symmetry
Investering i balance

Symmetry Invest
Østre Allé 102, 9000 Aalborg
www.symmetry.dk



Årsbrev

2019

NB: Nedenstående brev er primært skrevet i januar/februar 2020 før udbruddet af Coronavirus og skal læses i den kontekst!

Kære alle aktionærer i Symmetry Invest A/S (Symmetry).

I 2019 steg indre værdi per aktie fra 17,944 kr. til 25,906 kr., hvilket svarer til et afkast på 44,4 **%**.

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	Symmetry Net	Symmetry Gross	MSCI ADWI	Avg. Net Exposure
FY13						8,1			7,9			15	34,1	41,6	15,2	N/A
FY14			3,2			10,2			2,8			17	36,8	40,4	7,4	N/A
FY15			6,8			23,2			-13,3			5,7	20,5	25,2	-0,7	76
FY16			1,3			10,6			3,5			3,4	19,9	24,6	6,8	44,3
FY17	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	17,5	46,5
FY18	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	-9,5	75,2
FY19	7,3	6,4	4,5	4,5	-2,4	6,3	0,5	-7,1	5,8	0,3	10,0	2,5	44,4	46,5	23,7	73,3
FY20																70,0
												Average	**18,7%**	**23,0%**	**8,0%**	

<u>Siden starten i 2013 er indre værdi steget fra 10 til 25,905 kr. svarende til et årligt afkast på 18,7 % pr. år.</u>

Tabel: Performance i forhold til MSCI ACWI

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

	2019	Total	IRR
Symmetry	44,4%	222,9%	18,7%
MSCI ACWI	23,7%	69,0%	8,0%
Stoxx 600	23,2%	44,5%	5,5%

2019 var et tiltrængt rebound efter 2018. Vi formåede at genvinde hele det tabte og mere til. Selvom året nu hedder 2020 har vi dog stadig 2018 i erindringen. Vi ønsker ikke at gentage fortidens fejl.

Som Warren Buffett siger:

"Be gready when others are fearfull and fearfull when others are gready".

I slutningen af 2018 var vi helt klart grådige. Der opstod fantastiske investeringsmuligheder i markedet som vi sørgede for at udnytte. Dette gav os en del medvind i de første par måneder af 2019. Siden gik vi fra at være neutrale til i dag at være mere frygtsomme. Vi prøver på ingen måde at forudsige markedet. Vores nuværende lavere nettoeksponering er mere en konsekvens af at vi pt. finder mange gode short ideer og færre gode long ideer.

Som Peter Lynch siger det:

"Far more money has been lost by investors trying to anticipate corrections, than lost in the corrections themselves."

Vi bilder os ikke ind at vi kan time hvornår markedet topper og begynder at gå nedad igen. Vi tror for den sags skyld heller ikke at andre kan time det. Det eneste man kan gøre som investor er konstant at holde sin portefølje klar til hvad end markedet byder en. Herunder både at kende sin risikoprofil og evne at styre den. Vi kan aldrig styre kortsigtede kursfald. Det er ikke vores opgave. Vores opgave er at have en portefølje hvor vi ikke får langsigtede værditab. Når jeg ser frem mod 2020 har jeg ingen forventninger på forhånd om at det bliver et godt eller dårligt aktie-år for markedet som helhed. Det jeg har en forventning om, er at stock-picking bliver vigtigtigere end det var i 2019 og nogle af de tidligere år. Der er flere faktorer der styrer markedet i højere og højere grad:

1) Centralbankerne kæmper en hårfin balance mellem at pumpe penge ud og tage dem tilbage (FED), at bekæmpe inflation (ECB) eller få gang i væksten (BOJ). De enorme balancer der findes hos centralbankerne, påvirker markedet op og ned. Et vigtigt udtryk er "Dont fight the FED".
2) Flere og flere penge kommer ind i indeksfonde. Disse indeksfonde og andre passive investeringer skaber konstante pengestrømme og transaktioner i markedet som er drevet af automatiske handler og ikke af fundamentale forhold. Rebalanceringer mv. i indeksfonde skaber store udsving man som investor kan udnytte.
3) Analytikere og øvrige investorer bliver mere og mere kortsigtede. Det kan stadig være en gåde for mig når jeg lytter til conference calls at analytikerne bruger 99 % af tiden på at gå igennem guidance for det efterfølgende kvartal. Eller komme med spørgsmål til minimale udsving i KPI's. For umiddelbart derefter at udgive en researchrapport hvor +50 % af værdien af selskabet ligger i terminalværdien. Når så meget af værdien er i terminalperioden er det vigtigste en investor kan gøre at bruge tid på at studere hvordan selskabets forretning vil udvikle sig over de næste 10 år, ikke over de næste 3 måneder.

Disse forhold gør stock-picking vigtigere end nogensinde. Det skaber konstante muligheder for en langsigtet investor som os. Der er altid ubalancer i markedet vi kan udnytte på begge sider. I small

og midcap som vi primært beskæftiger os med er tendensen endnu vildere. Vi har ofte oplevet at vi kan have købsordrer i markedet 5-10 % under kursen der pludselig bliver fyldt ved den mindste 1-3 % korrektion i det generelle marked. Kort tid efter kan vi risikere at blive gjort på salgsordrer 15-20 % højere end købskursen når markedet er positivt igen. Fordi Symmetry er langsigtet i vores tankegang og har aktionærer der tænker langsigtet kan vi komme med likviditet til markedet når der er brug for det og være sælgere når euforien er højest. Dette sker ikke kun henover de større cyklusser i som investorer oplever. Det sker løbende henover kortere perioder.

Strategi

Hermed følger et kort oprids af hvad Symmetrys strategi er:

Vores målsætning er at skabe det højeste mulige afkast ved den lavest mulige risiko. Det lyder fint. Så hvad betyder det: Vi arbejder på at levere et årligt afkast i % efter fees og omkostninger på 15 % om året. Når vi snakker om lavest mulige risiko er det ikke vores strategi at undgå kortsigtede kursfald. Men at undgå permanente værditab. Vi arbejder ud fra en valuebaseret tankegang. Når jeg siger valueinvestering er der ifølge mig kun en korrekt beskrivelse heraf.

