden priserne over en bred kam.

Det mest afgørende, når man har en dominerende position, beskyttet af holdbare konkurrencemæssige fordele, er hele tiden at være opmærksom på, hvor meget værdi man skaber for sine kunder, og hvor meget man selv kaprer.

Hvis virksomheden kaprer for meget værdi, vil kunderne være mere tilbøjelige til at finde alternativer. Selv hvis der ikke findes nogle alternativer, og kunderne er nødsaget til at købe servicen eller produktet hos virksomheden, opbygges der en foragt mod virksomheden. Denne foragt gør kunderne mere villige til at prøve andre inferiøre løsninger, og på sigt har disse inferiøre løsninger det med at udvikle sig til komplette alternativer.

Derfor er det vigtigt, at virksomheder i dominerende positioner konstant har fokus på, hvor meget af værdien, der tilfalder kunden. Et konstant fokus og balance i fordelingen af værdiskabelsen maksimerer også virksomhedens fundamentale værdi. Får kunderne en stor del af værdiskabelsen, afføder det både større loyalitet og større tilbøjelighed til at købe mere. Over tid øger dette virksomhedens frie pengestrømme og dermed virksomhedens fundamentale værdi.

Vi er ikke blevet 100% afkræftet i vores hypotese om, at Equifax har været for aggressive med prisstigninger i deres **Equifax Workforce Solution (EWS)** segment. Men efter at have foretaget en dybdegående analyse af EWS-segmentet, der indeholder det værdifulde løn- og ansættelsesdata, er vi dog blevet mindre bekymrede, og vi har derfor valgt at fastholde vores investering i virksomheden. Vi vil i dette kvartalsbrev give jer et indblik i den analyserejse, vi har været på de sidste par måneder. Inden vi dykker ned i virksomhedens vigtigste segment, EWS, vil vi dog først give en **kort introduktion til Equifax**.

Med venlig hilsen

Alexander Munk og Victor Berg

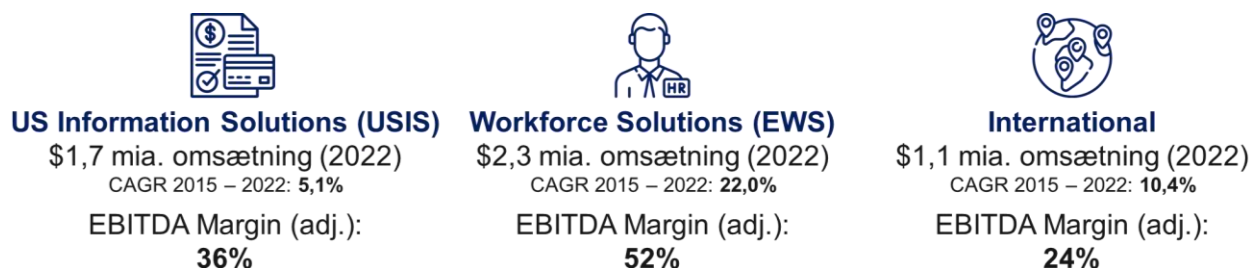
Introduktion til Equifax

I filmen "The Big Short" præsenterer Jared Vennett, spillet af Ryan Gosling, en unik investeringsmulighed. Han vil korte obligationer bestående af tusindvis af boliglån. Årsagen er meget simpel:

*"Somewhere along the lines these mortgages went from a little risky to dogshit. I'm talking **rock bottom FICO-scores, no income verification** ... dogshit."*²

Selvom det måske ikke er specielt hensigtsmæssigt at koble introduktionen af en virksomhed, vi er medejere af, til finanskrisens katalysator, så tjener Equifax sine penge på at sælge indkomstverifikationer og kreditrapporter, indeholdende den famøse FICO-score. Equifax sælger disse informationer til bl.a. banker, der bruger dem til at kreditvurdere en potentiel låntager og i sidste ende beslutte om – og til hvilke vilkår – de vil udstede bil-, forbrugs- eller boliglånet.

Equifax er en af de tre store globale kreditagenturer, og virksomheden har tre segmenter, der er vist nedenfor:



Figur 1: Equifax' tre segmenter.

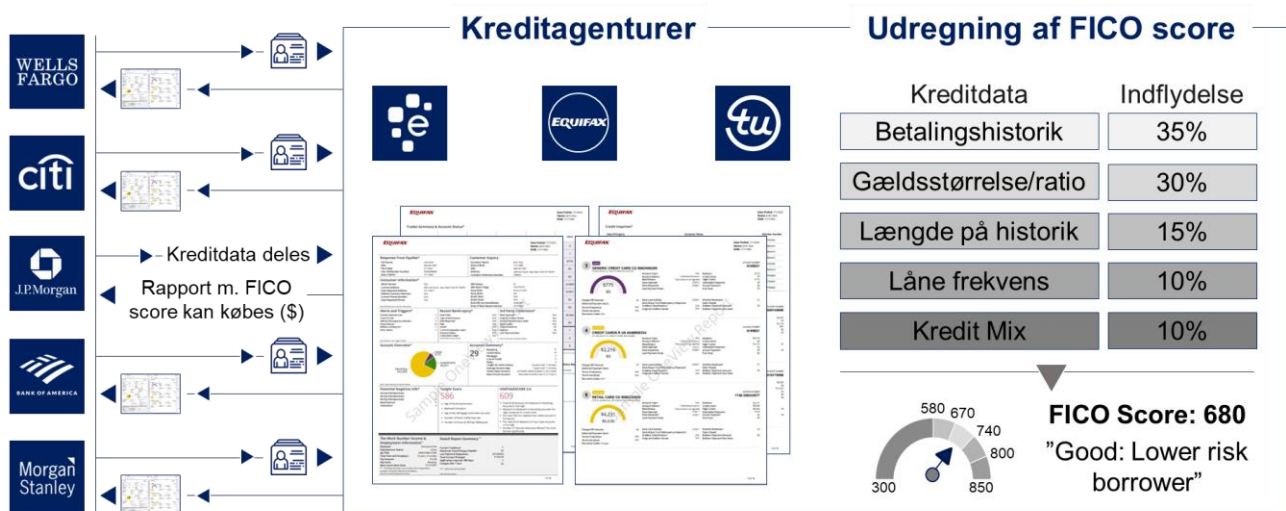
Equifax' **Internationale segment** vil vi ikke dvæle for meget ved. Vi vil blot nævne, at virksomheden forsøger at kopiere deres succesfulde USIS-forretning på internationale markeder.

I Equifax' **USIS-segment** sælger virksomheden de førnævnte **kreditrapporter** til finansielle institutioner i USA. Det er i disse rapporter, at den kendte FICO-score residerer. FICO-scoren kondenserer mange vigtige variable omkring en persons kreditværdighed ned til ét enkelt tal, og gennem tiden er dette tal blevet industristandarden. FICO-scoren er en smule arbitrær. Den går fra 300-850, og desto højere score en person modtager, desto

² Se klippet her: [YouTube Link](#)

mere kreditværdig er han. En person, der får over 670, anses for at være meget kreditværdig.

FICO-scoren er i bund og grund "kun" en algoritme, som har brug for data til at kunne beregne en score. Sammen med de to andre globale kreditagenturer, Experian og Transunion, licenserer Equifax FICO-algoritmen, og de tre virksomheder fodrer algoritmen med deres egne proprietære data, som de modtager fra stort set alle finansielle institutioner i USA. Den lidt komplekse værdikæde er illustreret i figur 2.



Figur 2: Værdikæde for kreditrapporter (USIS).

