
symmetry
Investering i balance
ÅRSBREV
2024



Disclaimer

Denne rapport er skrevet af Symmetry og er baseret på research, regnskaber, interviews, feltundersøgelser, analytikerrapporter osv. Rapporten indeholder udtalelser fra Symmetry og som er vores egne meninger. Symmetry garanterer ikke nogen korrekthed skrevet i denne rapport, da der kan være væsentlige fejlberegninger.

Denne rapport skal på ingen måde ses som en anbefaling om køb, hold eller salg af virksomheden. Symmetry Administration ApS er af danske tilsynsmyndigheder bemyndiget til at rådgive afdeling Symmetry Invest under Kapitalforeningen Wealth Invest. Vi er ikke autoriseret som investeringsrådgiver for andre fonde eller enkeltpersoner, og derfor bør denne rapport på ingen måde tolkes som investeringsrådgivning, men som journalistisk forskning og vores egen begrundelse for at eje aktier.

Symmetry er på ingen måde ansvarlig for eventuelle tab på investeringer baseret på denne rapport. Læsere af denne rapport bør forstå, at fonden rådgivet af Symmetry ejer aktier i de selskaber, der er nævnt i denne rapport. Symmetry bevarer retten til at handle med alle værdipapirer nævnt i denne rapport til enhver tid uden yderligere oplysning om dette.
Derefter beholder Symmetry retten til at købe eller sælge aktien uden yderligere meddelelser om det. Vores målpriser for aktierne kan ændre sig væsentligt forårsaget af faktorer, der enten er i eller uden for virksomhedens kontrol. Vi er ikke forpligtet til at udsende en ny rapport eller nogen meddelelse, hvis eller målpriser ændres.

Denne rapport udsendes til følgende parter:
• Vores hjemmeside www.symmetry.dk
• Fondsforvaltere eller investeringsrådgivere rundt om i verden, da det er normalt at dele ideer
• Abonnenter på Symmetrys nyhedsbrev registreret på vores hjemmeside.

Symmetry opererer under dansk regulering og kan kun lave markedsføring af vores fond til danske AIF-akkrediterede investorer. Derfor bør denne rapport på ingen måde tolkes som markedsføring for fonde, der rådgives af Symmetry, men alene tolkes som et informationsbrev til investorer i fonden, som rådgives af Symmetry.

I nogle tilfælde vil Symmetry udsende en opfølgningsrapport om væsentlig ny information om aktierne, men er på ingen måde forpligtet til det.

Investering i aktier inkluderer risikoen for tab af kapital, og vi anbefaler altid andre at rådføre sig med en autoriseret investeringsrådgiver, før de foretager investeringer.

Billeder og andet materiale i denne rapport kan være beskyttet af ophavsret og kan ikke videredistribueres.

Symmetry modtager ikke betalinger fra nogen virksomhed nævnt i denne rapport udover vores afkast på aktieejerskab i de nævnte virksomheder.

Kære alle aktionærer i Symmetry

I 2024 leverede vi et afkast på 9,6 %, hvilket var nok til at indhente tabet fra 2022 og sætte en ny All-Time-High. Siden stiftelsen har vi således leveret et afkast på 562 %, som giver et årligt afkast på 17,3 % efter fees og 21,5 % før fees.

Tabel: Historiske afkast i procent*

I tabellen fremgår historiske afkast og nettoeksponering siden stiftelsen i 2013

	Jan	Feb	Mar	Apr	Maj	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dec	SymmetyNet	SymmetyGross	MSCI EUSmall Cap	Nettoeksponering
2013						8,1			7,9			15	**34,1**	41,6	**21,2**	N/A
2014			3,2			10,2			2,8			17	**36,8**	40,4	**2,2**	N/A
2015			6,8			23,2			-13,3			5,7	**20,5**	25,2	**17,5**	76
2016			1,3			10,6			3,5			3,4	**19,9**	24,6	**3,8**	44,3
2017	6,2	3,2	0,7	4	5,1	-2,7	1,1	-2,7	0,6	3,3	-2,1	-0,7	**16,8**	22,1	**19,6**	46,5
2018	1,9	-4,5	-4,4	0,8	-0,8	-5,9	-4,5	-1,8	-0,9	-12,8	1,9	0,3	**-27,7**	-25,8	**-17,4**	75,2
2019	7,3	6,4	4,5	4,5	-2,4	6,3	0,5	-7,1	5,8	0,3	10	2,5	**44,4**	46,5	**26**	73,3
2020	2	-4,1	-37,2	22,6	14,5	10,1	1,2	9	-0,2	1,8	17,1	12,9	**40,4**	48,1	**4,3**	74,9
2021	9	8,3	8	5	0,1	-0,5	2,2	4,8	-2,7	3,9	-5,4	0,9	**37,8**	45,7	**18,9**	75,6
2022	2	-6	-2,3	-7	-1	-3,7	3,5	0	-7,9	8,2	-0,1	-2,3	**-16,4**	-15	**-22,5**	77,7
2023	4,4	5,1	-6,6	0	2,6	-2,2	5,2	0,9	-0,6	-6,6	6	7,5	**15,4**	16,9	**9,7**	75,8
2024	0	3,7	3	1,4	2,2	-3,2	2,4	3,1	-1,8	-2,3	0,7	0,3	**9,6**	11,1	**3**	77

I årsbrevet for 2023 skrev vi følgende:
"2023 vil formentlig blive husket for året, hvor enkelte aktier (Magnificent 7) drev hele aktiemarkedet opad. Når man kigger tilbage på de store indeks, ligner det at 2023 var et fantastisk år. Men foruden disse aktier var det et middelmådigt år. I Smallcap verdenen, som vi opererer i, var det et svært år."

2024 var året, hvor vi desværre mistede en af de største investorer nogensinde i form af Charlie Munger. Så for at hylde ham vil vi kommentere på året 2024 med: ***"I have nothing to add".***

Mens det altid er en prioritet at levere flotte afkast, er vi dog også interesseret i at levere dem på den rigtige måde. Hvis høje afkast leveres via en høj risiko, ender det ofte med at gå galt på et tidspunkt. Vi har brugt 2024 på at finjustere porteføljen og på at gå endnu dybere i de mest attraktive positioner. Store investeringer i CTT, Admiral og Freetrailer har vist sig at være attraktive dispositioner, da de pågældende aktier har haft en god start på 2025.

Overordnet set er vi pænt tilfredse med, hvordan året gik i vores portefølje. Vi formåede at levere gode stabile afkast hen over året, imens vi undgik væsentlige nedture – f.eks. klarede vi os godt under nedturen tidligt i august.

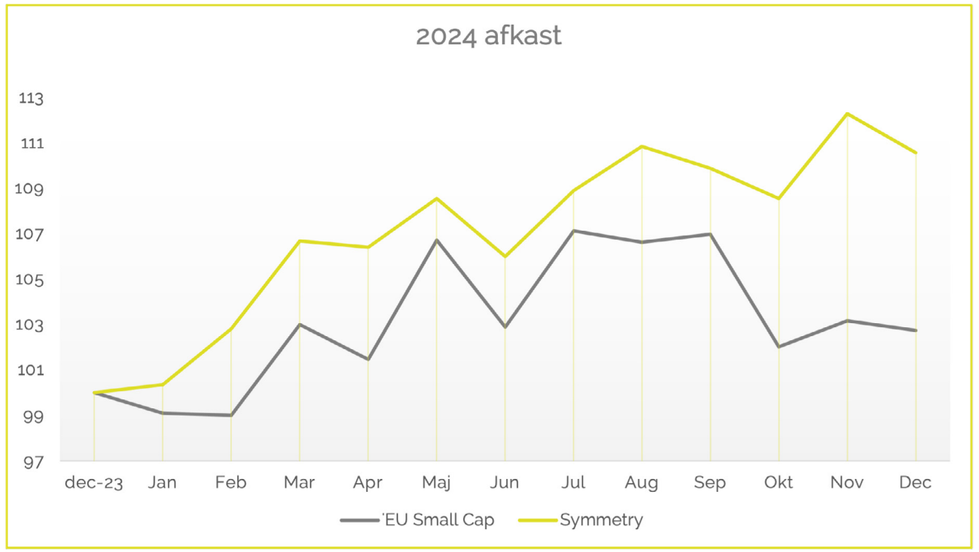
En af de væsentligste parametre vi tracker internt er den "vægtede upside" i vores portefølje. For alle de aktier vi ejer og følger opbygger vi detaljerede DCF-modeller og beregner vores estimat af fair value. Det sammenholder vi med markedsværdien af det enkelte selskab og beregner den teoretiske upside i den enkelte aktie. Dette hjælper os med at vurdere, hvilke aktier vi skal eje og hvordan vi skal rebalancere – uden det bliver en følelsesmæssig beslutning.

En af de ting vi bemærkede i 2024 var, at vores selskaber klarede sig markant bedre end deres aktiekurser. Dette betød, at vi opjusterede vores kursmål mere end de afkast vi fik. Det havde den effekt, at den vægtede upside steg fra 118 % i starten af 2024 til 141 % i slutningen af 2024. Vi mente derfor, at vi havde en masse afkast "til gode".

Tabel: Performance i forhold til MSCI ACWI

Nedenfor er vist vores langsigtede og kortsigtede performance i forhold til MSCI ACWI og Euro Stoxx 600

	ÅTD	*3 år*	*5 år*	*Total*	*Net IRR*	*Gross IRR*
Symmetry	9,6%	5,8%	104,7%	561,5%	17,3%	*21,5%*
MSCI EU Small Cap	3,0%	-12,4%	8,7%	104,7%	6,3%	



Symmetry årsbrev

De fleste af jer ved, at vi udgiver halvårlige investorbreve, hvor vi går i dybden med forskellige temaer, der direkte eller indirekte omhandler investeringsverdenen. I vores nyhedsbreve kommenterer vi kun sporadisk på vores portefølje og enkeltaktier, men i stedet fokuserer vi på temaer, som vi mener kan være relevante for vores læsere.

En gang årligt udsender vi dette årsbrev, hvor det er lige omvendt. Her reflekterer vi over det foregående år og bruger tiden på at gennemgå de vigtigste begivenheder for os samt går mere i dybden med vores portefølje.

For de af jer, der skulle have lyst til at genlæse vores nyhedsbreve, findes der nedenfor et link hertil samt en kort overskrift over det pågældende emne, der behandles.