- Et selskabs fair værdi er alle fremtidige pengestrømme i uendelighed tilbagediskonteret til nutidsværdi

Vores opgave er at tolke dette begreb bedst muligt og skabe afkast ud fra de muligheder vi har. Min udvikling som porteføljeforvalter og investor har gennemgået en udvikling som mange andre dygtige investorer går igennem. Jeg startede op med Ben Graham og Warren Buffett og lærte de grundlæggende principper i hvordan smart investering foregår. Herefter fordybede jeg mig i Joel Greenblatt (Special situations) samt Charlie Munger og Peter Lynch (hvad kendetegner gode selskaber). Jeg har over tid opbygget en god evne til at foretage short selling. Over de sidste 24 måneders tid har to områder haft fokus:

1) Hvordan identificerer man et selskabs langsigtede konkurrencemæssige situation (compounders)?
2) Hvordan identificerer man dygtige og troværdige ledelser?

Jeg har stadig meget at lære om begge punkter. Jeg mener dog vores gode afkast i 2019 er en direkte konsekvens af dette fokus. Man bliver nødt til at gribe de muligheder der er i markedet. Med den teknologiske udvikling der foregår omkring os, kræver succesfuld investering i dag andre redskaber end blot at kunne beregne en P/E værdi og vurdere om en aktie er dyr eller billig.

Den vigtigste evne en investor kan have er konstant at udvikle sig selv og de redskaber man har. Der er altid konkurrenter omkring en som altid bliver dygtigere. Symmetry har haft et fantastiske

merafkast til markedet siden stiftelsen. Status quo er ingen mulighed fremadrettet. Enten udbygger jeg forspringet til konkurrenterne eller også indhenter de mig. Jeg arbejder hårdt på det første.

Vores klare strategiske fokus er på europæiske small og midcap aktier. Vi begrænser os dog ikke. Det er en stor fordel at kunne have en opportunistisk tilgang til markedet. Man ved aldrig hvor og hvornår muligheder opstår. Vi investerer derfor globalt og i alle størrelser. Havde vi kun haft et snævert investeringsmandat havde vi ikke kunnet købe en aktie i Mexico i slutningen af 2018 der næsten doblede i 2019.

Vi er langsigtede investorer så længe vores investeringscase er intakt. Vi har intet imod at holde en aktie over mange år så længe selskabet bliver ved at performe selvom markedet ignorerer dem. Vi har holdt Cambria Automotive med tab i 2-3 år før aktien pludselig eksploderede i slutningen af 2019. Tålmodighed er en dyd så længe ens research giver en ret. Det modsatte eksempel er gældende ved Nilorngruppen. Vi valgte her at sælge vores aktier efter kun ca. 6-9 måneders ejerskab da det stod klart for os at vores investeringscase var forkert. Selvom det kostede os et tab reddede det os fra et yderligere fald på 70 % i aktien.

2019 afkast:

Nedenfor er vist de 10 bedste fonde i HedgeNordics indeks i 2019:

BEST NHX PERFORMERS YTD	
Alcur Select	51.35%
Proxy Renewable Long/Short	45.85%
Accendo	45.57%
Symmetry Invest	44.38%
Rhenman Healthcare Equity	40.12%
Formuepleje Penta	34.37%
Nykredit EVIRA Hedge Fund	33.97%
Sector Zen Fund	30.41%
Formuepleje Epikur	28.90%
Asgard Credit Fund	28.64%

Af alle de skandinaviske hedgefonde der rapporterer data ind til HedgeNordic endte vi 2019 på en flot 4 plads. Dette er vi utroligt stolte af. Især fordi vores afkast er leveret med en

nettoeksponering på kun 73,3 %. Herudover er vores afkastdata i DKK mens flere af "konkurrenterne" ovenfor rapporterer i SEK/NOK hvilket har givet en fordel. Indenfor investering handler det ikke om at blive nr. 1 et enkelt eller 2 år hvis man falder fuldstændig igennem i andre. Nogle af de bedste fonde i verden historisk har sjældent været de bedste performere i enkelte år. Det er kontinuiteten i høje afkast år efter år der skaber gode langsigtede resultater. Symmetry vil have dårlige år og negative år. Men kan vi over tid levere langt flere positive år end dårlige år skal vi nok styrke den langsigtede track rekord.

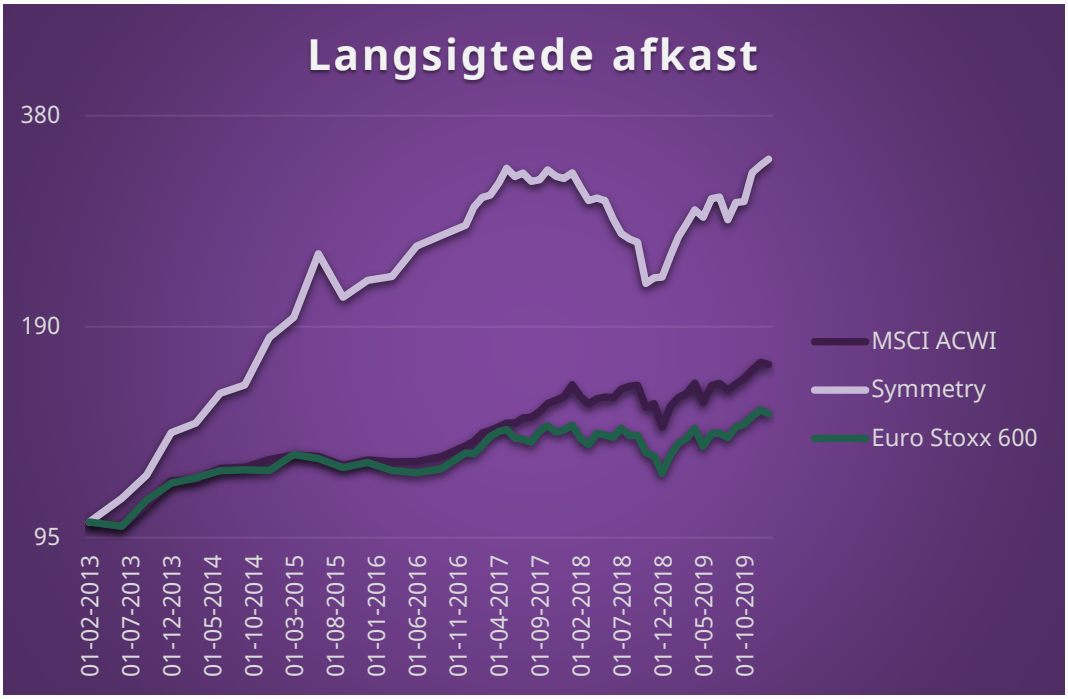
Nedenfor har vi vist fordelingen af vores afkast på de enkelte måneder:

%	Jan	Feb	Mar	Apr	Maj	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dec
Long return	7,32	5,76	4,32	5,15	-3,34	5,01	1,30	-7,23	5,43	1,85	9,02	3,54
Short return	-4,53	-0,88	-1,37	-2,84	4,08	0,13	-1,51	5,10	-2,40	-2,88	-1,48	-1,62
L/S Alpha	**2,62**	**4,88**	**2,95**	**2,31**	**0,74**	**5,14**	**-0,21**	**-2,14**	**3,03**	**-1,03**	**7,53**	**1,93**
Long Alpha	0,03	2,85	2,99	1,69	2,76	-0,59	0,49	-5,03	3,38	-0,06	6,32	0,98
Short Alpha	2,59	2,03	-0,04	0,62	-2,02	5,73	-0,70	2,90	-0,35	-0,97	1,22	0,94

Vi er glade for hvordan vi har leveret vores afkast i 2019. Vi har skabt positiv alpha 9 ud af 12 måneder. Samtidig har vi set over hele året leveret en helt fantastisk alpha på 33,5 %. Den er blevet skabt både på lang og kort siden med 2-cifret merperformance på begge sider af markedet. Der er flere årsager til de gode afkast på begge sider af markedet. Herunder en "mean-reversion" fra det dårlige 2018. Men også et marked der generelt har været fordelagtigt for aktiv stock picking på begge sider.

Langsigtede afkast:

Hvis vi derfra skifter gear og ser på de langsigtede afkast siden stiftelsen i marts 2013:



Som det ses af grafen overfor har vi outperformet markedet siden stiftelsen. Dette er gjort via aktiv aktieudvælgelse og koncentration i vores bedste ideer. Der vil altid findes attraktive investeringer rundt omkring. Det er vores job konstant at finde de bedste.

Nedenfor har vi sammenholdt vores annualiserede afkast med alle de fonde der rapporterer ind til hedgenordic og som har minimum 24 måneders datagrundlag:

Firm	Avg. ROR
Rhenman Healthcare Equity L/S	19,62%
Symmetry Invest A/S	18,72%
HCP Focus Fund	18,04%
Taiga Fund	15,16%
Asgard Fixed Income Fund	12,99%
Borea Global Equities	12,95%
Formuepleje Epikur	12,85%
Sissener Canopus	12,79%
Midgard Fixed Income Fund	12,69%
Accendo Capital	11,69%

På den front har vi de næstbedste afkast af alle hedgefonde i hele Skandinavien. Det er vi selvfølgelig rigtig stolte af. Den eneste fond der er bedre end Symmetry (som vi har meget respekt for) er Rhenman Healthcare Equity. Det er dog værd at bemærke at de har kørt med ret høj

gearing over fondens levetid. Samtidig rapporterer de afkast i SEK hvorimod vi rapporterer i DKK. Målt i den samme valutakurs havde Symmetry haft førstepladsen. Vi sætter jagten ind de kommende år alligevel. Vores langsigtede målsætning er at lave et afkast på 15 % årligt. Det er kun 4 fonde i hele Skandinavien der har opnået dette. Det er dog også værd at bemærke at det har været en god periode for aktier generelt. Vi mener derfor stadig 15 % langsigtet er et meget ambitiøst mål og vi ser vores 18,7 % historiske afkast trende ned mod dette.

Fonde som Symmetry tager løbende nye investorer ind. Det er derfor vigtigt altid at huske at historiske afkast ingen betydning har for en del af ens investorer. Det vil altid være fremtiden der tæller. Nye investorer er på sin vis ligeglade med hvad der er sket historisk. Dette får de ikke glæde af. Det er også derfor vi bruger så meget tid på ting som ikke giver umiddelbare afkast på den korte bane såsom personlig læring og forbedringer af processer, systemer og data.

Symmetrys afkast er dog på ingen måde unikke. Jeg kender personligt flere dygtige long-only fonde der har leveret afkast endnu bedre end Symmetry. To af mine nære bekendte i investeringsmiljøet er:

- Thomas Tang der driver MediumInvest i Danmark der siden 2013 har leveret 24,0 % årligt afkast.
- Samir Patel der driver Askeladden Capital der siden 2015 har leveret 25,3 % årligt afkast.

Jeg kender også fonde med en kortere levetid på 2-3 år med 30-40 % årligt afkast. Samt private der har leveret +50 % årligt afkast på deres private porteføljer. Samtidig er der fonde såsom mine ”naboer” hos Formue Nord Markedsneutral der har leveret ca. 10 % årligt afkast med meget lav volatilitet.

Der er dog ingen tvivl om at i subkategorien af long/short equity baserede fonde er vi blandt de klart bedste i Skandinavien.