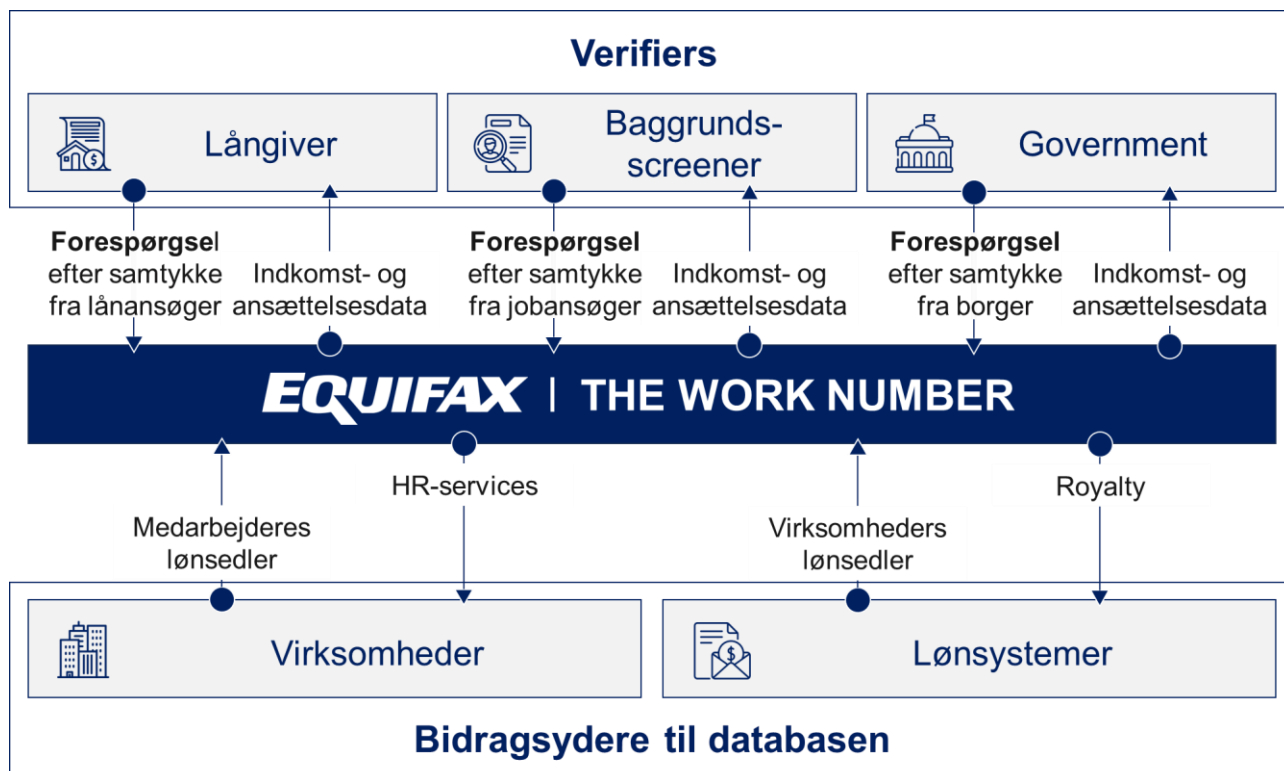
De finansielle institutioner deler denne meget følsomme kundedata, fordi det giver dem mulighed for at få en kreditrapport for alle personer, der på et eller andet tidspunkt har stiftet gæld i USA.

En bank er f.eks. meget interesseret i at vide, om personen, de kreditvurderer, har gæld i andre banker, inden de udsteder et lån til ham. Det er det, de tre kreditagenturers databaser sikrer – en centralisering af samtlige amerikaneres kreditinformation, der let kan tilgås.

Når der skal udstedes et boliglån i USA, er det i dag helt normal praksis at hente en såkaldt tri-merge rapport, der indeholder en kreditrapport fra hver af de tre kreditagenturer. Dette gøres for at tage højde for den divergens, der kan forekomme i de tre kreditagenturers databaser.

Én meget vigtig ting, som kreditrapporterne dog ikke indeholder, er data om **løn- og ansættelsesforhold**. Dette meget værdifulde input i kreditvurderingsprocessen er siden finanskrisen blevet obligatorisk i forbindelse med udstedelse af boliglån. Og her har **Equifax' Workforce Solutions segment (EWS)** en fantastisk markedsposition med dets omfattende og eksklusive løn- og ansættelsesdata, der kan tilgås digitalt og friktionsløst.

EWS-segmentets forretningsmodel er illustreret i figur 3 nedenfor.



Figur 3: Equifax Workforce Solutions (EWS) forretningsmodel.

Verifiers, f.eks. långivere, statslige institutioner eller baggrundsscreenerne, forespørger løn- og ansættelsesdata om en given person i Equifax' database, **The Work Number (TWN)**.

Equifax har indsamlet denne data fra virksomheder og lønssystemer, der alle får en række fordele, såsom HR-services eller royalties, for at dele data med Equifax.

Hvis personens løn- og ansættelsesdata er til stede i TWN-databasen, får Verifier et 'match' og betaler Equifax for dette.

Modsat USIS-segmentet, hvis aner kan spores tilbage til Equifax' stiftelse i 1899, er EWS segmentet rimelig nyt. Det startede med et opkøb, der på daværende tidspunkt var Equifax' største.

Key takeaways:

- Equifax' forretning inddeles i tre segmenter: International, US Information Solutions og Workforce Solutions. Workforce Solutions er det største, mest profitable og hurtigst voksende segment.
- Der er tre store kreditagenturer, Equifax, Experian og TransUnion, som leverer kreditrapporter til finansielle institutioner i USA. Disse rapporter indeholder dog ikke den værdifulde indkomst- og ansættelsesdata.
- Equifax' Workforce Solutions leverer, med The Work Number databasen, løn- og ansættelsesverificeringer til en lang række Verifiers (långivere, offentlige institutioner, baggrundsscreeners). Data får Equifax direkte fra virksomheder og lønsystemer ved at tilbyde dem en række fordele (HR-services, gratis verificeringer eller royalties).

TALX-opkøbet

Tilbage i 2007 købte Equifax virksomheden TALX for \$1,4 mia. TALX solgte forskellige HR-services til større virksomheder i USA såsom skatteopgørelser, lønkørsler, arbejdsløshedskrav m.m. Dette var non-core opgaver, der var naturlige for virksomhederne at outsource til TALX.

At løse disse HR-opgaver for virksomhederne var dog ikke TALX' egentlige forretning. Deres egentlige forretning bestod i at gemme og sælge de ansættelses- og indkomstdata (**kaldet records**), som de fik adgang til igennem deres HR-services. Databasen, som de skabte ud fra denne data, navngav de **The Work Number (TWN)**.

TWN viste sig at være en guldmine for TALX, fordi databasen kunne benyttes til at verificere folks løn- og ansættelsesdata digitalt – en **markant forbedring** over den langsommelige og manuelle proces, der var standarden førhen.

TALX var klar over værdien af denne database, og de vidste, at værdien af TWN ville stige for hver ekstra record, de kunne skaffe. Derfor søsatte virksomheden et opkøbstogt, og gennem starten af 00'erne opkøbte de flere store konkurrenter inden for både HR-services og digital verificering af løn- og ansættelsesdata. Opkøbene blev så omfattende, at de amerikanske konkurrencemyndigheder, FTC, endda måtte træde ind og sætte en stopper

for flere opkøb. Som betingelse for, at Equifax fik lov til at købe TALX, krævede FTC, at fremtidige opkøb, frem til 2017, skulle godkendes af myndighederne. På baggrund af denne afgørelse valgte Equifax at skifte fokus fra en opkøbsstrategi til en organisk vækststrategi.

I dag er TALX' HR-services blevet til EWS-segmentets 'Employer Services', og det er denne del af Equifax' forretning, der fodrer TWN-databasen med eksklusive records.