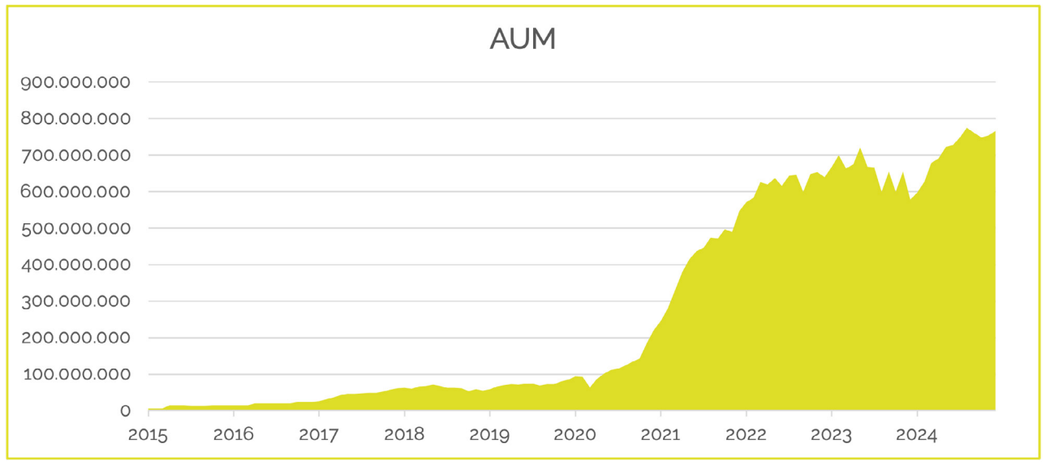
Nyhedsbrev	Tema
2024 H1	"Short-selling, fragility of unit economics"
2023 H1	"Learn to live with fear, retreat to attack, why share?"
2022 H2	"The FOMO cycle", Be agnostic and choosing your partner
2022 H1	Terminal value risk, short selling
2021 H2	Emerging manager, being unique? The use of a performance coach.
2021 H1	"Deep Work", time optimization, internal capital allocation
2020 H2	FOMO, CEO Interactions, Inflection point investing
2020 Q2	"All Weather portfolio", Invest in yourself (sleep, health & happiness)
2020 Q1	Covid 19, volatility, staying calm and looking ahead
2019 Q4	Alpha, fund size, primary research?
2010 Q3	Public vs. private equity, follow up on cases
2019 Q2	Short selling, changing your mind
2019 Q1	Personal money vs. running a fund, the stock market over time

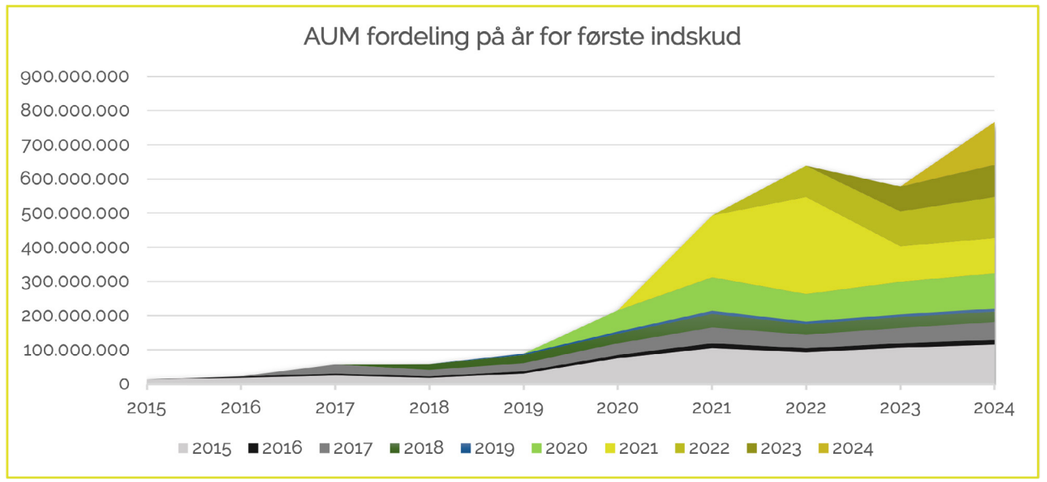


En større og stærkere forretning

2024 var kendetegnet ved et fornuftigt afkast, et pænt inflow af nye investorer og kun meget få udtrædelser. Vi har således fortsat med at opbygge og diversificere vores investorbase, hvilket skaber et endnu stærkere fundament for fremtiden.

I 2024 steg vores AUM med ca. 200 mio. kr. – fra 578 mio. kr. primo året til 766 mio. kr. ultimo. Som følge af høje afkast og et pænt inflow har vi faktisk allerede rundet 900 mio. kr. i starten af 2025.





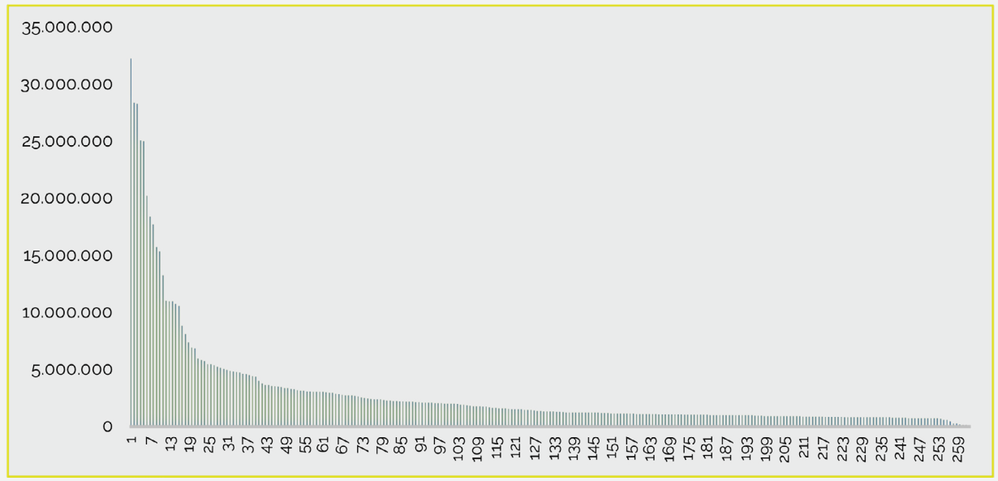
[1] Churn and burn" beskriver en strategi, der fokuserer på hurtigt at generere omsætning gennem aggressiv og højvolumen markedsføring – uden den store bekymring for langsigtet kundeloyalitet eller brandets omdømme.

En af de ting, man ønsker at se som forretning er, at man fastholder sine investorer og de vokser deres kapital og skyder mere ind over tid. Hvis man har en "churn and burn"[1] strategi i denne branche – så kommer man aldrig langt over tid. Vi er derfor grundlæggende meget tilfredse med, at vi kan se, at de investorer, som har været med i flere år, konsistent vokser i værdi.

Det har kun været investorer, der har købt sig ind i 2021 og dermed gik ind lige inden faldet i 2022, som har mistet værdi for os. Vi har dog "churnet" størstedelen af den gruppe nu, hvilket heldigvis efterlader os tilbage med investorer, som alle har et pænt afkast på investeringen i Symmetry. For os er det en hjørnesten i forretningen, at vi konsekvent kan blive ved med at vække selv de ældre gruppe af investorer – fordi det illustrerer den underliggende styrke af vores aktionærbase.

symmetry
Investering i balance





En anden vigtig ting ved en Asset Management forretning er ikke at være afhængige af enkelte investorer. Hos Symmetry har vi valgt at fokusere på HNW (high net worth individual) segmentet samt mindre familiekontorer. Det gør, at opbygningen af AUM tager langt længere tid, kontra hvis man fik to-tre store investeringer fra pensionselskaber, forsikringsselskaber, fund of funds, endowments etc. Men det skaber også en langt mere bæredygtig forretning over tid og forretningen er bedre rustet til at tage outflow fra de største investorer, når disse ikke udgør så stor en del af AUM.

Som det kan ses ovenfor er Symmetrys ca. 766 mio. kr. i AUM ultimo 2024 fordelt på 263 investorer. Den største investor udgør ca. 4,2 % og de fem største udgør tilsammen ca. 18 %. Tre ud af de største fem er repræsenteret i ejerkredsen eller bestyrelsen. Det har derfor den førnævnte fordel, at Symmetry ikke er afhængig af enkelte investorer, der kan rive tæppet væk under vores forretning. Det betyder også, at vi kan tænke langsigtet, fordi der ikke er enkelte investorer, som kan påvirke vores holdninger i en retning, som vi ikke er enige i.

Vi er klar over at denne strategi nok gør, at vi aldrig kommer til at forvalte 5 – 10 mia. kr., hvilket vi har det helt fint med. Vi kører med en Smallcap strategi, der alligevel har begrænset kapacitet. Derfor vil vi hellere vokse på den rigtige måde og få de rigtige investorer ombord.

Vores team har ikke ændret sig over de sidste godt tre år, hvilket har været tiltrængt efter den store oprustning, vi lavede omkring 2021/2022. Vi har nemlig det helt rigtige hold til at tage Symmetry til det næste niveau.

Som vi skrev sidste år, var 2023 året, der bød på store strukturelle forandringer for Symmetry. Vi ændrede juridisk setup samt lancerede vores egenudviklede IT-platform. Dette var to markante opjusteringer af vores operationelle setup.

I 2024 har vi bygget videre på vores relation til Wealth Fund Partners (tidl. IFS SEBinvest A/S) og strømlinet vores kommunikationsveje, data flow og processer med dem for at gøre hele dagligdagen så optimeret som muligt.

Samtidig har vi videreudviklet mange nye løsninger til vores IT-platform. Vores software håndterer alt fra porteføljestyring, risikostyring, researchoptimering, CRM, investorrapportering, compliancerapportering mv. I og med at vi har al vores software in-house, kan vi også løbende udvikle de funktionaliteter vi ønsker, relativt hurtigt. Vi kan bruge dette som en konkurrencemæssig fordel i et Smallcap marked, hvor vores konkurrenter enten ikke anvender software eller køber mere generisk 3party software eksternt.

Vi er også så småt begyndt at indbygge flere af de nye AI-løsninger ind i vores IT-system. Dette er en flerårig proces, der nok aldrig stopper, men vi er spændte på, hvordan vi ved hjælp af moderne AI-værktøjer kan gøre Symmetry endnu stærkere og ad den vej fortsætte med at sikre, at vi altid er et step foran vores konkurrenter i markedet.

Investments



Andreas Aaen
CEO / Founder



Henrik Abrahamsson
Portfolio Manager



Sebastian Savic
Portfolio Manager

Administration



Casper Munksø Thomsen
Head of Finance and Administration



Kim Hoberg Nielsen
Head of Client Relations



Jon Højlund Arnfred
CTO



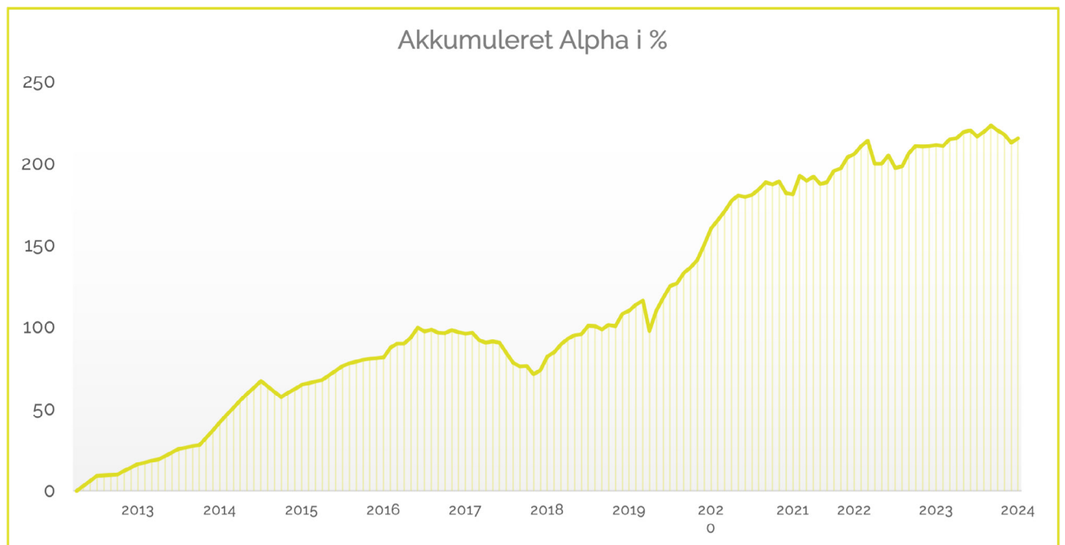
"Vi har det helt rigtige hold til at tage Symmetry til det næste niveau."

Alpha*

En ting er at levere høje afkast, den anden er at se på, hvordan disse afkast leveres.

Nedenfor er vist en oversigt over vores afkast på henholdsvis long og short siden stiftelsen (bruttoafkast).