Så hvorfor bruger jeg et årsbrev hos Symmetry til at rose flere af mine kolleger i branchen? Skulle jeg ikke i stedet bruge det på at beskrive hvor unik og dygtig Symmetry er, for at tiltrække så meget kapital som muligt?

Jeg mener netop det er en god markedsføring for Symmetry at fortælle ovenstående. Havde jeg siddet og påstået at hvad vi laver er fuldstændig unikt og at jeg er den eneste i hele verden der kan gøre dette kunne man med god grund slå tvivl om holdbarheden af vores afkast mv. Men der findes rent faktisk en mindre skare af virkelig dygtige investorer rundt omkring i stort set alle lande. Både fonde samt private som formår at lave markante afkast ved at fokusere primært på oversete nicher af markedet.

Når indeksinvestering bliver mere og mere populært skyldes det i høj grad at mange af de større aktive fonde reelt er skabspassive investeringsfonde med markant højere fees. Når du går ned i din lokale bank anbefaler de dig 5-10 forskellige af deres egne fonde som hver især (hvis du er heldig) blot har fulgt markedet over tid på trods af høje fees. For sådanne investorer giver det god mening at fravælge de aktive fonde og købe ETF'er. Men netop denne trend hen imod passive fonde skaber et attraktivt univers at investere i for små aktive fonde med nichestrategier såsom Symmetry. Det giver rigtig god mening for de fleste velhavere at investere nogle af deres penge i nichestrategier og nichemanagers der har bevist sit værd over flere år. Forudsat at disse managers kan holde snuden i sporet og fokusere på deres strategier mener jeg klart det er muligt at slå markedet over tid på trods af en lavere risikoprofil.

Langsigtet alpha:

Som en long/short fond er det vigtigste langsigtede mål for os at skabe alpha. Da vi konsekvent har en nettoeksponering der er lavere end markedet vil vi kun via positiv alpha formå at slå markedet over tid. Også på den front har vi haft gode tal:

	Long	Short	LS Alpha	Long Alpha	Short Alpha
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	**21,0%**	**-1,6%**	**13,7%**	**12,5%**	**6,0%**

[1]

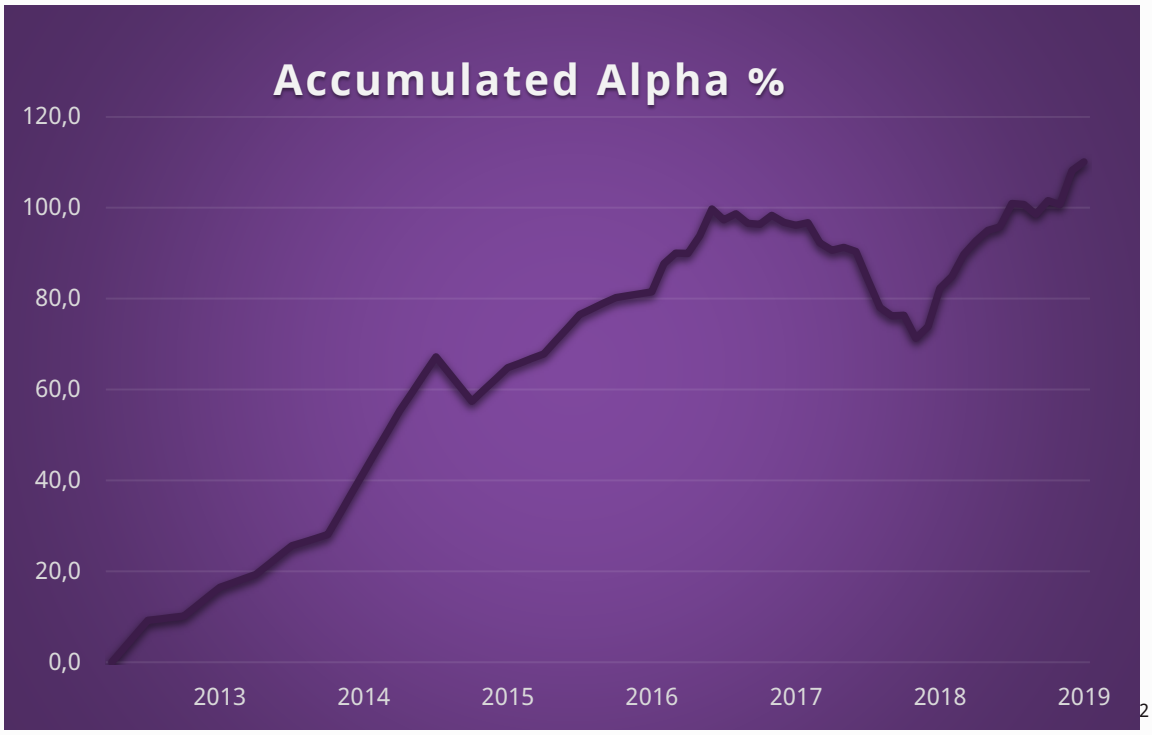
Vi begyndte først at arbejde med individuelle short positioner i 2015. Før da var vores shorts index-shorts. Derfor er alpha på short siden disse år også 0.

Som det kan ses har vi siden stiftelsen leveret et gennemsnitligt afkast på 21 % pr. år på lang siden mens vores shortpositioner i snit har kostet os 1,6 % årligt. Sammenligner vi med det generelle marked har vores lange positioner slået markedet med 12,5 % i snit om året mens vi har slået markedet på short siden med ca. 6 % årligt.

[1] We started doing single name shorts in 2015. Before that we only did index short. The short results only include returns on single name shorts in 2015 (exclude index options) to measure the true alpha generation on our individual shorts. For 2016-2019 all shorts are included as the vast majority (+90 %) is from single name shorts and hedges. From 2013-2014 our short alpha is 0 as all our shorts was index shorts.

Der har samtidig været en pæn kontinuitet i afkastene og vores alpha. Det er således målt på årsbasis kun i 2018 hvor vi på langsiden har underperformet markedet. Ellers har vi i de andre 6 år på lang siden og alle 5 år på shortsiden formået at generere positive alpha.