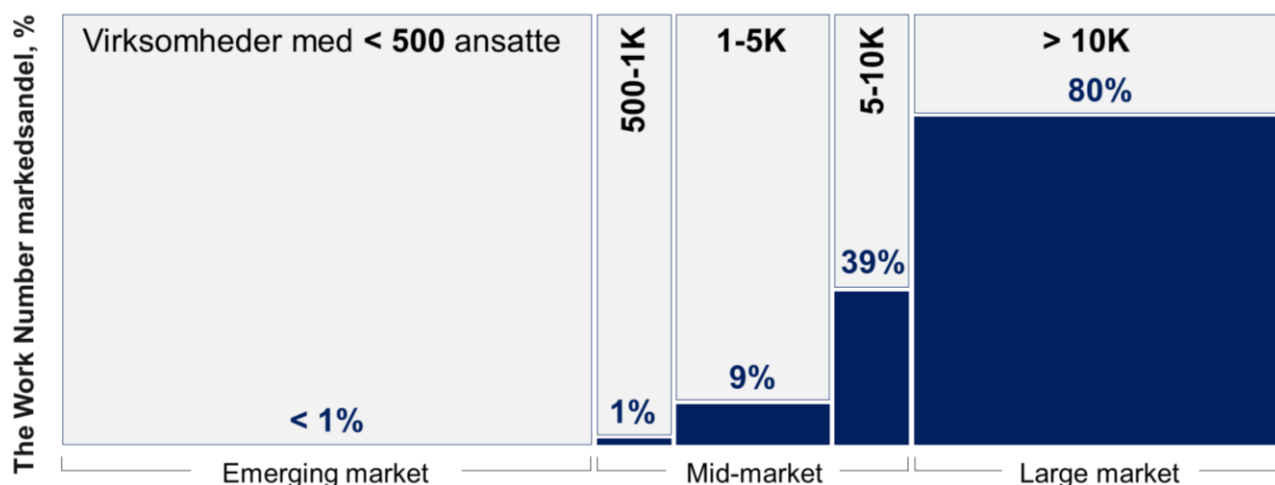
Key takeaways:

- Equifax opkøbte i 2007 virksomheden TALX, som leverede HR-services til virksomheder mod at modtage løn- og ansættelsesdata de kunne sælge via TWN.
- Efter opkøbet blev TALX og TWN integreret ind i Equifax Workforce Solutions. TALX' HR-services er i dag blevet til EWS-segmentet 'Employer Services', mens TWN-databasen er en del af EWS' 'Verification Services'
- Som betingelse for, at Equifax måtte opkøbe TALX, satte FTC en stopper for, at de kunne foretage flere opkøb. Derfor ændrede de strategi fra en opkøbsstrategi til en organisk vækststrategi.

EWS Employer Services – Nøglen til eksklusive records

Den organiske vækststrategi for Employer Services blev hurtigt en succes. Allerede tilbage i 2012, kunne Equifax afsløre, at de modtog løn- og ansættelsesdata fra **>80%** af alle amerikanske virksomheder med mere end 10.000 ansatte. Derudover var de også væsentligt penetreret iblandt de mellemstore virksomheder (5.000-10.000 ansatte).

■ = TWN markedsandele (andel af records)



Figur 4: TWNs andel af records fordelt på virksomhedsstørrelse (Investor Presentation, feb. 2013).

Den organiske vækststrategi kunne opdeles i to fokusområder.

1. Det første fokusområde var at **udvide antallet af HR-opgaver**, som Equifax kunne varetage.

Ved at varetage mange HR-opgaver, blev virksomhederne mere og mere afhængige af EWS' Employer Services, og havde derfor mindre incitament til at skifte til konkurrenter. Læg dertil, at de store virksomheder ofte havde skræddersyede ERP-systemer, og så snart EWS Employer Services var blevet integreret i disse, reducerede det yderligere incitamentet til at skifte.

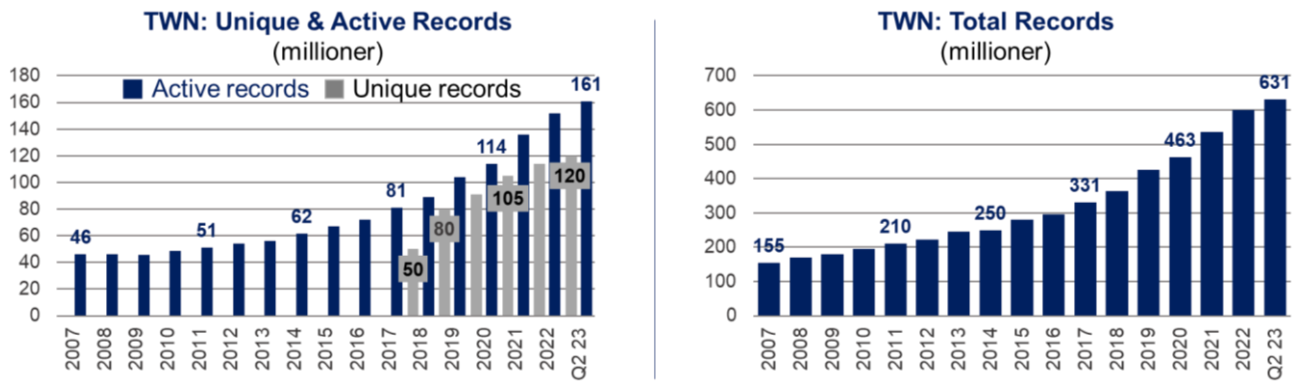
Richard Smith, daværende CEO i Equifax og idémageren bag opkøbet af TALX, forklarede selv hvor **"sticky"** Employer Services er på et investorkald i 2010:

*"(...) **the barriers are extremely high**. And we have a full suite of offering with our HR community as well, which makes it very important. When the HR community [is] giving us the files of employment data and income data, it's not just because we are who we are [it's] because we have full suite of products from I9 services to tax credit incentives to unemployment claims processing, they view us as a full provider. **So, someone will have to start replicate the entire operation that we have, and we have to stumble**".³*

2. Det andet element i den organiske vækststrategi var, ganske simpelt, **at tilbyde HR-ydelserne til en yderst fornuftig pris**.

Målet i Employer Services har aldrig været at maksimere indtjeningen. Målet har været at få adgang til så mange records som overhovedet muligt fra virksomhederne. Derfor har Employer Services en lav margin på ca. 10%, hvilket er betydeligt under EWS-segmentet som helhed. Ved at krydssubsidiere Employer Services og skabe en billig HR-kvalitetsservice, har Equifax formået at blive en integreret del af utallige virksomheders HR-aktiviteter. Derigennem er Equifax' database, **The Work Number**, blevet stopfodret med løn- og ansættelsesdata (records) på millioner af ansatte. Graferne i figur 5 viser, at TWN i dag indeholder 120 mio. unikke records.

³ Stephens Inc. Spring Investment Conference (2010, maj).



Kilde: Equifax Earnings Calls & Barclays Americas Select Franchise Conference (2019).

Figur 5: TWN records.

En person med tre jobs tæller én gang i 'unikke' records, men tre gange i 'Active records'. Alle tre jobs, samt de jobs personen tidligere har haft, er registret i 'Total Records', vist til højre i figur 5.

I figuren er det dog kun ~50% af TWN's records, der stammer fra Employer Services. De resterende ~50% stammer fra samarbejdsaftaler med lønsystemer.

Figur 4 viste, hvordan Employer Services tilbage i 2012 allerede havde en penetration på >80% i de største, amerikanske virksomheder. I de senere år har Equifax, med succes, også penetreret en større del af de mindre virksomheder. Indgangsvinklen har dog ikke været så naturlig som med de store virksomheder, fordi små virksomheder ikke har de samme HR-behov.

Equifax har i stedet fundet en indgangsvinkel via de lønsystemer, som mindre og mellemstore virksomheder benytter til at køre løn i USA⁴. Kort sagt har Equifax lavet følgende aftale med lønsystemerne:

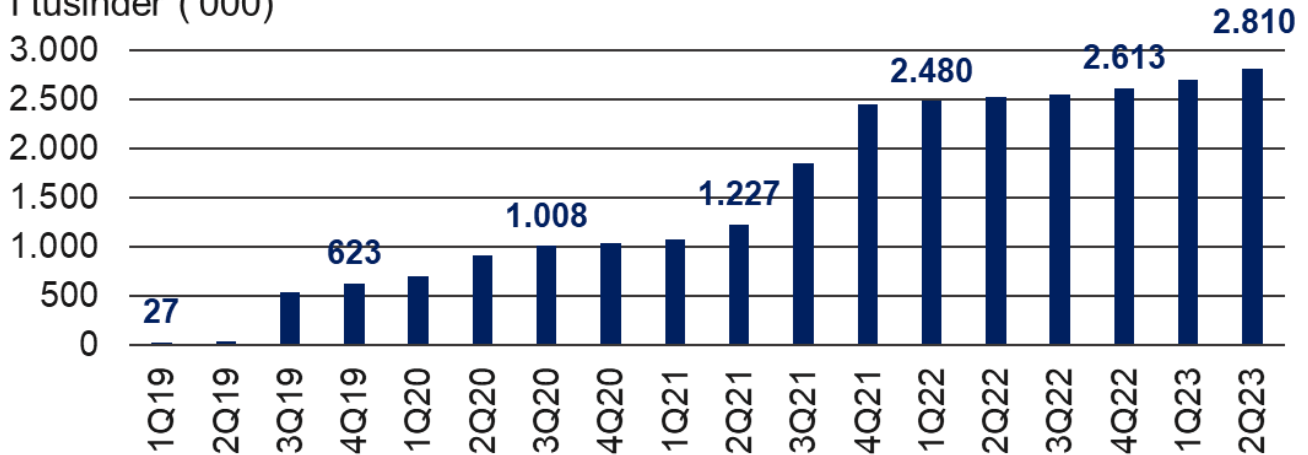
1. Lønsystemerne leverer, med virksomhedernes accept, løn- og ansættelsesdata til Equifax' TWN
2. Med samtykke fra den ansatte videresælger Equifax denne data til verifiers inden for en lang række vertikaler (boliglån, sociale ydelser, billån, kreditkortudstedelse m.m.)
3. Hver gang Equifax sælger lønsystemernes data betaler Equifax en royalty.