	Long	Short	LS Alpha	Long Alpha	Short Alpha
2024	10,6%	-5,7%	4,9%	7,8%	-3,0%
2023	13,8%	-7,1%	6,7%	4,0%	2,7%
2022	-24,0%	43,0%	19,0%	-6,5%	25,5%
2021	57,3%	-30,0%	27,3%	38,1%	-10,8%
2020	41,0%	3,9%	44,9%	28,7%	16,2%
2019	43,7%	-10,2%	33,5%	19,9%	13,6%
2018	-24,5%	11,0%	-13,5%	-15,0%	1,5%
2017	27,0%	-12,9%	14,1%	9,5%	4,6%
2016	22,9%	-4,5%	18,4%	16,1%	2,3%
2015	7,2%	8,8%	16,0%	7,9%	8,1%
2014	36,8%			29,7%	
2013	34,1%			19,5%	
Average	**20,5%**	**-0,4%**	**17,1%**	**13,3%**	**6,1%**



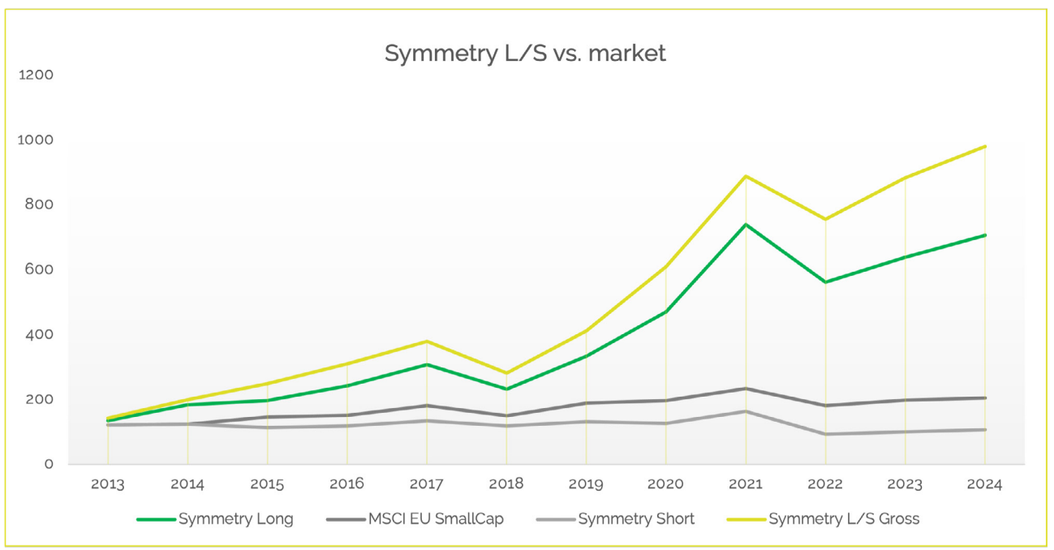
Selvom vi er glade for igen at levere positiv alpha, så er vi dog ikke helt tilfredse med 2024. 4,9 % samlet alpha er under vores målsætning. Dette skyldes primært, at det igen var et svært år at shorte aktier. 2025 er dog startet flyvende med en 2-cifret short alpha på bare 3 måneder – så vi står fast på, at strategien virker. Langsigtet kan vi stadig være enormt stolte af den alpha, som vi har skabt i vores forretning.

Hele målsætningen for en long/short fond er at skabe alpha. Det man ønsker at se, er at ens lange positioner gør det bedre end markedet og at ens korte positioner underperformer markedet. Kombinerer man de to strategier (long & short) samtidigt, kan man ofte opnå et endnu bedre afkast, end de to strategier havde leveret hver for sig.

På dette område har Symmetry virkelig leveret varen i vores nu 12-årige historie. Som man kan se på grafen nedenfor, har vores lange positioner (Grøn linje) gjort det markant bedre end markedet (Mørkegrå linje). Samtidig ses det, at vores short positioner (Lysegrå linje) har gjort det dårligere end markedet (hvilket man selvfølgelig håber på, når man er short).

Mens markedet i de ca. 12 år har leveret et afkast på ca. 105 % har Symmetry leveret et nettoafkast på ca. 562 % eller ca. 5x så højt afkast. Herudover har vi formået at levere konsistent over tid. 2018 er således det eneste år, hvor vi ikke havde en positiv alpha.

Vi vil arbejde hårdt på at fortsætte denne stime de kommende år.



* Alpha er en betegnelse for et merafkast og er et nøgletal vi bruger for at vurdere om vi skaber værdi for investorerne målt i forhold til den risiko vi tager. Der er to måder at levere afkast på; ved at slå markedet (kaldet alpha) og ved at tage markedsrisiko (kaldet beta). Hvis markedet stiger 8 %, hvoraf vores lange positioner stiger 12 % og vores shorts stiger 4 %, så har vi lavet en total alpha på 8 % fordelt på lang alpha (12-8) og short alpha (8-4).

Performance ift. benchmark

I databasen hos HedgeNordic ligger størstedelen af de Skandinaviske hedgefonde, hvilket gør det muligt at lave et performance review. Nedenfor er vist de bedst performende fonde i Skandinavien, som har mindst fem-års track-record:

Fund name	*Avg. RoR*
Alcur Select	22,40%
Svelland Global Trading	20,00%
Symmetry Invest	**18,20%**
HCP Focus	17,20%
Lucerne Nordic	15,60%

Vi er supertilfredse med, at Symmetry pt. indtager en 3. plads over de bedst performende fonde med over fem års levetid. Begge de to fonde som er over Symmetry er begge dygtige forvaltere vi har stor respekt for. Vi vil dog gøre vores for at hente forspringet de kommende år. Zoomer vi længere ud og udelukkende ser på de fonde, der ligesom Symmetry, har haft en levetid på over ti år, indtager vi en klar 1. plads:

Fund name	*Avg. RoR*
Symmetry Invest	**18,20%**
HCP Focus	17,20%
Rhenman Healthcare	15,50%
Lancelot Global	13,70%
Asgard Fixed Income	11,90%

Dette er ikke noget vi tager let på og det er noget, som er leveret ved, at vi år efter år har fastholdt et fokus på at levere gode risikojusterede afkast. Det er værd at huske på, at de fleste fonde oftest ophører få år efter stiftelsen, hvorfor det at vi overhovedet har formået at blive mere end ti år, i sig selv er en bedrift. At vi kan gøre dette som den bedst performende fond i Skandinavien, er endnu et bevis på, at vores hårde arbejde og strategi virker.

Som vi skrev i årsbrevet for 2023, så er en anden sjov betragtning, at Symmetry aldrig har vundet nogle "præmier" fra Hedge Nordic eller andre. Dette på trods af, at vi er den bedste fond over de sidste ti år i Skandinavien. Det er lidt "by design", at vi ikke har modtaget en endnu, da vores strategi er langsigtede afkast. Samtidig med at de fleste "præmier" uddeles på baggrund af 12 måneders afkast, favoriserer dette derfor ikke Symmetry, hvilket vi har det fint med. Symmetry har Nordjyske gener og hjemsted i Nordjylland, hvor mottoet "den der lever stille, lever godt" ofte gør sig gældende.

Vi vil fortsætte med at fokusere 100 % på at levere afkast til vores investorer – som det eneste ultimative mål.



Portefølje

Som nævnt er formålet med dette årsbrev hovedsageligt at give en opdatering på året som helhed – men også gennemgå vores portefølje i dybden og beskrive vores synspunkter på de væsentligste positioner.

Top 13 positions:
Admiral Group
American Coastal Insurance
Catella AB
CTT Portugal
FBD Group
Freetrailer
Gentoo Media
IAC
IWG
JDC Group
Origin Enterprises
PAR technology
Protector Forsikring

Her er vist vores portefølje ultimo 2024, hvor vi har udeladt enkelte positioner. Enten fordi vi stadig er i gang med at opbygge positionen, fordi positionen er forholdsvis lille eller fordi positionerne er mere kortsigtet af natur. Nedenstående dækker dog ca. 86 % af vores AUM og giver derfor et godt billede af porteføljen. .

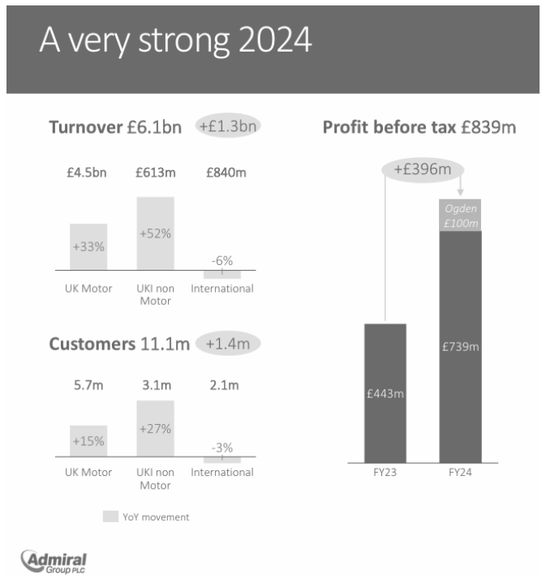
Vi vil på de efterfølgende sider kort gennemgå vores investeringscase for hver af aktierne. Aktierne gennemgås i alfabetisk orden og ikke forhold til deres andel af AUM.

For mere dybdegående analyser af henholdsvis CTT, IWG, Catella, Gentoo Media (GiG), Protector og JDC henviser vi til www.symmetry.dk, hvor analyser er publiceret. I forhold til IAC, vil vi gennemgå denne case i et andet format på et senere tidspunkt.



Admiral Group

Admiral Group (Admiral) er det førende bilforsikringsselskab i Storbritannien. De har en fantastisk track record siden deres IPO i 2004, hvor de konstant har taget markedsandele og samtidig er vokset profitabelt.



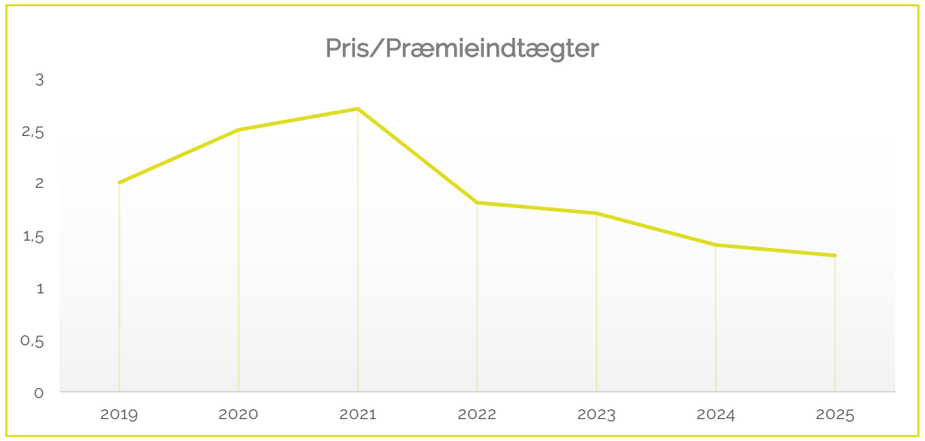
Admiral havde et stærkt 2024, hvor overskuddet voksede med 96 % sammenlignet med 2023. Dette kom som følge af de prisforhøjelser, som hele branchen har taget del i – især i 2023 og 2024. Vi mener dog, at der er meget mere at komme efter i Admiral aktien.

Admiral anvender meget store andele af Qouta-share[2] genforsikring. Dette resulterer lidt simplificeret i, at de udskyder en stor del af overskuddet i de enkelte år til fremtidige år, da det tager tid at optjene profit-share fra genforsikringspartnerne. Da vi har arbejdet med forsikringsregnskaber i +15 år mener vi, at vi forstår dette fuldt ud (selskabets egne analytikere gør ikke engang dette). Vi har derfor en meget høj forventning til at både 2025 og 2026 bliver meget store rekordår for Admiral.

Dette er på ingen måde afspejlet i selskabets aktie. Admiral handles til 9,5 x overskuddet for 2025, hvor de historisk har handlet til 17 – 22 gange, som er en mere fair multipel for et markedsledende forsikringsselskab med så god en track rekord.