Vi har på næste siden vist hvordan denne alpha akkumuleret har set ud siden stiftelsen:



[2]

Som det kan ses har det kun været i perioden juni 2017 til oktober 2018 hvor vi underperformede markedet.

Det er værd at pointere at de perioder vi har underperformet markedet (Q3 2015) samt fra sommeren 2017 til sommeren 2018 alle har været i positive markeder. I perioder hvor markedet er faldet såsom 2015, Q1 2016 samt Q4 2018 har vi i alle perioder formået at levere positiv alpha. Det er min holdning at Symmetry er sat op til at kunne levere positiv alpha i alle markedsforhold men især i faldende markeder grundet vores lave beta på lang siden og høje beta på shortsiden. Det betyder ikke at vi ikke vil tabe penge i faldende markeder. Vi kører med en netto eksponering på 40-80 %, hvilket betyder at vi i de fleste faldende markeder også vil tabe penge. Især i markeder hvor small-cap aktier klarer sig dårligt i forhold til large caps.

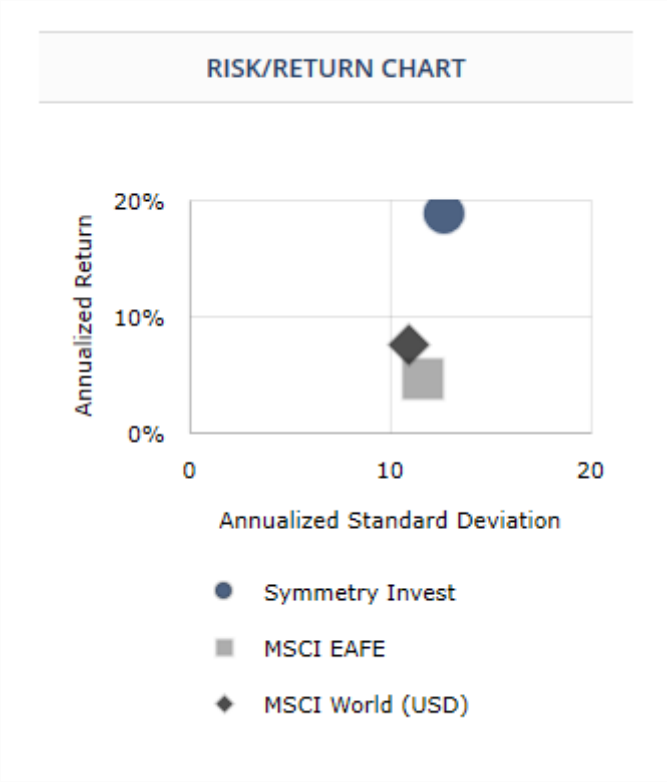
[2] See reference 1

Stort set ingen fonde kan levere positiv alpha i en fuldstændig lige linje. Da Symmetry opererer med en forholdsvis koncentreret portefølje af 15-20 lange ideer ad gangen vil det være forventeligt at der i kortere perioder kan ske negativ alpha. Det skal man som investor i Symmetry kunne acceptere.

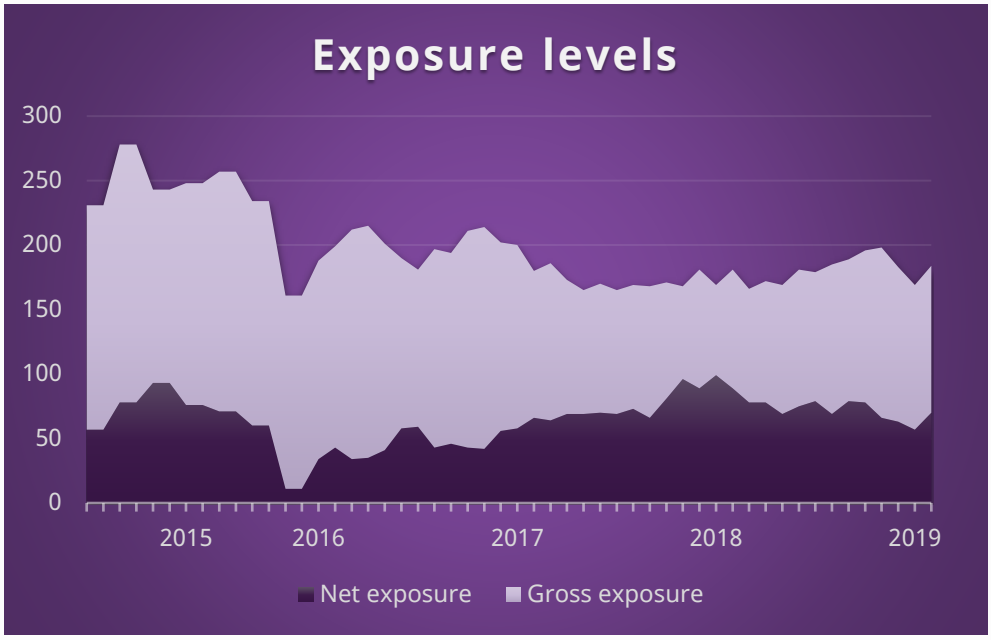
Afkastprofil:

Det er vigtigt at pointere at absolutte afkast altid er det vigtigste for Symmetry. Vi foretrækker 15 % afkast med udsving i forhold til 10 % mere stabile afkast. Absolutte afkast er dog kun vigtige hvis man kan forstå hvordan afkastene er leveret.