⁴ I Danmark er Visma Dataløn en kendt lønsystems virksomhed.

I dag modtager EWS records fra ca. 2,8 mio. virksomheder. Udviklingen i antallet af bidragende virksomheder til TWN-databasen er vist nedenfor.

Antal virksomheder som bidrager til TWN-databasen.

I tusinder ('000)



Figur 6: Bidragsydere til TWN-databasen.

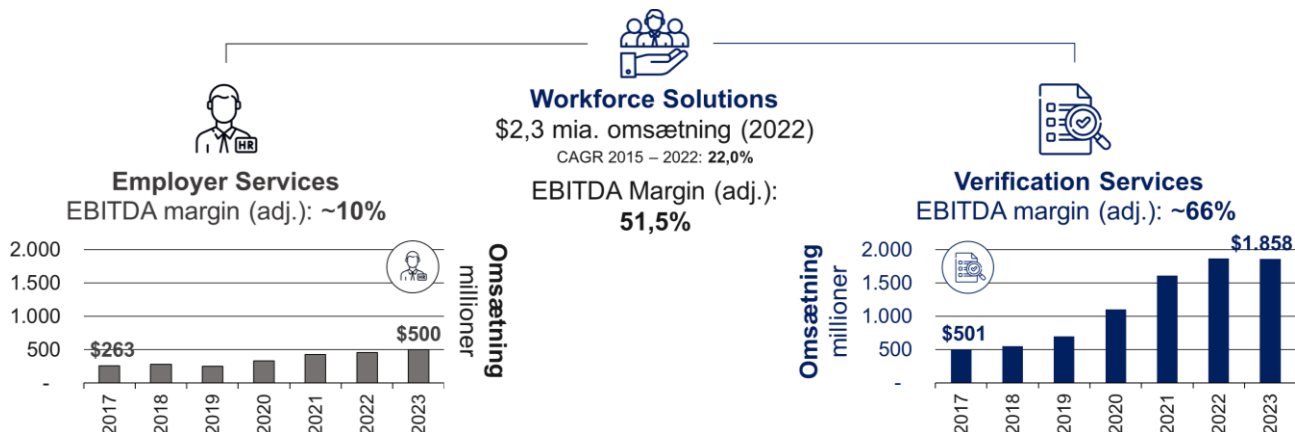
Det er disse records, som EWS monetariserer gennem deres meget profitable **Verification Services**.

Key takeaways:

- EWS Employer Services organiske vækststrategi gik ud på at udvide antallet af HR-opgaver, som kunne håndteres og så tilbyde disse HR-services billigt. Dermed blev EWS Employer Services ekstremt "sticky" og integreret i mange virksomheder. Pga. dette har TWN i dag >80% af alle records i store amerikanske virksomheder.
- Antallet af records i TWN-databasen er vokset markant. I dag findes der ca. 120 mio. unikke records i TWN-databasen, svarende til 55% af den amerikanske arbejdsstyrke.
- EWS Employer Services har bidraget med ~50% af TWN-databasens records. De resterende ~50% kommer fra royaltybaserede aftaler med lønsystemer.

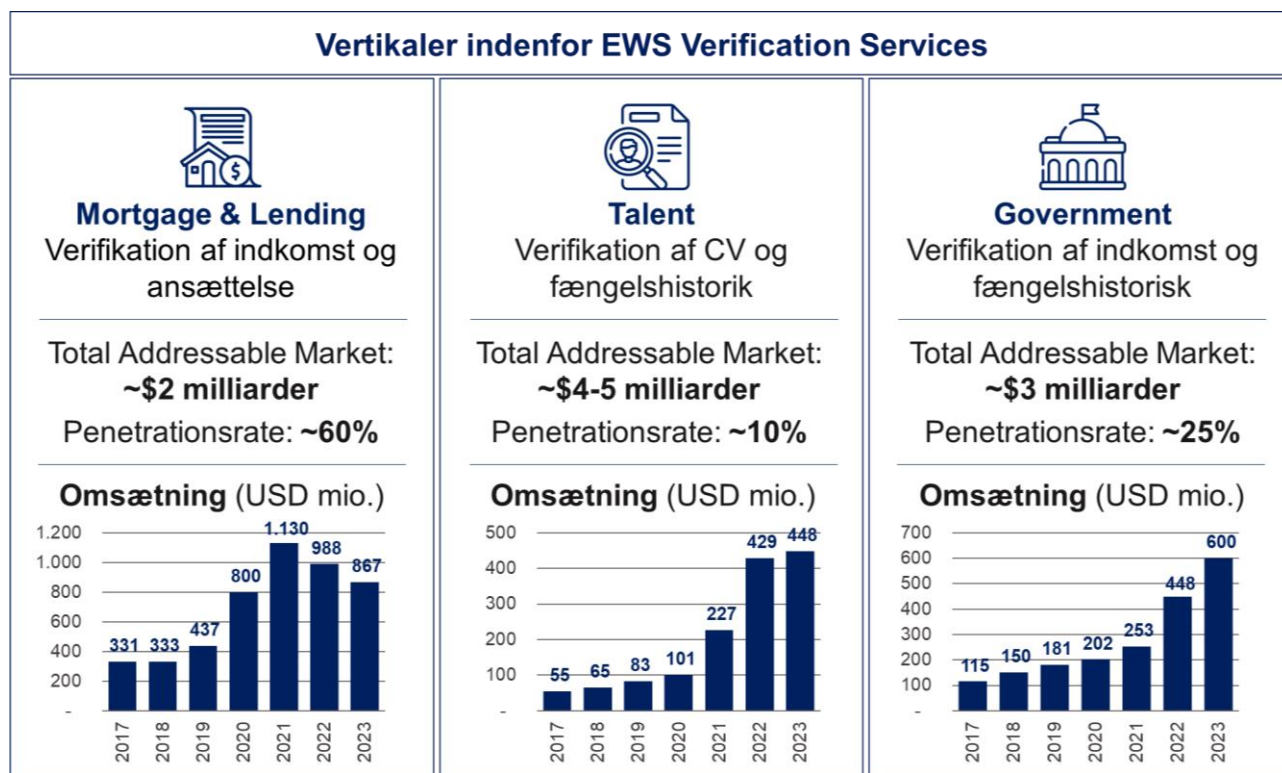
EWS Verification Services – Guldminen i EWS

Den egentlige forretning i EWS-segmentet er, som også var tilfældet for TALX, digitale verificeringer af løn- og ansættelsesdata via TWN-databasen.



Figur 7: Employer Services ift. Verification Services.

I dag er digitale verificeringer af løn- og ansættelsesdata ikke kun noget, der benyttes til boliglånsudstedelse (**Mortgage**). To andre vertikaler, **Talent** og **Government**, er i dag store bidragsydere til omsætningen i EWS' Verification Services.



Kilder: Run rate omsætning 2023. Government er yderligere justeret sfa. redeterminations under COVID jf. Barclays Financial Services Conference (2023). Vertikalers TAM er fra Stifel CSI Conference (2023).

Figur 8: Vertikaler inden for Verification Services.

I **Mortgage-vertikalen** er digital verificering af løn- og ansættelsesforhold blevet uundværlig og benyttes i ~60% af alle boliglån. De digitale verificeringer medfører mindre manuelt arbejde for långivere. De er også med til at mindske tiden fra ansøgning til långivning og sikrer ligeledes, at ingen essentiel information overses, så lånets vilkår bedst tilpasses låntagers økonomiske forhold.