En anden måde at se på værdiansættelsen af et forsikringsselskab er at kigge på markedsværdien i forhold til præmieindtægterne. På den måde tager man udsving i profitabilitet, renter osv. væk og ser alene på hvor meget man betaler for hvor krone af præmieindtægter.

Her handles Admiral også historisk billigt. Har man som os derfor tillid til at selskabets præmieindtægter vil forblive profitable fremover, så er vi overbeviste om at Admiral er en god investering. En anden faktor er også, at Admiral udbetaler 80 – 90 % af deres overskud som udbytte – det betyder, at de har forward dividend yield på ca. 8 – 9 %.

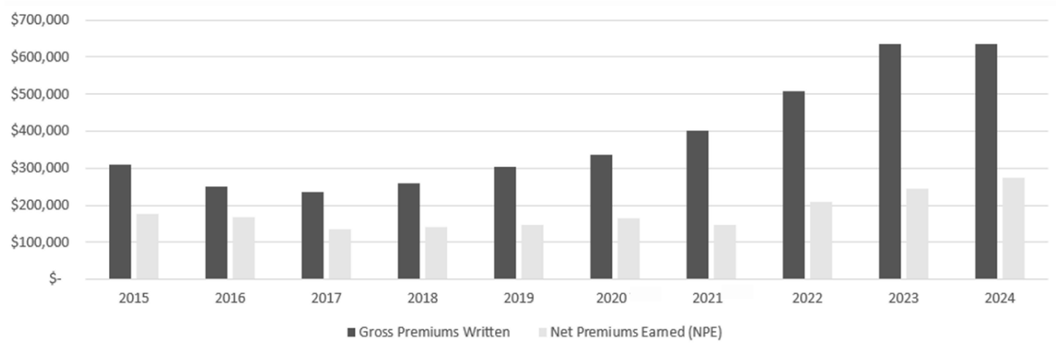


[2] Quota share (eller kvoteandel på dansk) er en type proportional genforsikring, hvor et forsikringsselskab og et genforsikringsselskab deler både præmier og skader i en fast procentdel.

American Coastal Insurance

Vi fortsætter i forsikringsbranchen med American Coastal Insurance (ACIC). ACIC forsikrer "Garden-style apartment buildings" i Florida.

Når man hører ordene forsikring og Florida i samme sætning, vil man ofte tænke orkaner. ACIC har specialiseret sig indenfor en niche af dette marked og er den klare markedsleder i deres niche.



De har over en meget lang årrække vist, at de kan tjene penge i alle år – uanset hvilke orkaner Florida rammes af. De er eksperter i både at prisfastsætte forsikringer korrekt samt anvende genforsikringsprogrammer, der beskytter deres indtjening. ACIC's forretningsmodel blev i den grad testet i Q4 2024, som følge af den større mængde orkaner, der ramte området. Især orkanen Milton var hård ved hele branchen i Florida, men ACIC viste her, at deres forretningsmodel virker, da de på trods af orkanen Milton formåede at leverede et overskud.

ACIC er nu gået i gang med at anvende deres knowhow til at udvide forretningen indenfor lignende bygninger i Florida, hvor de samtidig har mulighed for at sprede deres geografiske risici.

Vi kan lide ACIC på grund af deres stærke forretningsmodel, deres markedsledende position samt deres stærke ledelse. Men en anden væsentlig faktor for vores investering er ACIC's prisfastsættelse.

ACIC guider for 70 – 90 mio. USD i overskud for 2025. Dette inkluderer konservative forventninger til orkansæsonen samt også tæt på 10 mio. i reinstatement premiums[3] som følge af orkanen Milton. Vi er ret sikre på, at ACIC lander omkring toppen af deres guidance på 90 mio., hvilket indikerer en underliggende indtjening omkring 100 mio. USD (uden reinstatement premiums). Dette skal sammenlignes med en markedsværdi på kun 550 mio. USD eller en P/E omkring 5,5 – 6,0. Dette finder vi bare alt for billigt for et kvalitetsselskab som ACIC.

Net Income from Continuing Operations

$70M to $90M

(7.9)% to +18.4%

vs. $76M in FY2024

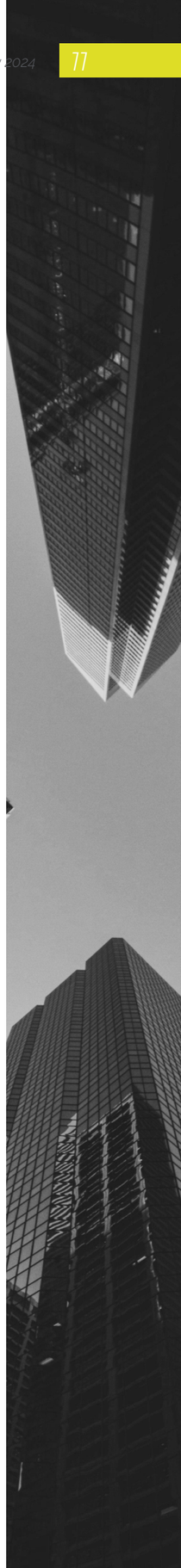
Net Premiums Earned

$290M to $320M

+5.8% to +16.8%

vs. $274M in FY2024

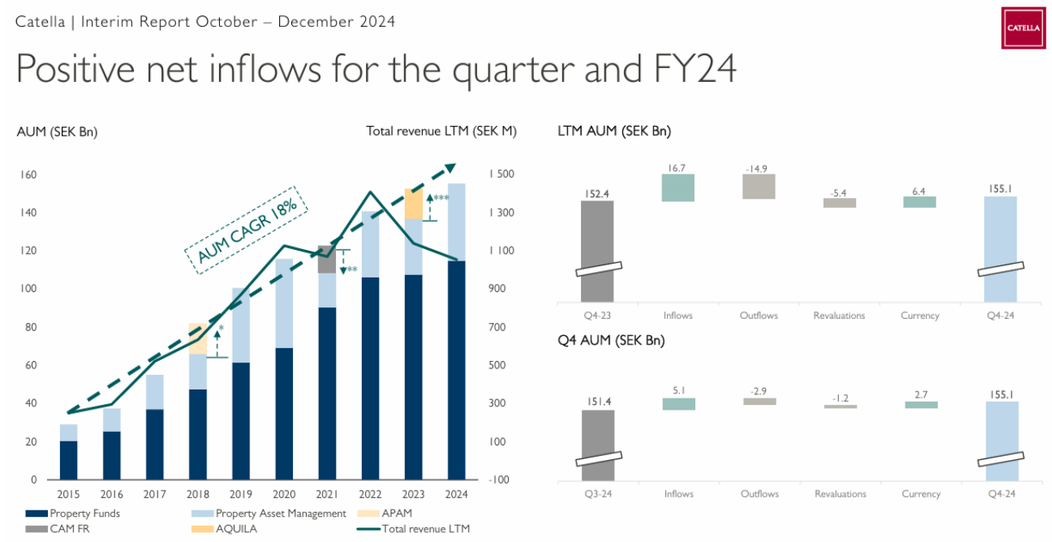
[3] Reinstatement premiums er en type ekstra forsikringspræmie, der betales for at genoprette dækning under en genforsikringsaftale efter en skade har brugt hele eller en del af forsikringssummen.



Catella

Catella brugte 2024 på at positionere sin forretning mod et bedre ejendomsmarked.

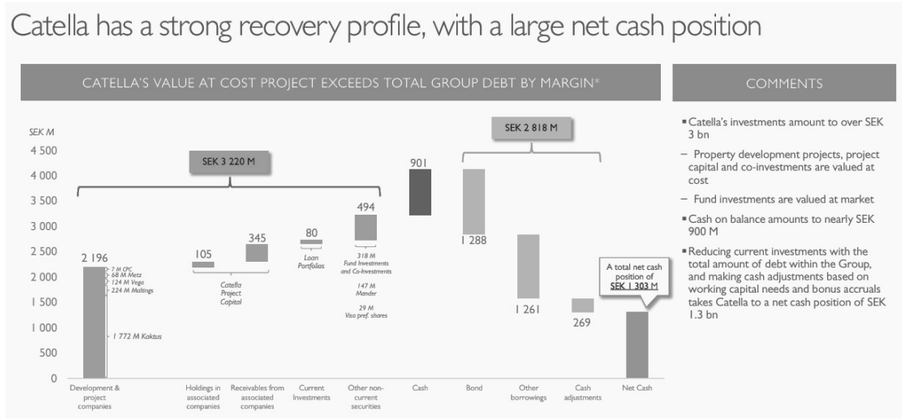
Man skar omkostningerne til, lagde to asset management platforme sammen samt fik frasolgt flere aktiver indenfor Principal Investment segmentet[4] og dermed fik frigjort kapital. Samtidig omlagde man alle sine lån til bedre vilkår og mere fleksibilitet. Det betød,, at Catella sluttede året med et godt Q4 regnskab i takt med, at markedet vender rundt nu.



Overordnet set formåede Catella at vækste sin AUM marginalt i 2024. Dette som følge af positivt nettoinflow og valutaindtægter som modsvarede negative vurderinger. I Q4 havde man næsten dobbelt inflow ift. outflow og Catella guider med den samme forventning for 2025. De ser tegn på, at markedet nu er vendt rundt og at investorer igen kigger mod ejendomme som et sted til at allokere midler.

En anden misforstået faktor vedr. Catella er deres balance. Selskabets ledelse er begyndt at gøre et meget bedre job med at highlighte, hvor attraktiv selskabets balance er. Selv ved at værdiansætte alle ejendomme til kostpris vil Catella have en nettocash beholdning på 1,3 mia. SEK. Dette skal sammenlignes med, at Catella i dag har en markedsværdi på 2,8 mia. SEK. Man betaler derfor reelt kun 1,5 mia. SEK for deres asset management forretning, da Corporate Finance kan dække Corporate Costs.

Denne asset management forretning mener vi vil tjene 200 – 500 mio. SEK årligt. Dvs. at du betaler ca. 3 – 7,5x cash flow. Selvom indtjeningen er volatil, så er dette alt for billigt for et selskab med strukturel medvind.

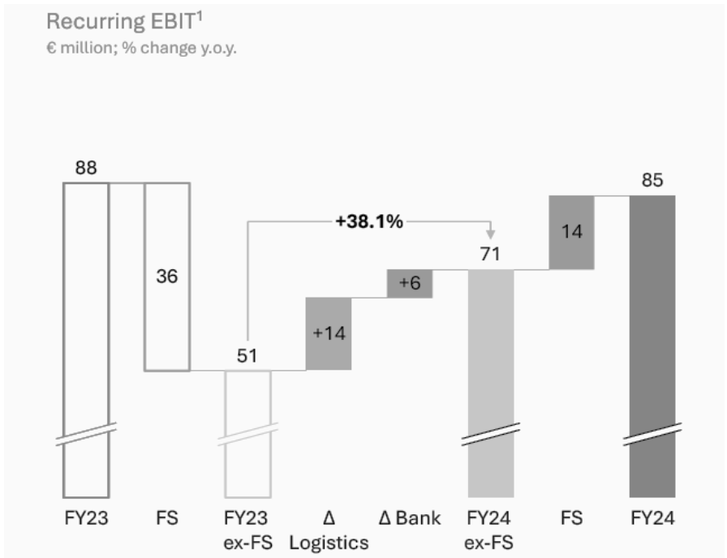


[4] Den del af en finansiel virksomheds forretning, hvor den investerer sine egne penge – i modsætning til at investere på vegne af kunder.

CTT – Correios de Portugal

Symmetry udgav i januar 2025 vores research på CTT – Correios de Portugal (CTT), som kan læses på vores hjemmeside.