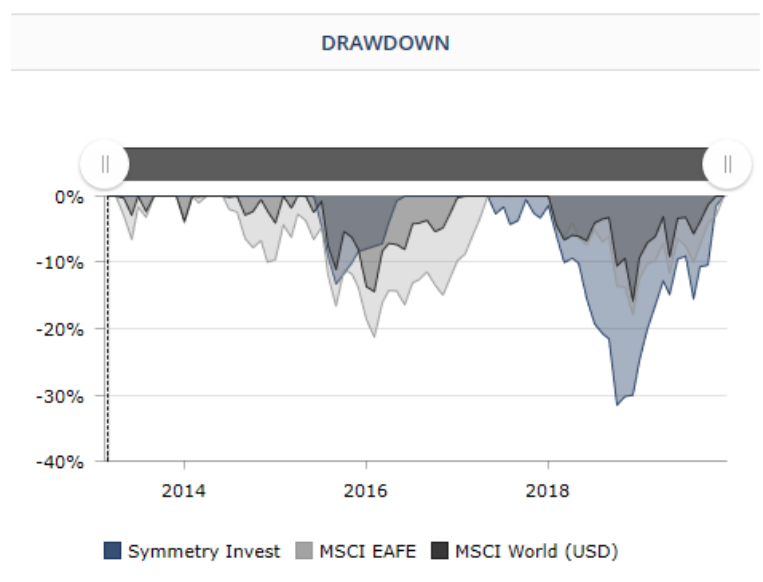
Nedenfor er vist vores annualiserede afkast holdt op imod den standardafvigelse der har været i resultaterne. Som det kan ses, har vi leveret afkast der er mere end dobbelt så høje som markedet. Dette på trods af en standardafvigelse der kun er marginalt højere.



Vi vil bemærke at vi ikke er tilfreds med vores standardafvigelse. Vi vil se på om vi kan nedbringe denne uden at gå på kompromis med vores afkast. En del af dette er ved at minimere vores drawdowns samt volatilitet i afkastene. Men som vi nævnte øverst oppe. Vi foretrækker positive afkast fremfor lav volatilitet til enhver tid hvis vi bliver tvunget til at vælge.

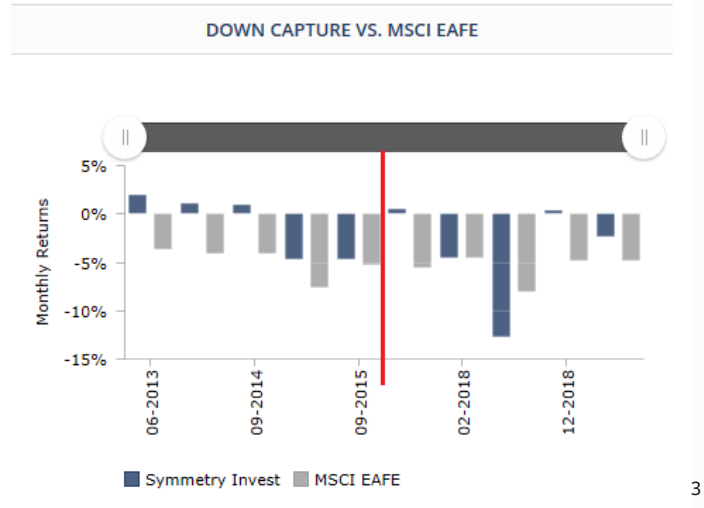


Ovenfor har vi vist vores brutto- og nettoeksponering siden fondens starten af 2015 hvor vi begyndte at arbejde med individuelle short positioner. Set over de sidste 3 år har vi haft en forholdsvis stabil bruttoeksponering omkring 150-200 og nettoeksponering omkring 40-80. Vi forventer også at fortsætte indenfor disse intervaller men enkelte afvigelser i ekstreme markeder.



Et af de punkter jeg er meget utilfreds med hos Symmetry har været vores drawdowns. Især den sidste har både været alt for dyb og alt for langvarig. Det er en af de få punkter der har været fuldstændig uacceptabelt og noget der arbejdes hårdt på at forbedre. Over de første mange år hos Symmetry havde vi markant færre og mindre drawdowns end markedet. Det ændrede sig i slut 2017 og de første 10 måneder af 2018 hvor vi oplevede et 30 % drawdown der tog os 12

måneder at hente ind igen. Vi kan aldrig love vi ikke i fremtiden vil opleve dybe drawdowns. Men vi er opmærksomme på problemet og arbejder på det. Vi vil dog altid få fald i aktiemarkeder der falder tungt.



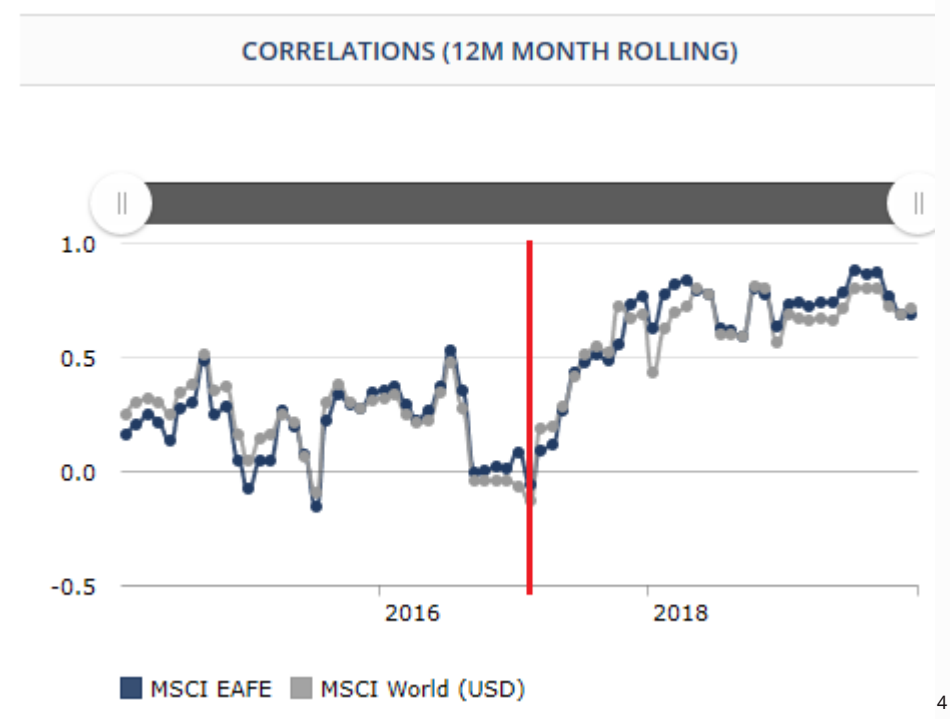
[3]