Inden for **Talent-vertikalen** leverer Equifax digital verificering af ansøgers ansættelseshistorik. Dertil har de udvidet TWN-databasen med information om ansøgers uddannelsesbaggrund og evt. fængselshistorik. De primære kunder i dette segment er baggrundsscreenere. Det er specialiserede virksomheder, der foretager screeninger af ansøgere på vegne af arbejdsgivere. Hvis Google f.eks. skal ansætte en ny person, benytter de baggrundsscreenere til at foretage et CV-tjek af ansøgeren og sikre sig, at personen ikke har været i fængsel.

Også **statslige og føderale institutioner (Government)** har fundet værdi i TWN. Når en borger ansøger om at komme på overførselsindkomst eller få offentligt tilskud til sundhedsudgifter, husleje, børnepenge, madkuponer m.m., skal borgerens indkomst verificeres. Denne data fås nemmest med en digital verificering fra TWN. Dertil er det også et krav, at personens fængselshistorik skal tjekkes i forbindelse med offentlige udbetalinger.

Ud fra figur 8 kan vi se, at EWS-segmentet stadig har signifikante vækstmuligheder ('Total Addressable Market') og er yderst profitabelt. Det er derfor ikke overraskende, at konkurrenter har forsøgt at angribe EWS' dominerende markedsposition.

Indtil videre har ingen konkurrenter gjort signifikante indhug, og vi mener, at sandsynligheden for, at det lykkes, er lav, fordi **EWS besidder en betydelig holdbar konkurrencemæssig fordel**.

Key takeaways:

- Verification Services er den egentlige kerneforretning i Equifax Workforce Solution (EWS-segmentet). Verification Services har høje vækstrater og imponerende profitabilitet.

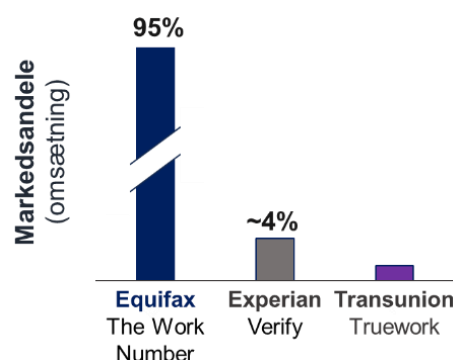


- I dag benytter man ikke kun løn- og ansættelsesverificeringer inden for boliglån (Mortgage). Også i andre vertikaler, såsom Talent og Government, benyttes denne data. De to nye vertikaler har vist sig at være både store og yderst profitable.
- På trods af, at EWS' Verification Services er en fantastisk forretning, har ingen konkurrenter formået at gøre signifikante indhug i deres markedsposition, fordi segmentet besidder en holdbar konkurrencemæssig fordel.

EWS' konkurrencemæssige fordel

Vores estimerer indikerer, at EWS har en markedsandel på ~95% indenfor verifikationservices⁵.

Den meget dominerende markedsandel er skabt og fastholdes som følge af én altoverskyggende konkurrencemæssig fordel.



Unik ressource: Adgangen til eksklusive records

Equifax' adgang til eksklusive records er roden til deres dominerende markedsposition.

Følgende eksempel illustrerer, hvorfor dette er tilfældet:

Hvis en låntagers løn- og ansættelsesdata (deres record) kun findes i Equifax' TWN, er långiver tvunget til at lave en trækning herfra eller selv foretage verificeringen manuelt – ingen konkurrerende databaser indeholder disse records.

Da manuelle verificeringer er dyre, tidskrævende og potentielt fejlbehæftede, foretrækker langt de fleste verifiers at lave et digitalt træk fra TWN. Ofte er det slet ikke muligt at lave en manuel verificering. Hvis en verifier ringer til en virksomhed for at verificere en persons tidligere ansættelsesforhold, vil virksomheden i mange tilfælde blot henvise til TWN og forklare, at de har outsourcet verificeringer dertil.

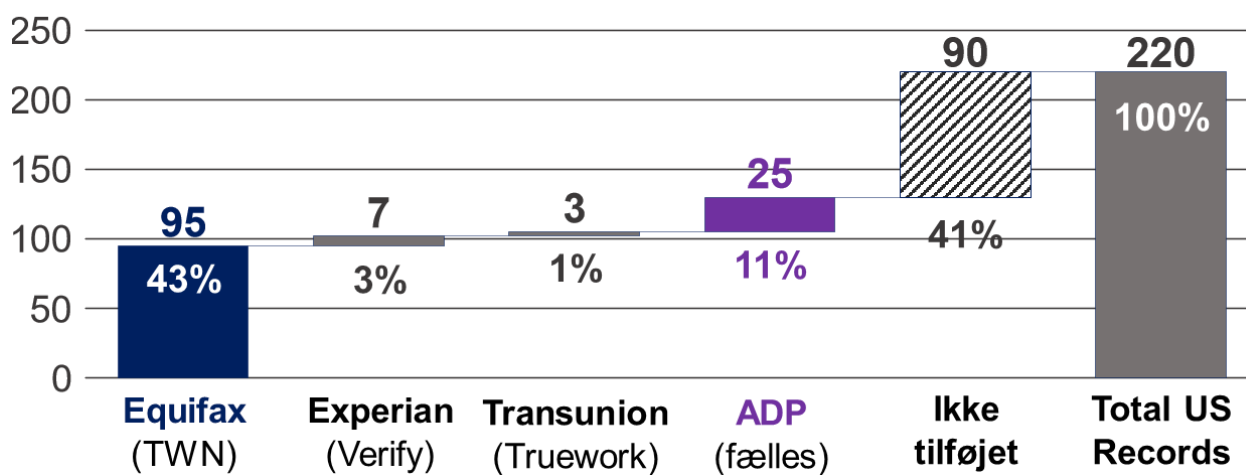
⁵ I beregningen af verifikationsmarkedsandele har vi rensset for konkurrenternes "Employer Service" segment. Experian oplyser, at de har en omsætning på ca. \$150 mio. i segmentet, men dette er inkl. "Employer Services", hvis omsætning, efter vores vurdering, er højere end deres egentlige verifikationsomsætning.

Records, der er eksklusive til TWN, sikrer således flere træk fra databasen, og dermed et større salg, hvilket blot cementerer EWS' dominerende markedsposition inden for verifikationsservices.

Ved sidste opgørelse havde EWS ca. 120 mio. unikke records. Vi estimerer, at omkring 95 mio. af disse er eksklusive.

Eksklusive records ift. US samlede antal records

Records i millioner og i procent af total.



Figur 10: Fordeling af eksklusive records

De eksklusive records stammer som tidligere nævnt fra to kilder:

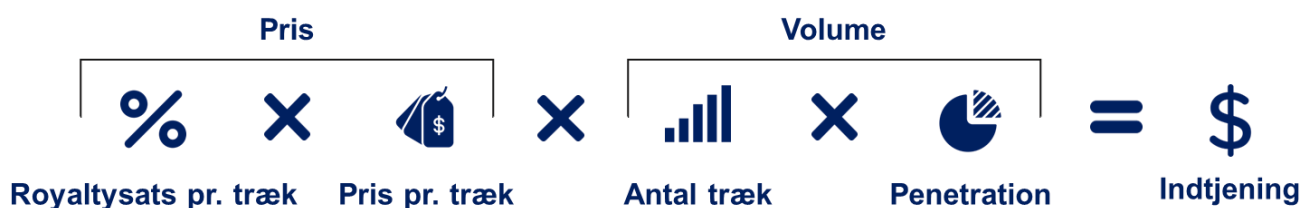
Employer Services: Igennem Employer Services sikrer EWS ca. **60 mio.** eksklusive records. Primært fra de største virksomheder i USA, jf. tidligere figur 4 (side 7). Hvis en konkurrent skal gøre sig forhåbninger om at få adgang til disse records, skal de konkurrere mod Employer Services' HR-ydelser, som er dybt integreret i virksomhedernes systemer og processer. Mange af virksomhederne har outsourcet disse non-core HR-opgaver til Employer Services i årtier, og Equifax har sørget for at holde en fair pris på ydelserne, fordi de også får eksklusiv adgang til virksomhedernes records.

Experian har dog alligevel ~7 mio. eksklusive records. De er kommet i besiddelse af disse eksklusive records gennem opkøb af bl.a. Cost Control Center, Emptech og Tax Credit i 2021. Alle virksomheder, der leverer de samme HR-ydelser som EWS' Employer Services. Med opkøbene startede Experian deres direkte konkurrent til EWS, **Experian Verify**. Equifax havde faktisk haft de tre virksomheder i kikkerten som potentielle opkøbsmål, men syntes at prisen de skulle betale, var for høj.