Vi vil derfor ikke gå så meget i dybden med CTT her – men i stedet henvise til rapporten. CTT er efterfølgende kommet med deres Q4 og 2024 regnskab, som understøtter vores investeringscase.



CTT havde et stærkt 2024, hvor de officielle tal dog indikerede et mindre fald i EBIT fra 88 til 85. Dette skyldes dog primært den meget volatile Financial Services forretning, som havde et ekstraordinært godt 2023 og et ekstraordinært dårligt 2024. Indtjeningen i denne forretning har normaliseret sig i Q4 2024 og vil være på normal niveau igen i 2025.

De vigtigste dele af CTT's forretning er fortsat logistik og bank, som voksede deres EBIT med 38 % i 2024, hvilket fortsætter den stærke trend, vi har set over de sidste par år.

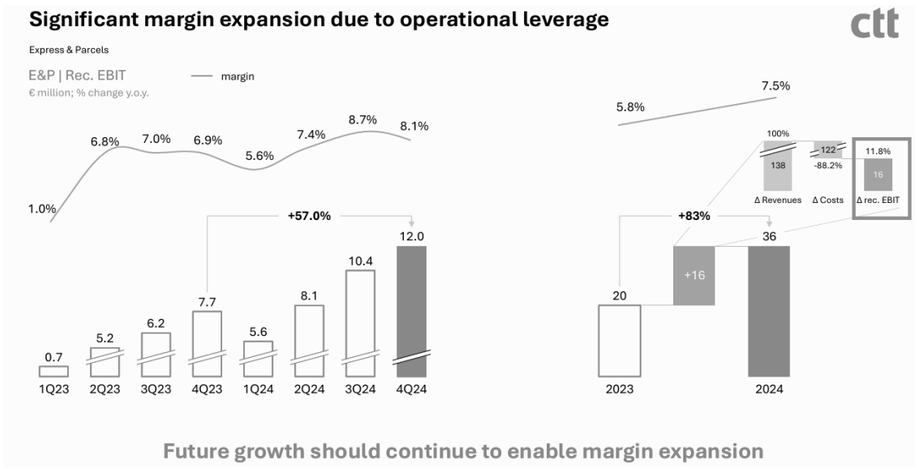
Deres klart vigtigste segment Express & Parcels havde endnu et fantastisk år med en indtjening, der voksede 83 % til hele 36 mio. EUR. CTT formåede at vokse volumen og omsætning samt udnytte skalafordele til at forbedre marginerne.

Som det kan ses af nedenstående var deres incremental margin[5] på hele 11,8 % sidste år. Vi finder det derfor realistisk, at CTT kan fortsætte med at forbedre deres margin fra 7,5 % til op mod 10 % i fremtiden.

De hjælpes også af de stærke opkøb, som de annoncerede i 2024. Opkøbet af Cacesa har netop fået godkendelse og forventes afsluttet i april 2025. Partnerskabet med DHL forventes godkendt og afsluttet i Q4 2025.

Vi forventer CTT vil få et fremragende 2025, hvor Express & Parcels vil have høj organisk vækst, stigende marginer og have fordel af 9 måneders konsolidering af Cacesa. Financial Services rebounder efter et svagt 2024, banken fortsætter med at øge indtjeningen og selv mail-segmentet bør kunne øge indtjeningen som følge af prisforhøjelser, der nu slår fuldt igennem.

CTT er steget en del over de sidste 12 måneder, men vi er stadig uforstående for, at aktien handles til en P/E multipel under 10 og ser stadig betydelig upside over de kommende 3 år.



Future growth should continue to enable margin expansion

[5] Incremental margin er et mål for, hvor meget ekstra overskud en virksomhed tjener for hver ekstra enhed omsætning.

FBD Holdings

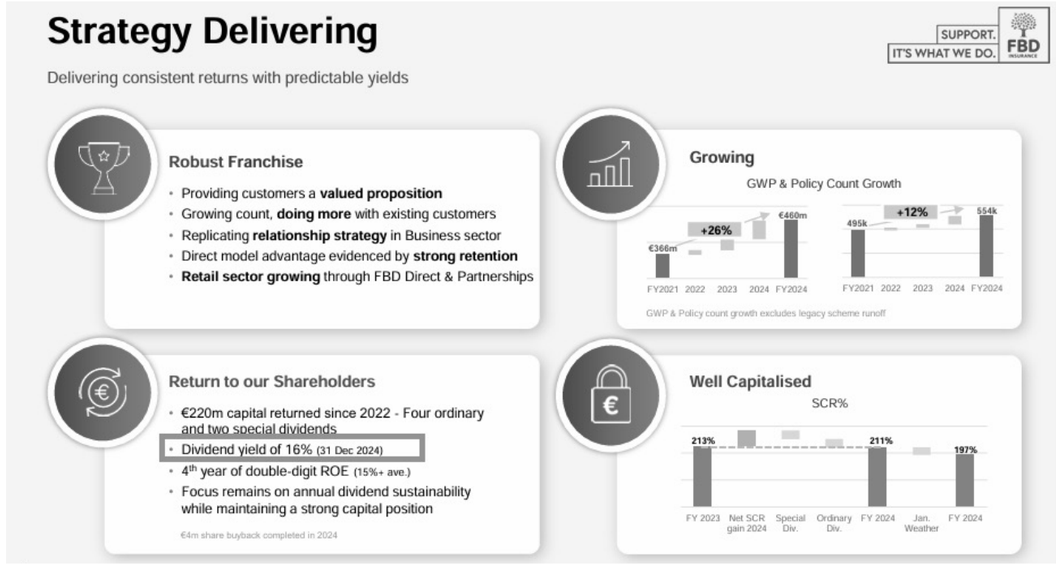
FBD Holdings (FBD) er vores irske forsikringsselskab, der har en dividend yield på ca. 16 % pr. år. Vi skrev mere dybdegående om FBD i sidste årsbrev – så for mere uddybende information vil vi henvise hertil.

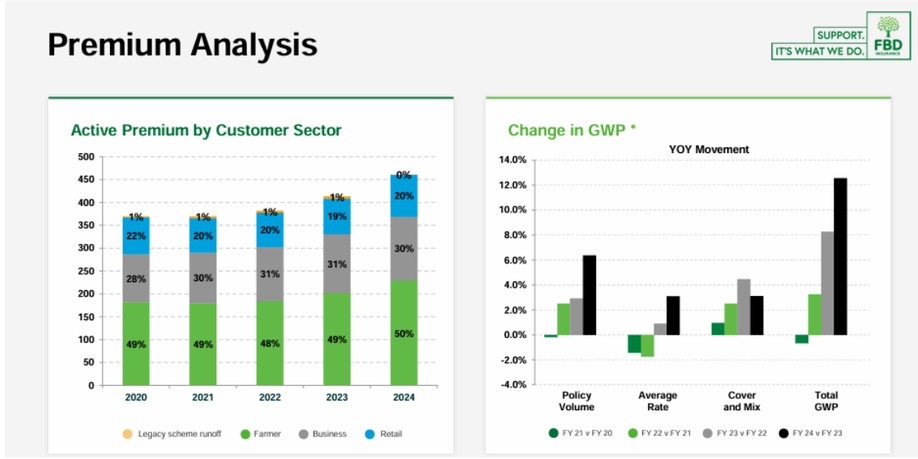
FBD fortsatte deres stærke stabile udvikling i 2024, hvor man havde det bedste år længe målt på præmieindtægter, som steg med hele 12 %. Dette bundede i, at man formåede at tage markedsandele indenfor de kernesegmenter selskabet har. Samtidig fastholdt man en stærk profitabilitet, imens at finansindtægterne løbende steg i takt med, at selskabets obligationsbeholdning bliver geninvesteret med en højere rente.

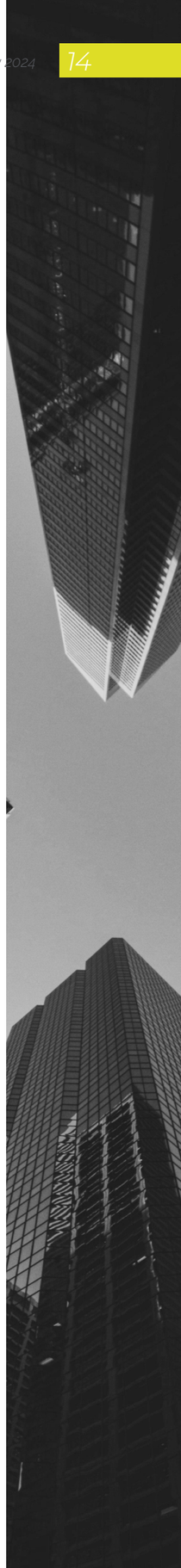
FBD er en bundsolid investeringscase. Aktien handles til under bogført værdi på trods af en generel meget konservativ hensættelseshistorik og en høj egenkapitalforrentning på +15 %. Det betyder, at aktien stadig handles til en P/E multipel omkring 7 (5 – 6x justeret for overkapitaliseret balance) samt et udbytte-yield som stadig er +15 %. Med et så højt udbytte behøver man som aktionær ikke en stigende aktiekurs for at få et godt afkast.

Vi er glade for at se, at FBD har fået mere momentum i 2024 fortsættende ind i 2025. Det vigtige er, at den vækst sker indenfor landbruget, som er deres kerneområde. FBD har nu igen over halvdelen af deres omsætning fra landbrugskunder, hvilket er den del af markedet, hvor de står allerstærkest og som den klare markedsleder i Irland.

Som det kan ses af grafen var 2024 det første år, hvor FBD formåede både at indføre pæne prisforhøjelser samt øge kundeantallet. Dette skyldes en ændret markedssituationen, hvor flere af konkurrenterne enten har trukket sig ud eller prissat sig ud af markedet for landbrugskunder i Irland.



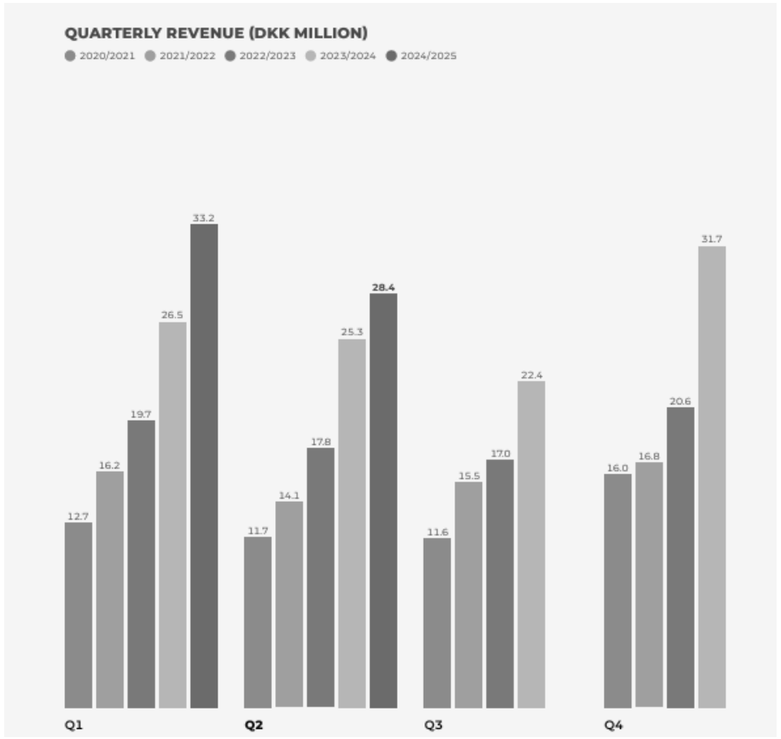




Freetrailer Group

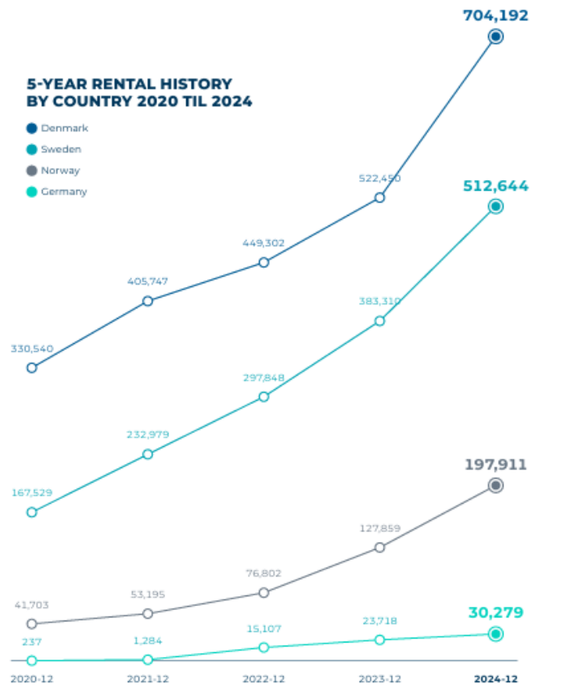
Freetrailer Group (Freetrailer) har været vores bedste aktie over de seneste 12 måneder. Og dette er ikke uden grund, da selskabet fortsætter med at levere fantastiske resultater.