Ovenfor kan vi se vores "down capture". Den viser hvordan Symmetry har klaret sig i de 10 værste aktiemåneder for det generelle marked siden vi blev stiftet. Hvis vi ser på de 10 mest negative måneder for markedet siden Symmetry blev stiftet kan vi se hvordan vi har klaret os i de måneder. Dette har været forholdsvis tilfredsstillende. I 4 ud af de 5 negative måneder for markedet klarere vi os bedre end markedet. Og i 2 ud af 5 måneder havde vi faktisk positive afkast på trods af større fald i markedet. Det viser for os at vores portefølje grundlæggende klarer sig godt i måneder hvor markedet er negativt, hvilket vi ser som noget meget positivt. Det skal dog nævnes her at sample size er meget lille.

Vi kigger også på hvordan vores afkast korrelerer med verdensmarkedet. Dette kan vise hvor meget af ens afksat der løbende kommer fra at følge markedet i forhold til at lave stock picking:

[3] Tallene før den røde streg er irrelevante da Symmetry her opgjorde afkast på kvartalsbasis.

Vores korrelation har igennem hele perioden siden stiftelsen være under 1 hvilket er meget vigtigt. Et investeringsprodukt med +1 i korrelation vil ofte blot svare til en gearet udgave af markedet.



[4]

I en ideel verden havde vi en korrelation der var under 0, hvilket ville betyde at vores afkast overhovedet ikke var påvirket af det generelle marked. I og med at mange af vores investorer også investerer i andre aktierelaterede produkter samt enkeltaktier ønsker de et produkt som har så lav korrelation som muligt. Da vi altid tager markedsrisiko (normalt mellem 40-80 % nettoeksponering) er det ikke realistisk at komme under 0. Vi håber derfor at kunne levere mellem 0 og 0,5 over tid.

Vi vil dog gerne endnu engang understrege at vi ikke vil iværksætte en masse tiltag der vil forringe vores afkast markant blot for at forbedre nogle øvrige KPI. De øvrige KPI skal være en god sidegevinst ved at gøres vores grundlæggende arbejde som long/short fond ordentligt.

Short porteføljen:

En af de ting vi har været rigtigt succesfulde med over de sidste 15 måneder har været short selling. Short selling er helt sikkert ikke for alle. Faktisk er det noget jeg kun vil anbefale for en lille brøkdel af investorerne. Som det også kan ses af vores alpha tog det tid at lære. Efter en god start

[4] Tallene før den røde streg er irrelevante da Symmetry her opgjorde afkast på kvartalsbasis.

i 2015 trådte vi stort set vande i 3 år indtil slutningen af 2018. Men over de sidste 15 måneder har det taget fart. Der er flere faktorer hertil:

1) Det amerikanske marked er stoppet med at outperforme det globale marked. I og med at vi har en US bias på shortsiden var det en strukturel modvind for os i 2017-2018 på short siden fordi det amerikanske aktiemarked outperformede Europa markant.
2) Jeg vælger at tro at jeg bliver bedre og bedre på short siden. Både i forhold til at positionere os rigtigt og risikostyre optimalt. Vi er også spredt ud på flere forskellige subkategorier, samt har taget en større geografisk spredning, hvilket igen hjælper os.
3) Den sidste del er at jeg mener de nuværende markedsforhold er meget favorable for short selling. Markederne er mere volatile end tidligere, der er større ubalancer osv. Samtidig har de meget lave renter pumpet penge ind i urentable forretningsideer. Andelen af selskaber med ekstremt aggressive regnskabsmetoder mv. er også større end vi tidligere har oplevet.
4) Den teknologiske revolution bliver stærkere og stærkere. Hvor rigtig mange fokuserer på de enorme afkast de store techgiganter som Amazon, Microsoft, Apple, Facebook osv. leverer, fokuserer vi hos Symmetry mere på de mange selskaber som bliver smadret som følge af tabt konkurrenceposition. Der opstår efter min holdning flere og flere industrier og selskaber der er meget lidt omstillingsparate til den "nye verden". Det gør mængden af gode shortkandidater stor.



[5]

Det største og mest relevante spørgsmål er: Men hvordan kan man tjene penge på short selling? Markedet stiger jo over tid? Der er flere svar hertil. Det ene er at man ikke behøver tjene penge på

[5] See reference 1

sine shorts for at det giver mening at have dem. De giver mening hvis de både kan mindske udsving og drawdowns samtidig med at de gør det muligt at tage mere risiko på lang siden.