Eksklusivaftaler med lønsystemer: Igennem eksklusive aftaler med lønsystemer sikrer EWS de resterende **35 mio.** eksklusive records. Aftalerne er struktureret som royaltyaftaler, hvor lønsystemerne får en %-andel af den omsætning, der genereres, når lønsystemernes records hentes fra TWN.

Årsagen til at langt de fleste lønsystemer vælger at lave eksklusive aftaler med Equifax er meget simpel. **Aftalerne maksimerer indtjeningen på deres records.** Fra lønsystemernes perspektiv ser regnestykket ud på følgende måde:

Indtjeningsligning - lønsystemsaktiviteter



Figur 11: Indtjeningsligning for lønsystemsaktiviteter.

Desto højere hver af de ovenstående variable er, desto bedre for lønsystemet. De to første variable i ligningen omhandler **pris**, mens de to sidste refererer til **volumen**.

Ved eksklusivaftaler opnår lønsystemet ofte en højere **royaltysats**. Men en meget høj royaltysats er ikke altid indtjeningsmaksimerende. Hvis prisen, som en verifier betaler for et træk fra en database, er meget lav, kan selv en meget gunstig royaltysats ikke opveje for dette. For lønsystemet er det derfor vigtigt, at den database, hvori lønsystemets records huserer, ikke sælger trækkene for billigt.

Lønsystemerne er faktisk motiveret til at monopolisere verifiers adgang til deres records, i hvert fald til en vis grad, da dette sikrer, at databasen har pricing power og derfor mulighed for at sætte en **høj pris pr. træk**.

Variablen "**antal træk**" er primært dikteret af, hvor automatiseret verifikationsprocessen er. Hvis databasen er integreret i Verifiers arbejdsprocesser, måske endda helt automatiseret deri, er der en tendens til at Verifier trækker en record flere gange i løbet af en arbejdsgang. Dette er mest aktuelt indenfor Mortgage-vertikalen, hvor en låneansøgning til en bolig kan tage flere måneder, hvorfor en verifier potentielt ønsker at trække låntagers løn- og ansættelsesdata flere gange i den periode.

Den sidste variabel, "**penetration**", forsøger at indfange, hvor udbredt databasen er. Er databasen aktiv i alle de vertikaler, hvor der er efterspørgsel efter digital verifikation? Desto mere penetreret databasen er i alle tænkelige vertikaler, desto større er sandsynligheden for, at lønsystemets records bliver hentet, og dermed også monetariseret, oftere.

Key takeaways:

- EWS' markedsandel inden for verification services er ca. 95%.
- EWS besidder en unik ressource i form af dets adgang til eksklusive records. Verifiers er nødt til at trække fra TWN, hvis de vil have adgang til disse records.
- Ingen af konkurrenterne, Experian eller Transunion, har i nærheden af det antal eksklusive records, som Equifax har. Equifax har 95 mio. eksklusive records, nærmeste konkurrent, Experian, har kun 7 mio.
- Virksomheder foretrækker EWS Employer Services, da produktet er omfattende og billigt. Herigennem sikrer TWN ca. 60 mio. eksklusive records. Lønsystemer foretrækker at lave eksklusive aftaler med Equifax, da dette maksimerer lønsystemernes indtjening. Herfra sikrer TWN ca. 35 mio. eksklusive records.

EWS vs. Experian Verify

Hvis et lønsystem har valget mellem en eksklusiv aftale med enten Equifax eller konkurrenten Experian, vil de vælge et samarbejde med den partner, der maksimerer lønsystemets indtjening. **Og her vil valget formentlig falde på Equifax.** Vi kan sætte os i lønsystemets sted og vha. indtjeningsligningen forstå, hvorfor Equifax' tilbud med al sandsynlighed vil være bedre end Experians.

Lønsystemet ved, at Equifax og TWN er altdominerende i dette marked. Da Experian indtrådte i 2021 havde EWS-segmentet allerede en omsætning på \$1.600 mio., og Equifax havde eksklusive aftaler med mange lønsystemer. Derfor er det ikke utænkeligt, at Experian vil være villig til at tilbyde en mere lukrativ royaltysats end Equifax for at vinde lønsystemet over på sin side.

Lønsystemet ved også, at prisen verifier betaler pr. træk stadig vil være høj, så længe de kun har **én** eksklusiv aftale med enten Equifax eller Experian. Det er ikke vigtigt, om det er

Experian eller Equifax, som sælger systemets records, det er blot vigtigt at data er monopoliseret, da det sikrer, at databasen har pricing power.

Ser man derfor blot på de to første prisbaserede variabler i indtjeningsligningen, royaltysats pr. træk og prisen verifiers betaler pr. træk, kunne man tro, at Experians tilbud vil være lige så godt - eller måske endda mere gunstigt end - Equifax'. Lønssystemet kan potentielt opnå en højere royaltysats hos Experian, og verifiers vil betale det samme pr. træk for eksklusive records hos Experian eller Equifax. Derfor skal man skele mod de volumenbaserede variable for at forstå, hvordan **Equifax' tilbud bliver mest lukrativt**.

Den næste variabel i ligningen er **"antal træk"**. Antallet af træk dikteres i høj grad af, hvor automatiseret verificeringsprocessen er. Equifax, der har domineret denne industri siden starten af 00erne, har **system-til-system integrationer** med ~75-90% af verifiers. System-til-system integrationer sikrer bl.a. automatiserede træk, og minimerer derfor sandsynligheden for at en person vælger at verificere manuelt. Denne form for brede og omkostningstunge system-til-system integration har Experian, med deres 2-årige historik, ikke opnået endnu. Lønssystemets records vil altså benyttes hyppigere hos Equifax end hos Experian pga. disse integrationer.

Den sidste variabel er **"penetration"**. Jo flere vertikaler databasen benyttes i, desto oftere vil der foretages træk. Lønssystemet ved, at Equifax har opbygget stærke markedspositioner blandt Verifiers i både Talent- og Government-vertikalen. Som tidligere vist i figur 8, så er Equifax' omsætning i disse to segmenter hhv. ca. \$600 mio. og \$450 mio. Intet tyder på, at Experian har opbygget en position blandt verifiers i disse to vertikaler endnu. Et lønssystem vil, med en eksklusiv aftale hos Equifax, således **modtage penge fra to ekstra vertikaler**, der, til sammen, har en milliardstor omsætning, og vækstrater som er langt højere end i Mortgage-vertikalen.

Equifax har yderligere cementeret deres dominerende markedsposition i Talent- og Government-vertikalerne gennem en eksklusiv aftale med The National Clearing House og opkøbet af Appriss Insights.

Eksklusivaftalen med The National Clearing House sikrer Equifax adgang til uddannelsesdata på **+99%** af den amerikanske befolkning – meget værdifuld information for bl.a. baggrundsscreenere i Talent-vertikalen. Så vidt vi har forstået, har andre aktører

adgang til denne uddannelsesdata, men Equifax' eksklusivaftale sikrer, at de er de eneste som kan tilgå databasen via en persons cpr-nummer, hvilket er en kæmpe fordel. På samme måde som med lønsystemerne sikrer Equifax sig eksklusiv adgang til denne database med en royalty-baseret aftale.

Opkøbet af Appriss sikrer verifiers adgang til en realtidsdatabase med information om aktuelle indsatte og alle personer, der har en fængselshistorik i USA. Appriss databasen blev startet for over 20 år siden, og for både Baggrundsscreenere og Government spiller databasen en afgørende rolle i deres verifikationer.

Konklusionen på denne gennemgang af lønsystemets indtjeningsligning må være, at Equifax er en mere attraktiv samarbejdspartner – også selvom Experian skulle tilbyde højere royaltysatser. Equifax kan ganske enkelt opnå langt flere trækninger end Experian. Derfor er det heller ikke overraskende, at Equifax har eksklusive aftaler med alle deres lønsystemer på nær ét enkelt. Det ene lønsystem er USA's største, ADP.