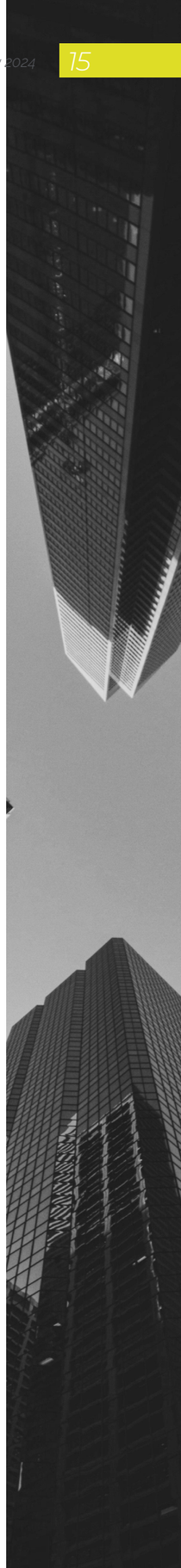
Som man kan se af grafen nedenfor stiger Freetrailers omsætning løbende år efter år. De har generelt en meget høj udlejningsfrekvens på deres trailere – hvilket betyder, at så længe de kan øge antallet af trailere kan de vokse omsætningen.



Et andet punkt man som aktionær bør sætte pris på er, at de stadig formår at vækste i Danmark. På trods af, at det er deres ældste marked ser de stadig et stort vækstpotentiale i Danmark. Både det svenske og norske marked vokser også pænt. Tyskland vokser også – men stadig fra et lavt udgangspunkt. Ledelsen er stadig meget ambitiøse for det tyske marked og er overbevist om, at de nok skal få knækket koden dernede til at accelerere væksten.

En stor vækstdriver for Freetrailer i de kommende år, er det hollandske marked, som man netop har åbnet her i starten af 2025. Man starter op i Holland med 200 trailere, hvilket giver et stærkt fundament at vokse fra. Freetrailer har en unik løsning, som er langt mere kundevenlig end den konkurrenterne i Holland tilbyder. Vi forventer derfor, at Freetrailer hurtigt vil tage markedsandele i Holland – hvilket kan hjælpe selskabet med at fastholde væksten på +20 % årligt. Man skal som aktionær også huske, at Freetrailer i 2024 regnskabet havde en del omkostninger til lanceringen i Holland men ingen indtjening – denne kommer først i nuværende regnskabsår.

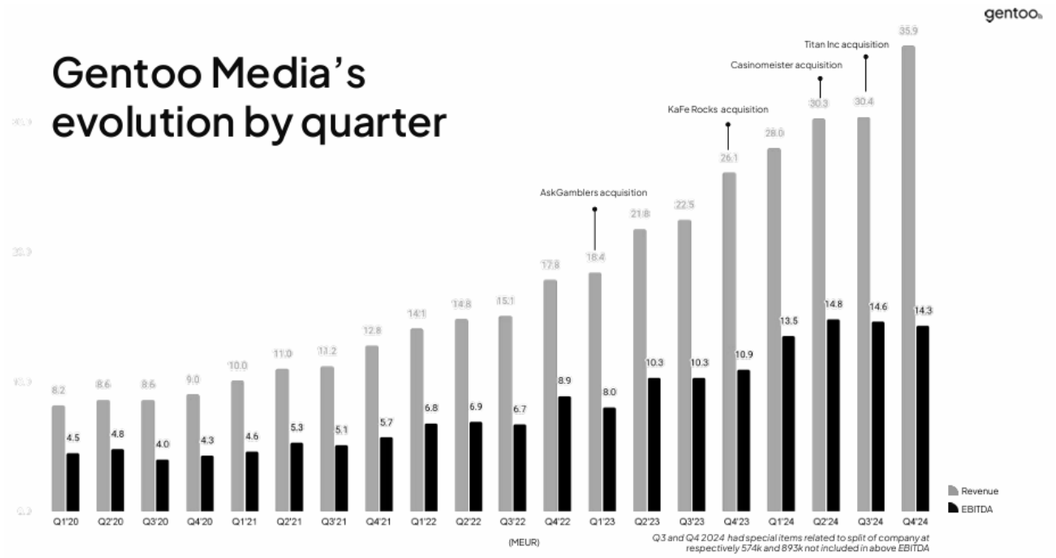




Gentoo Media

Gaming Innovation Group foretog i slutningen af 2024 deres længe ventede spin-off af deres platformsforretning. Platformsforretningen handles i dag separat under navnet GiG Software Plc mens affiliate-forretningen er omdøbt til Gentoo Media (G2M).

G2M havde endnu et fantastisk 2024, hvor man fortsatte med at sætte rekord efter rekord. Dette blev opnået mens ledelsen brugte mange kræfter på at få gennemført deres spin-off af platformsegmentet samt få integreret 3 opkøb.

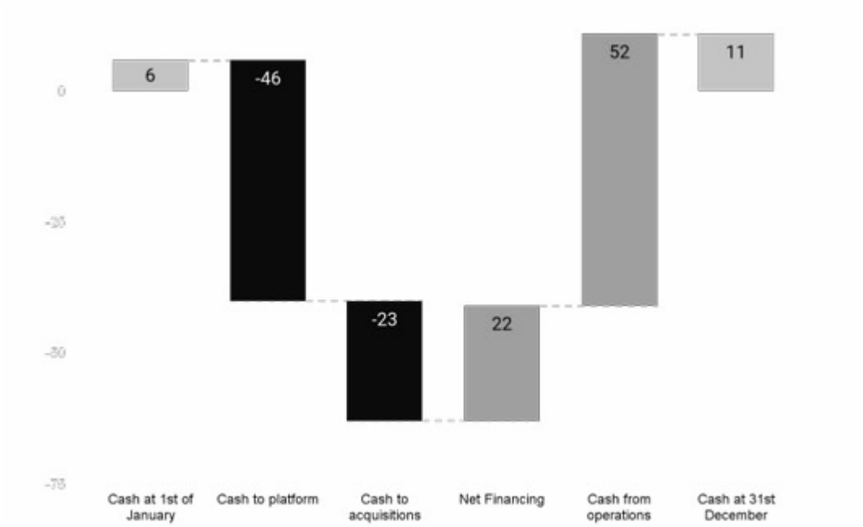


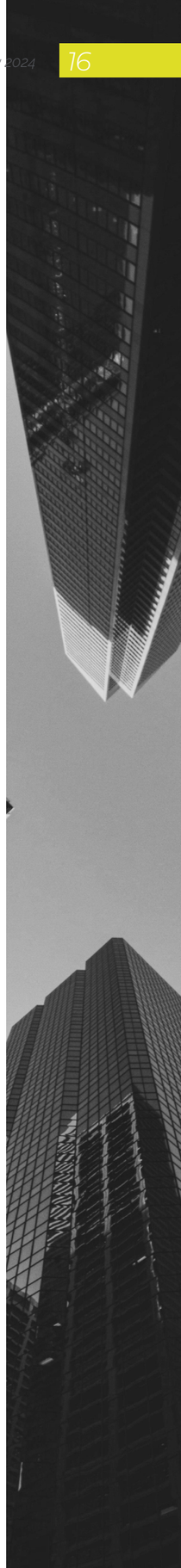
Vi tror 2025 vil blive rigtig godt for G2M organisatorisk. Det er det første år, hvor de rapporterer selvstændige tal gennem hele året. Ledelsen får ro på til at fokusere på organisk vækst, hvor man guider med en organisk vækst på ca. 10 % for året, hvilket er markant bedre end konkurrenterne, især pga. modvinden for hele branchen i Brasilien.

En af de ting der bliver rigtig spændende med G2M er, hvad de kommer til at gøre med deres cash flow. Man har historisk skulle bruge mange penge på at funde platformsforretningen. Herudover har man brugt penge på anden oprydning og selvfølgelig opkøb af især AskGamblers og KaFeRocks.

Alene i 2024 genererede man 52 mio. EUR i cash fra operations. Vi forventer dette vil stige til +60 mio. EUR i 2025. Og da gælden kun er på ca. 1,5x EBITDA har man masser af muligheder for at allokere disse midler, i projekter som man finder bedst egnet, da man skal ikke funde platformsforretningen mere.

Vi tror en naturlig vej vil være at bruge nogle af midlerne på at refinansiere deres dyre obligation (som kan kaldes i Q3 2025). Derefter kan man få et mere fleksibelt banklån at funde sig fra og det vil også åbne op for muligheden for at foretage aktietilbagekøb. Da G2M handles til ca. 5x Free Cash Flow (FCF) vil aktietilbagekøb give rigtig god mening til at skabe aktionærværdi.

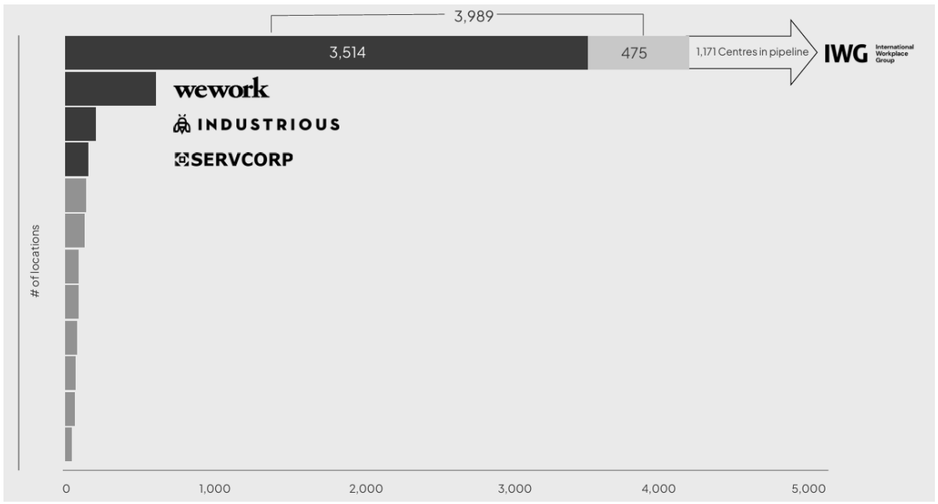




International Workplace Group

Vi udgav tilbage i januar 2024 en analyse af International Workplace Group (IWG), som kan læses på vores hjemmeside.

IWG fortsatte med at levere på de mål, de har sat og opbygge den markedsledende Flexoffice platform i verden. Som det kan ses af grafen, er deres netværk stadig af en størrelse, der ikke tåler nogen sammenligning. De er større end deres alle 10 største konkurrenter tilsammen.



IWG har 3 segmenter, som har hvert deres eget fokus. Deres klare vækstsegment er deres Managed & Franchise (M&F) segment. Her vokser de asset-light og fungerer som en "hotel-operatører" for andres ejendomme. Dette segment accelererede henover året, i takt med at flere lokationer blev åbnet. Det betød samtidig, at IWG voksede deres fee income med 30 % og deres management fees med 79 %.

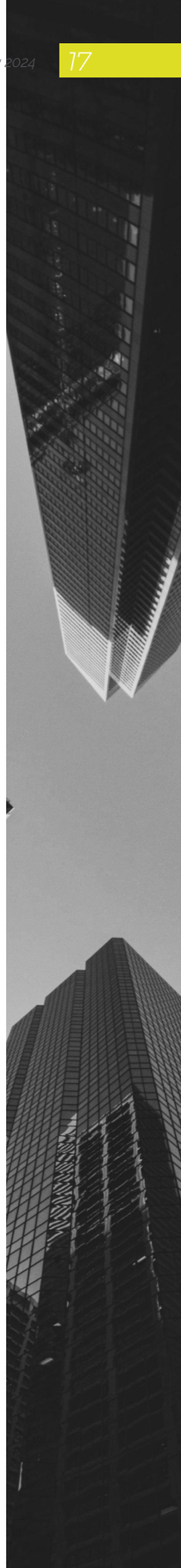
Det andet segment er deres "legacy" owned & leased. Her er det IWG, der underskriver en lejeaftale på en ejendom, som de så efterfølgende udlejer til andre. Fokuspunktet her er at drive overskud og cash flow. Dette havde de igen succes med i 2024, hvor contribution steg 11 % og deres FCF steg med 20 %.

Det sidste segment er deres digitale markedsplads Worka, som stadig er "work-in-progress". De har en ambition om at skabe en form for "booking.com" indenfor Flex-office industrien. Da de er klart den største spiller og dermed sidder på udbudssiden er de også det naturlige valg til at udvikle dette og senere frasælge.

Vi er glade for IWG dels pga. de store vækstmuligheder, men også fordi aktien handles meget billigt til kun 7 – 8x FCF. IWG har derfor mulighed for både at vokse og returnere penge til aktionærerne. Da man nu har fået sin gæld ned på et fint niveau omkring 1x EBITDA har man startet et aktietilbagekøbsprogram ovenpå det ordinære udbytte.

$m	2024	2023	Growth rate
System-wide revenue	620	529	17%
Fee income	79	61	30%
Franchise & JV fees	*40*	*36*	*11%*
Recurring management fees	*19*	*10*	*79%*
Other income	*20*	*15*	*37%*
Contribution	**79**	**61**	**30%**
Maintenance Capex	n/a	n/a	n/a
Divisional Free Cash Flow	**79**	**61**	**30%**

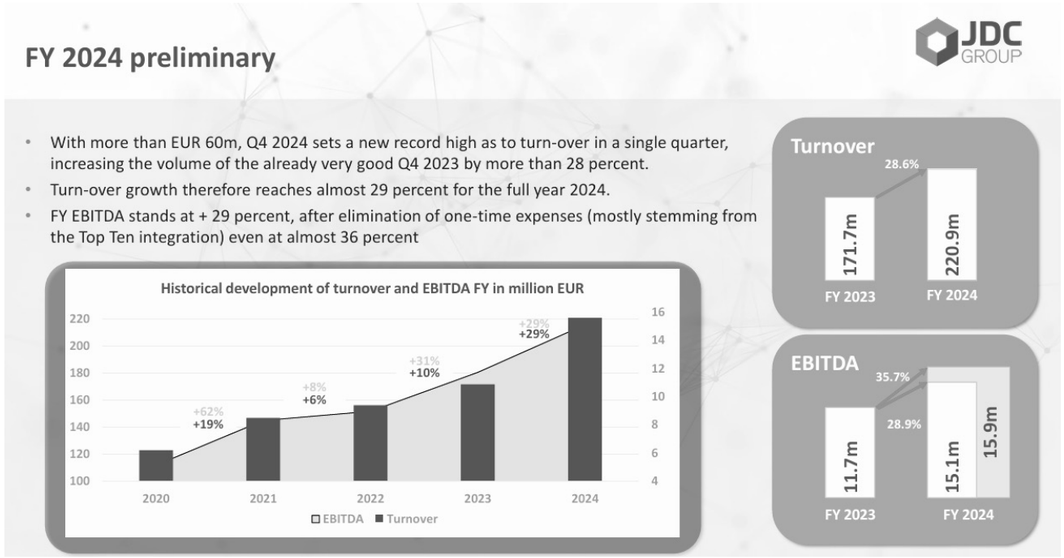
$m	2024	2023	Growth rate
Open Centre Revenue[1]	3,179	3,031	5%
Contribution	**790**	**711**	**11%**
Contribution Margin	**25%**	**22%**	**251bps**
Maintenance Capex	(93)	(103)	(9)%
TI amortisation	(110)	(118)	(7)%
Divisional Free Cash Flow	**587**	**490**	**20%**
Growth Capex	(57)	(78)	(27)%



JDC Group

JDC Group (JDC) fortsatte med at levere på de målsætninger, som selskabet havde tilbage i 2020, da de lancerede deres ambitiøse 2025 plan. Baseret på deres guidance for 2025, så kommer de også til at nå i mål med den plan.

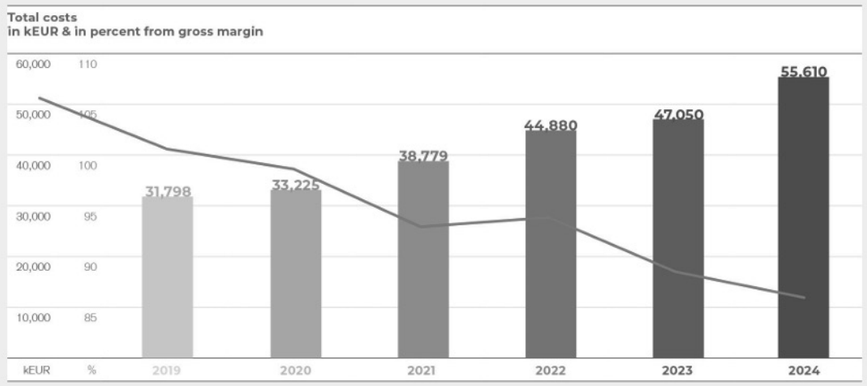
2024 var i den henseende endnu et produktivt år for JDC Group. Man voksede både omsætning og EBITDA med 29 % (EBITDA voksede 36 % uden one-offs[6]), man genererede et højt cashflow, man købte egne aktier tilbage, man foretog nogle små strategiske opkøb samt investerede i Summitas.



Hvad vi elsker ved JDC er, hvordan de strukturelt står positioneret til at digitalisere den tyske forsikringsindustri. Som det ledende Insurtech selskab bliver deres digitale løsninger anvendt oftere og oftere og de lander hele tiden nye kunder, som de løbende penetrerer dybere og dybere. Samtidig ekspanderer de også indenfor andre vertikaler og distributionskanaler, således at de er sikre på at vinde markedet uanset hvorfra forsikringerne bliver solgt.

En anden væsentlige faktor for den succes JDC har, er deres evne til at opnå skalafordele i deres forretning. Det er hvad de hele tiden har fortalt os, som nu udfolder sig – nemlig at de skulle investere tungt i deres IT-platform samt i personalet til at håndtere platformen (IT, regulation, support etc.). Men at de også ville opnå stordriftsfordele og deraf øgede marginer i takt med, at deres omsætning vokser. De har nu løbende demonstreret dette år efter år set over de seneste 5 år og baseret på deres guidance for 2025 og 2030, så forventes dette blot at fortsætte.

Siden 2021 har JDC fordoblet deres EBITDA, men alligevel har aktien været faldende over de 4 år. Aktien handles nu til kun lidt over ca. 10x EBITDA. Det skaber en langsigtet mulighed for at blive positioneret i en yderst attraktiv vækstcase, hvor ledelsen også forventer, at EBITDA vil mere end fordobles over de næste 5 år jf. deres nye guidance for 2030.



[6] One-offs er en engangshændelse – altså noget, der ikke forventes at ske igen og som ikke er en del af den normale drift, f.eks. store engangsudbetalinger eller engangsomkostninger

Origin Enterprises

Vi lavede også et deep-dive af Origin Enterprises (Origin) i sidste årsbrev, så for mere uddybende information omkring Origin vil vi henvise hertil.

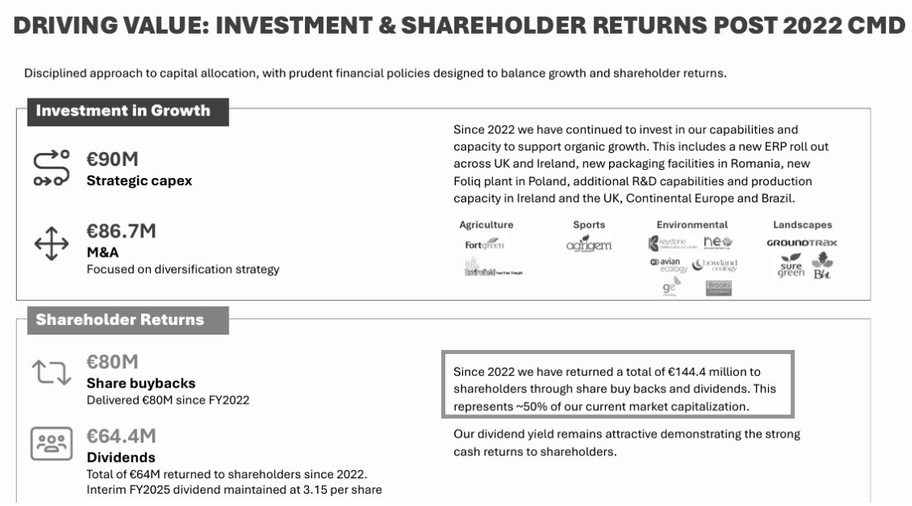
Origin har været en af de svagere aktier i vores portefølje over de seneste par år, selvom selskabet har fortsat med at eksekvere stærkt. Af konkrete eksempler har man opnået pæn succes med sin Living Landscapes forretning samt tilbagekøbt 25 % af de udestående aktier. Ledelsen har ligeledes lavet konsekvente insiderkøb.



Mens deres forretning i UK/Irland ikke er en vækstdriver (man forventer således flad indtjening herfra), så har de i både Østeuropa (særligt Polen og Rumænien) samt især i Sydamerika (særligt Brasilien) mulighed for at vokse organisk. Herudover har man som sagt opbygget Living Landscapes segment, der har et strukturelt vækstområde på 5 – 9 % organisk vækst og hvor der er mulighed for løbende at købe niche-forretninger og konsolidere markedet.

Noget andet vi virkelig kan lide ved Origin er deres evne til både at investere i forretningen og returnere betydelige mængder kapital til aktionærerne. Dette kan de selvfølgelig kun gøre, fordi aktien handles til lave multipler (under 5x FCF). Man har således på kun 3 år (2022 – 2024) returneret ca. 50 % af den nuværende markedsværdi til aktionærerne i form af udbytter og aktietilbagekøb – dette på trods af, at man også har haft penge til CapEx og M&A.

Vi ser Origin som en unik defensiv investering, hvor man får et højt direkte afkast via udbytter og aktietilbagekøb, samtidig med at indtjeningen vokser over tid – organisk og via strategiske opkøb.