ADP, med sine ca. 25 mio. unikke records, har valgt ikke at være eksklusiv med nogle databaseaktører. Årsagen er uvis. På et tidspunkt rygtedes det, at ADP ville lave deres egen verifikationsservice, men dette er ikke sket endnu. Det kan der være en meget god årsag til. Lønsystemerne tjener godt på sine aftaler med databasevirksomhederne. Indtjeningsmarginerne på disse royaltybaserede aftaler er næsten 100%, og der kræves ingen investeringer. Al kundekontakt, investeringer ol. varetages af databasen frem for lønsystemet selv.

Selvom ADP's records ikke er eksklusive, er det stadig svært for Truework, Equifax og Experian at konkurrere på pris. Sænker én af de tre databaser prisen på ADP's records, vil effekten være færre royalty-penge til ADP, som derfor vil have incitament til at droppe samarbejdet og gøre sine records eksklusive, formentlig hos Equifax. De tre aktører kan kun initiere en priskonkurrence og sænke prisen overfor verifiers, hvis de er villige til at dække forskellen overfor ADP – mao. subsidiere for at opbygge en markedsposition blandt verifiers.

Key takeaways:

- EWS' markedsandel inden for verification services er ca. 95%. Et lønsystem vil foretrække at lave en eksklusiv aftale med Equifax frem for Experian da en eksklusiv aftale med Equifax er indtjeningsmaksimerende.
- Den eksklusive aftale med Equifax er indtjeningsmaksimerende, fordi Equifax har en meget større volumen i deres database bl.a. pga. sine to store vertikaler indenfor Government og Talent.
- Selv hvis Experian tilbød markant højere royalty-satser end Equifax, ville det være svært at opveje for, at Experian udelukkende sælger verificeringer inden for Mortgage-vertikalen og dermed har langt mindre monetiseringspotentiale.

Prisstigninger

I introduktionen til dette kvartalsbrev understregede vi, hvor vigtigt det er, at virksomheder med pricing power ikke kaprer for meget af den værdi, de skaber. Efter at have gennemgået Equifax' konkurrencemæssige fordele, er der ingen tvivl om, at vi her har at gøre med en virksomhed, der har pricing power. Equifax' CEO, Mark Begor er heller ikke bleg for at udbasunere dette under diverse investorkald:

*"We have **meaningful pricing power** in that business [EWS/TWN]"*

Equifax CEO, Mark Begor (December 2022).

Det store spørgsmål er, om Equifax har udnyttet denne pricing power, altså hævet priserne for meget, og dermed åbnet døren for konkurrence.

Efter gennemlæsning af flere kundeinterviews er der klare indikationer på, at kunderne synes, at TWN's prisstigninger har været voldsomme.

*"Obviously **The Work Number** is a big spend because they keep raising prices to **ridiculous levels**."*

First Advantage CFO, David L. Gamsey (September 2023, baggrundsscreener)

*"Exactly. And this may sound weird, but with the price increases from **The Work Number**, **manual isn't that expensive anymore**. It's not a cost thing, it's a time thing. It's actually probably cheaper to do it manually than to go to **The Work Number** to get it, **but it would take longer**."*

First Advantage CEO, Scott D. Staples, (September 2023, baggrundsscreener)

Frustrationen over prisstigningerne har angiveligt resulteret i, at nogle kunder er begyndt at implementere en såkaldt "waterfall" model, hvor de først søger efter records i alle andre tilgængelige databaser, inden de til sidst søger i The Work Number.

Dette er ikke gode signaler. Der er dog et par nuancer til denne prisdiskussion, der er vigtige at undersøge for at identificere, om majoriteten af kunderne faktisk er så utilfredse.

- 1. Hvem betaler i sidste ende for et træk fra The Work Number?*
- 2. Hvad er alternativomkostningen til et træk fra The Work Number?*
- 3. Hvor voldsomme har prisstigninger været, og er de blevet modereret?*
- 4. Er den absolutte volumen af trækninger fra The Work Number faldet?*

1. Hvem betaler i sidste ende for et træk fra The Work Number?

I **Government-vertikalen** laves der kontrakter med en løbetid på 3-5 år, hvor der er indskrevet mindre priseskalatorer. Når kontrakterne udløber genforhandles disse højst sandsynligt til højere priser. I denne vertikal er det de statslige og føderale institutioner, som betaler for en digital verificering. Dynamikken er anderledes i de to andre vertikaler. Her er det **slutkunden, der betaler**.

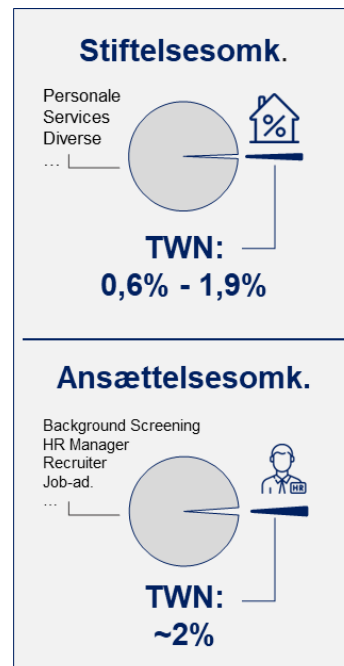
I **Mortgage-vertikalen** er det den person, der skal refinansiere eller købe bolig, som betaler for den digitale verificering af hans/hendes løn- og ansættelsesdata. En verificering i denne vertikal koster typisk mellem \$50-\$150 afhængig af datas detaljegrad. Vil långiver have data for de sidste 12 måneder eller 36 måneder? Og hvor mange attributter vil långiver have? The Work Number kan registrere op til 50 attributter (f.eks. bonus og aktieafłønning etc.) på én enkelt record. De \$50-\$150, som verificeringen koster, sender långiver videre til låntageren som en del af lånets samlede stiftelsesomkostninger.

I USA betaler den gennemsnitlige huskøber ~\$8.000 for at stifte et boliglån⁶, og omkostningen til den digitale verificering udgør dermed **~0,6%-1,9%** - et relativt insignifikant beløb for huskøberen.

⁶ ICE Investor Presentation, 2019

Priserne for et baggrundsscreen i Talent-vertikalen varierer også afhængig af dataenes detaljegrad. En baggrundsscreening på en ansat hos McDonalds eller Wal-Mart koster mellem \$5-10, fordi arbejdsgiver kun vil have information om deres seneste job, og om personen har været i fængsel.

En baggrundsscreening af en kandidat til fx Google kan koste +\$100, fordi virksomheden muligvis efterspørger personens fulde CV fra de sidste par år. For denne slags ansættelser bruger virksomheder i gennemsnit mellem \$4.000-5.000 på ansættelsesomkostninger⁷. Dermed udgør The Work Number i omegnen af **2%** af de samlede omkostninger for en ydelse, der er alfa omega i ansættelsesprocessen.



En meget vigtig pointe ift. baggrundsscreenerne er, at deres omsætning stiger når TWN hæver deres priser. Baggrundsscreenerne sætter nemlig en **%-mark-up** på TWN-prisen. TWN-prisstigningerne giver dermed meromsætning uden ansvarstagen, da baggrundsscreenerne blot peger pilen mod Equifax. Equifax udtaler da også, at **"tonen ift. prisstigningerne er en hel anden bag lukkede døre"**.