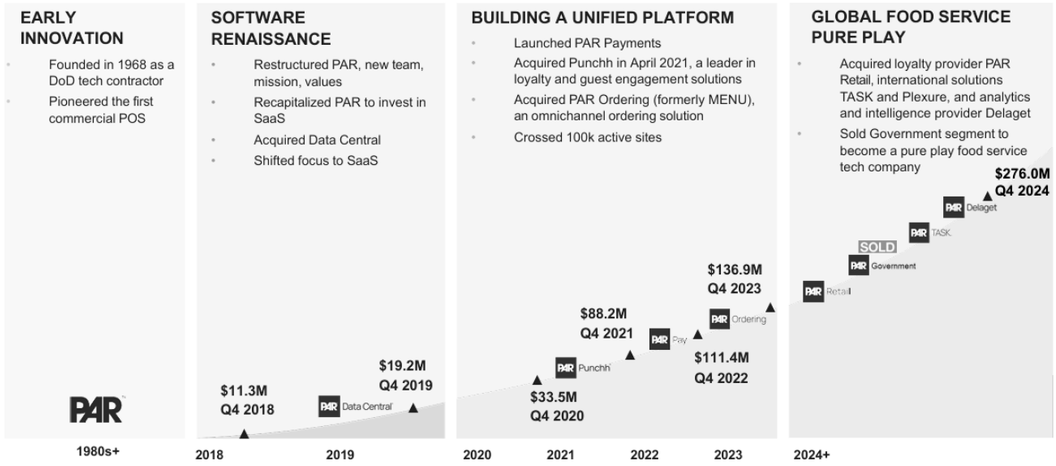


PAR Technology

Savneet Singh fortsætter med at bygge PAR Technology (PAR) op til en ledende spiller indenfor software til restauranter.

2024 var i den henseende et meget succesfuldt år, hvor man via 2 opkøb og høj organisk vækst fik accelereret udviklingen hen mod at blive den ledende Cloud Commerce Platform for QSR-restauranter[7] i USA. Aktien fulgte også efter og leverede et flot afkast i 2024.

For en mere gennemgående introduktion til PAR vil vi anbefale deres november 2024 investor præsentation, som kan findes her PAR Investor Day 2024.



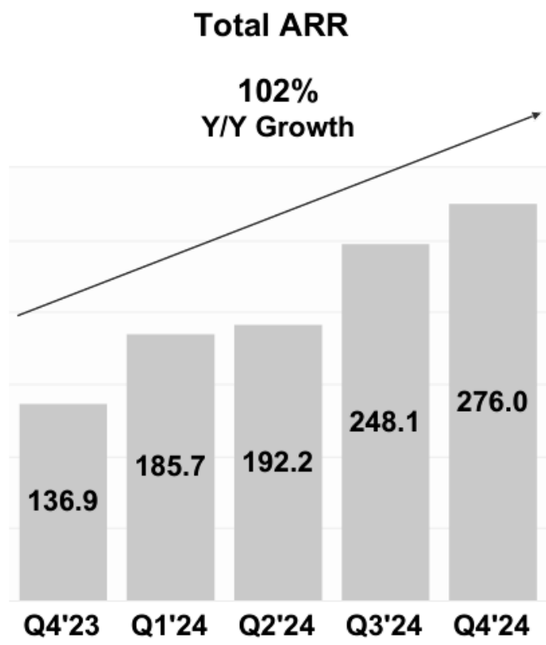
Da Savneet trådte til som CEO for PAR i 2019 havde selskabet kun 19 mio. USD i ARR[8]. 5 år senere lukkede de 2024 med en ARR på 276 mio. USD. Faktisk har de vækstet deres ARR i 2024 med hele 102 %, som set i grafen her ved siden af.

Denne vækst er sket via høj organisk vækst på 22 % samt fra de opkøb man lavede i året (Stuzo og Task). I forbindelse med Q4 regnskabet annoncerede PAR også, at de har udvidet aftalen med Burger King til også at omfatte deres back-office modul.

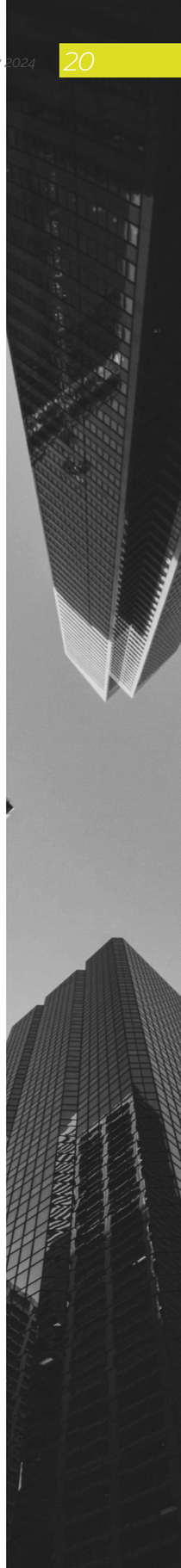
Dette kommer oveni den oprindelige aftale på Point of Sale og Menu Link. Det er et tegn på, at de største kunder både er tilfredse med PAR samt at de kan se ideen i at have flere moduler fra samme leverandør. Lige præcis den vision som Savneet har for selskabet.

Udover en voksende ARR var 2024 også året, hvor PAR blev profitabelt, da både Q3 og Q4 viste positivt EBITDA. PAR er ligesom de fleste andre SAAS-selskaber vanskelig at værdiansætte. Vi ser dog stadig en pæn upside i aktien, især efter den er faldet tilbage i starten af 2025. PAR er nu cash flow positive, de vokser +20 % organisk og de har mulighed for løbende at forbedre markedspositionen via attraktive opkøb.

Savneet har transformeret PAR over de sidste 5 år. Vi er overbeviste om, at når året hedder 2030, så vil PAR være et markant større og mere dominerende selskab og aktionærerne vil være glade og tilfredse.



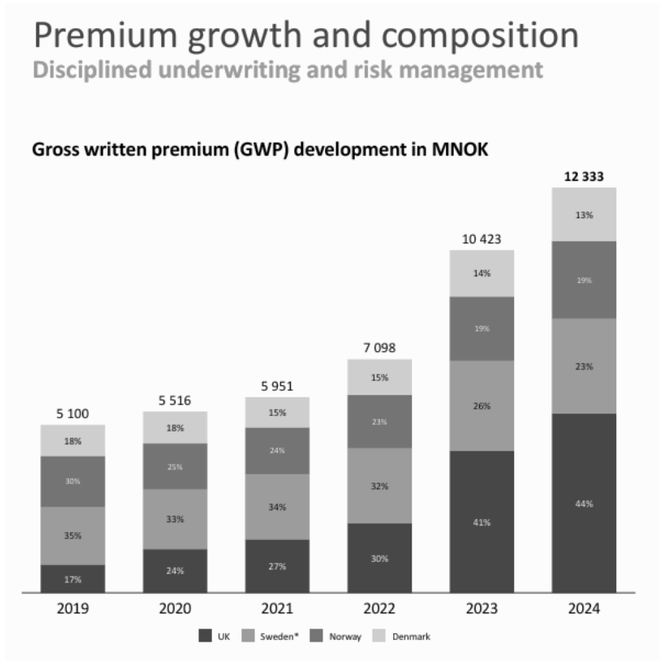
[7] QSR står for Quick Service Restaurant
[8] ARR står for Annual Recurring Revenue



Protector Forsikring

Protector Forsikring (Protector) har været en kæmpe vindercase, siden vi tilføjede selskabet til porteføljen, da vi stiftede fonden tilbage i 2013.

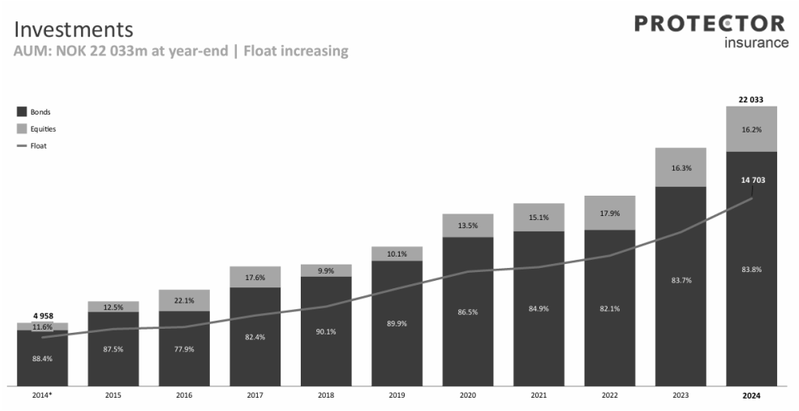
I løbet af de sidste 12 år er aktien vækstet år efter år og 2024 var ingen undtagelse. De øgede deres bruttopræmier med 15 %, forbedrede deres combined ratio og leverede endnu engang stærke investeringsresultater.



I løbet af året annoncerede Protector også deres indtræden på det franske marked og allerede fra 1. januar 2025 har de solgt forsikringer i Frankrig for 25 mio. EUR. Det franske marked har potentiale til at blive lige så stort som det britiske. Omkostningsniveauet blandt konkurrenterne er endda endnu værre i Frankrig end i Storbritannien og hvor det endda er skidt i forvejen.

Det er netop derfor, at Protector er i stand til at ekspandere til nye lande og vinde markedsandele med deres model. De har en strategi som virker med høj kvalitet og lave omkostninger, hvilket giver lave priser. Der er et stort vækstpotentiale i både Storbritannien, Frankrig og Skandinavien i de kommende år, men vi ville ikke blive overraskede, hvis de også går ind i et nyt marked inden for få år.

En anden grund til, at Protector er så succesfuld, er de imponerende investeringsresultater, som Dag Marius Nering og hans team leverer. De leverer konsekvent markedsledende afkast – både på obligations- og aktieinvesteringer – og gør det ovenikøbet på en stadig voksende kapitalbase.



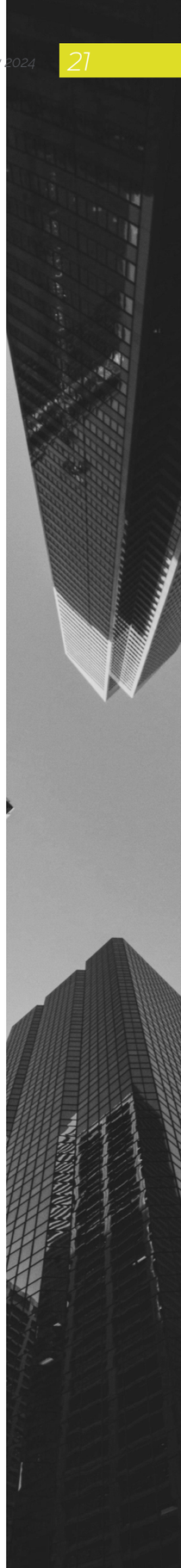
Den langsigtede historik taler for sig selv og kan ses nedenfor. 16,6 % årligt afkast på aktier sammenlignet med 10,1 % for markedet og 8,9 % på high yield-obligationer mod 6,1 %. Det er virkelig fremragende tal.

Vi ser ingen grund til, at Protector ikke også skulle være en vinderaktie i de næste 10 år. De har den rette strategi, kultur og de rigtige mennesker – og de vinder allerede markedsandele i dag.

Når aktien samtidig kun handles til 12x vores estimerede indtjening for 2025 og omkring 10x 2026-forventningen, så mener vi, at aktien stadig er ekstremt billig. Dette er en "compounder", der har leveret over 25 % årligt afkast til aktionærerne siden børsnoteringen for 18 år siden. At kunne købe den så billigt er en sjælden mulighed.

Our long-term results on the HY and equity portfolio (excl. options) are:

				Yearly	
	HTD	5 years	1 year	HTD	5 years
Protector High Yield	121 %	70 %	13,7 %	8,9 %	11,1 %
High Yield Benchmark	73 %	34 %	12,1 %	6,1 %	6,1 %
Protector equities	383 %	239 %	4,8 %	16,6 %	19,0 %
Equities benchmark	168 %	50 %	4,5 %	10,1 %	8,4 %



symmetry

Investering i balance

aa@symmetry.dk

www.symmetry.dk