2. Hvad er alternativomkostningen til et træk fra The Work Number?

Equifax har gjort det meget klart, at de i de seneste par år er begyndt at prisfastsætte TWN-træk efter alternativomkostningen. Da det eneste alternativ til TWN i mange tilfælde er en manuel verifikation, prissættes et TWN-træk efter, hvad det ville koste at fremskaffe samme mængde data manuelt. Når Equifax har et godt estimat af omkostningen ved det manuelle alternativ, prissætter de et TWN-træk ca. 10-20% under denne. På et møde vi havde med Equifax' Investor Relations i september udtalte de følgende:

*"I think to understand our pricing strategy: What is the manual cost of a background screen, to go out in the market to find the records manually vs. my digital solution? What I'm trying to do is to price under the manual to make it more attractive for them to use my solution. **If it costs them \$30, I'll price it at \$20-\$25.** If it costs then \$80, I will charge*

⁷ Equifax Investor Day 2021

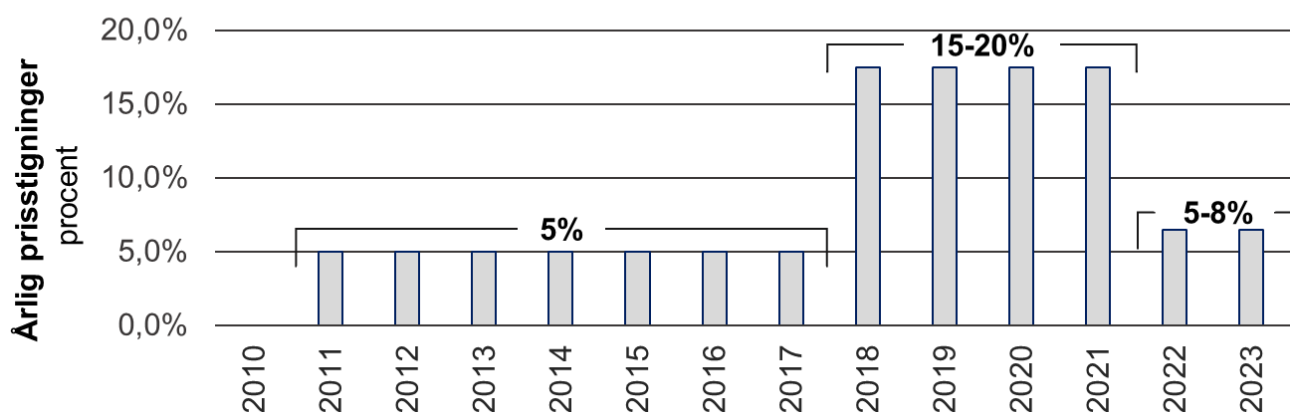
them \$60 or \$70. We are trying to make it attractive for them to use our solution that is cheaper than doing it manually.”

3. Hvor voldsomme har TWN-prisstigningerne været, og er de blevet modereret?

Der hersker ingen tvivl om, at Equifax har hævet priserne for TWN de sidste par år. Vores estimerer er vist i figur 12 nedenfor:

Estimerede prisstigninger for TWN (ex government)

Årlig stigning i procent.



Figur 12: Estimerede prisstigninger for TWN (ex government).

I 2018 kostede den mest basale record i Mortgage-vertikalen omkring ~\$30. I dag koster den ~\$55. Prisen er altså steget med ~83%, hvilket svarer til **årlige prisstigninger på ca. 16%.**

Det lader dog til at ledelsen i Equifax, til en vis grad, har taget kundernes kritik til sig. De modererede nemlig prisstigningerne i 2022 og 2023 til 5-8%, og i deres langsigtede vækstplan for EWS-segmentet forventer de, at prisstigninger skal bidrage til omsætningen med ca. 4% om året.

En anden indikation på, at ledelsen har fokus på at moderere prisstigningerne er, at Equifax er begyndt at tilbyde rabatter, hvis TWN placeres øverst i kundens waterfall-model. På den måde vil kunden have incitament til først at søge i TWN, før han/hun leder efter data i andre databaser. Equifax har slutteligt introduceret 'a la carte'-verifikationer indenfor talent-vertikalen, hvor kunder selv kan sammensætte og betale for den data, de ønsker, frem for at være tvunget til at købe standardløsninger.

4. Er den absolutte volumen af forespørgsler til The Work Number faldet?

Den absolut vigtigste indikator på, om prisstigningerne har været for voldsomme, er, om antallet af forespørgsler i TWN-databasen er faldet. Forespørgslerne er TWN's efterspørgselsindikator.

Når en verificer forespørger en record i TWN-databasen, kan det enten resultere i et match (en succesfuld digital verificering og dermed omsætning) eller intet match (og dermed ingen omsætning). Hvis antallet af forespørgsler til TWN falder, og dette ikke kan forklares af økonomisk cykikalitet i vertikalerne (f.eks. færre ansættelser og/eller mindre boligsalg), betyder det, at verifiers har valgt alternativer til The Work Number.

Til Equifax' investordag i november 2021 oplyste virksomheden, at de havde haft **+500 mio.** forespørgsler til databasen det år (svarende til ca. 16 i sekundet). I Q2 2023 oplyste Equifax, at de stadig fik +500 mio. årlige forespørgsler til databasen, hvoraf ca. 275 mio. blev konverteret til verifikationer, fordi recorden, der blev efterspurgt, var i databasen. Det svarer til **55%** coverage.

Fastholdelsen af forespørgsler i 2023 er faktisk ret imponerende taget det drastiske fald i Mortgage-vertikalen i betragtning. Både nye boliglån og refinansieringer er siden 2021 faldet med hhv. 50% og 70%. Trods kollapset i Mortgage-vertikalen, er TWN's totale antal forespørgsler, +500 mio., stadig intakt. Vi kan således deducere os frem til, at der må have været en signifikant forespørgselsstigning i både Talent- og Government-vertikalen, der opvejer for forespørgselsfaldet i Mortgage-vertikalen.

Dette bekræftes også af Equifax, der understreger, at trods kritikken vedrørende prisstigninger fra nogle af de store baggrundsscreenere i Talentvertikalen, så **"bliver de ved med at købe mere af os"**.

I Mortgage-vertikalen er der dog et datapunkt, der bekræfter, at TWN fortsat er et meget efterspurgt produkt. Dette datapunkt sløres dog imidlertid af et stort volumenfald i vertikalen. I 2018 blev der i en typisk boligudlånsproces kun lavet én forespørgsel til TWN. Men i perioden 2020-2021 steg dette antal til **2,5 gange pr. boliglån**, og udstederne af boliglånene har holdt fast i denne frekvens ind i 2023. Dermed tyder det på, at faldet i forespørgsler i Mortgage-vertikalen kan forklares af cykikalitet. TWN-records er dermed fortsat et eftertragtet produkt.

Konklusion

Equifax' TWN-database er et fantastisk dataaktiv med gode vækstmuligheder. Databasen har kun en penetration på hhv. 10% og 25% blandt verifiers i de to hurtigst voksende vertikaler, Talent og Government. Læg dertil, at den samlede TWN-database stadig mangler at indsamle 85 mio. records, der vil blive monetariseret, så snart de tilføjes til databasen, eftersom TWN allerede modtager forespørgslerne fra verifiers i dag.

Men som vores initiale hypotese også gjorde klart, så har vi været nervøse for, om Equifax har hævet TWN-priserne for aggressivt. Det er helt klart, at der har været en periode, hvor prisstigningerne har været signifikante. Helt specifikt tænkes der på perioden 2018-2021, hvor Equifax angiveligt skulle have hævet priserne med 15-20% om året.

Virksomheden retfærdiggør prisstigningerne i den periode med signifikante investeringer i udvidelsen af TWN-databasen, samt et betydeligt mismatch mellem prisen på et TWN træk og alternativet – en manuel verificering.

Ud fra vores analyse ser det umiddelbart ikke ud som om, at de aggressive prisstigninger har haft en væsentlig effekt på antallet af forespørgsler til databasen. Men vigtigst af alt, så lader det til, at Equifax har været responsive overfor kundernes budskab. Virksomheden modererede nemlig deres prisstigninger til ca. 5-8% om året i 2022 og 2023.

Vi har således ikke kunne spore noget signifikant markedsandelsskred i markedet for digitale verifikationer, men der er kommet nye aktører på banen. Den mest væsentlige er Experian, Equifax' konkurrent i bl.a. USIS-segmentet. Vores forventning er dog, at Experian får svært ved at opbygge en stærk position i markedet, fordi Equifax besidder mange eksklusive records og en dybere penetration blandt verifiers.

Modsat Gillette lader det til, at Equifax har fået implementeret deres prisstigninger uden betydelige skred i markedsandele, og de har nu fået rettet prisstigningerne til, så de er mere spiselige for deres kunder.

Vores investering i Equifax er i høj grad bundet op på udviklingen i Equifax' EWS-segment, hvori TWN-databasen huserer. Her er vi ret overbeviste om, at virksomhedens dominerende markedsposition ikke er blevet sat over styr pga. de prisstigninger, der er blevet implementeret de seneste par år. Læg dertil, at segmentet fortsat vil have en

strukturel digitaliseringsmedvind i ryggen og kontinuerligt tilføje flere eksklusive records, hvilket vil resultere i betydelig indtjeningsvækst.

En holdbar indtjeningsvækst, der i vores optik ikke er korrekt inddiskonteret i Equifax' nuværende aktiekurs, hvilket gør virksomheden til en attraktiv investering.