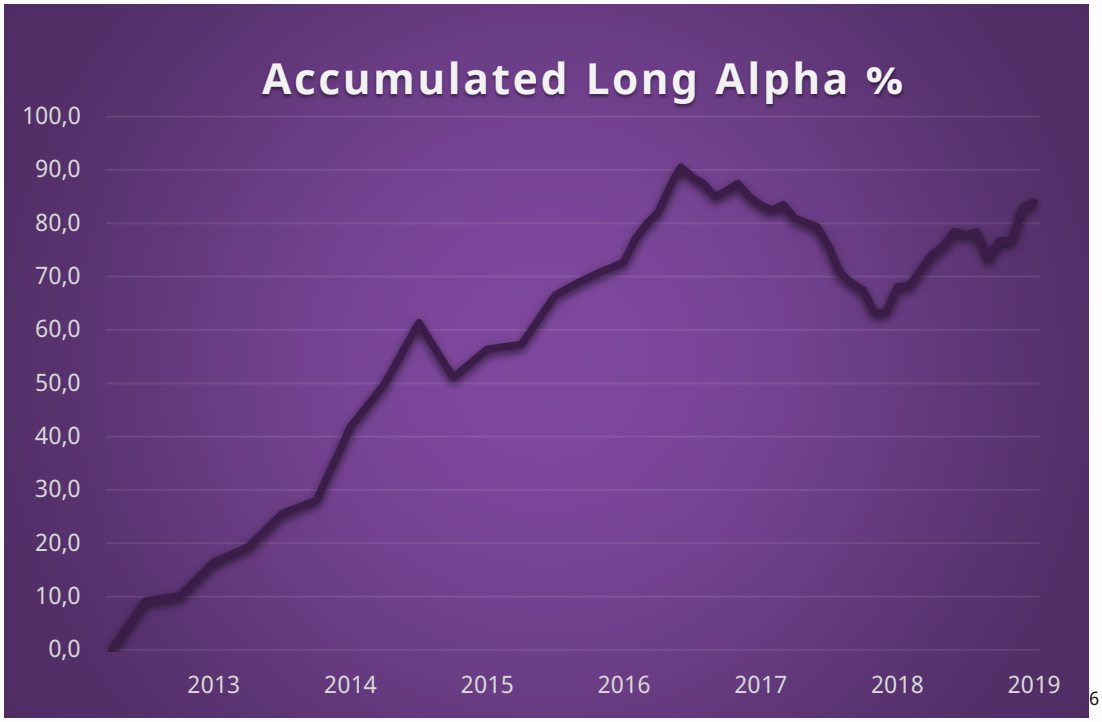
Den anden forklaring er at vi faktisk mener man godt kan tjene penge på shorts over tid. Hvis vi ser på Symmetrys resultater har vi tabt 1,6 % årligt på shorts siden starten. Markedet er oppe med over 10 % årligt i samme periode. Vi har samtidigt lavet mange begynderfejl på vores shorts. Men har konstant lært af dem og optimeret på vores processer.

Når jeg tager højde for punkt 1-4 på foregående side og samtidig ser på den værdiansættelse det generelle marked har bør der være gode muligheder for at tjene penge på vores shorts i fremtiden.

Som nævnt stiger markederne over tid. Men det er ofte båret af nogle få store vindere. Medianen af aktierne klarer sig faktisk dårligt. Og der findes en stor mængde aktier der ingen fremtid har såkaldte ”dead-companies-walking”.

Lang porteføljen:

Vi vil på de næste sider gennemgå vores portefølje mere i dybden. Men først har vi nedenfor vist en graf over vores akkumulerede alpha på vores long portefølje siden vi blev stiftet.



[6]

Over det meste af Symmetrys historie har vi ret konsekvent slået markedet. Vi havde som nævnt en periode fra midten af 2017 til midten af 2018 hvor vi konsekvent underperformede markedet. Dette kan ses af grafen ovenfor. Vi har nærmest en konstant faldende trend over disse ca. 12 måneder. Husk denne graf ikke har noget med markedet at gøre. Det er vores relative afkast i forhold til markedet akkumuleret. Vi kunne godt forklare en masse om at vores portefølje var "out-of-favour" etc. som vi hører en masse managers gøre. Men så ville vi lyve for både os selv og læserne af dette brev. Fakta var at vi lavede nogle fejlagtige investeringsbeslutninger der bidrag til den dårlige portefølje.

At kunne levere alpha så konsekvent er en svær balancegang i porteføljeoptimering. På den ene side bliver man nødt til at være koncentreret for overhovedet at genere god nok alpha. På den anden side bliver man også nødt til at være diversificeret nok sådan at enkelte aktiers underperforme ikke slår hårdt igennem på den samlede alpha. Vi mener at have fundet et sweet-spot omkring 15-25 aktier her.

[6] See reference 1

Portefølje:

Vi har nedenfor vist et overblik over vores portefølje ultimo 2019. Porteføljen består af 18 aktier. Udover disse 18 ejede vi også 2 meget små aktier som ikke indgår heri.

Company	5-year CAGR	3-year CAGR	1-year CAGR	Cash/debt?	Valuation	Valuation year
Gan Plc	31,0%	44,3%	102,2%	Net cash	4x ARR and 21 x FCF	2020
North Media	N/A	N/A	N/A	A lot of cash	5,1 P/E and 4,2 EV/FCF	2019
Quartix	15,7%	14,4%	11,5%	Net cash	26 x P/E	2020
Cambria Auto	20,3%	7,7%	25,7%	Neutral	6,9 x P/E	2019
Piteco	14,7%	19,8%	20,1%	Small debt	14 x FCF	2019
GiG	53,0%	42,0%	-34,0%	Net cash	13,5 x FCF	2020
WFCF	26,0%	26,1%	22,7%	Net cash	18 x FCF	2020
Company A	N/A	102,0%	42,7%	Net cash	30 x FCF	2020
Company B	26,5%	16,5%	16,0%	Net cash	2 x ARR	2020
Company C	13,6%	13,1%	13,5%	Medium debt	21,6 x P/E	2020
Company D	+75%	+75%	70,6%	Small debt	12 x ARR	2020
Company E	19,8%	11,4%	9,3%	Neutral	14,1 x P/E	2020
Company F	20,9%	18,2%	21,0%	Net cash	16,5 x FCF	2020
Company G	21,3%	16,1%	24,1%	Small debt	7 x P/E	2019
Company H	3,9%	-4,3%	5,0%	Net cash	6,2 x FCF	2020
Company I	27,1%	26,9%	26,5%	Net cash	34 x SS EPS	2020
Company J	64,2%	65,6%	67,5%	Net cash	29 x P/E	2020
Company K	4,0%	3,6%	5,0%	High debt	13 x P/E	2020
Average	**24,1%**	**26,5%**	**26,4%**	**Net cash**	**20,8 x P/E**	

Der er flere karakteristika vi rigtig godt kan lide ved vores portefølje. Vi vil grundlæggende beskrive vores porteføljer som selskaber der er 2-3 gange så høj kvalitet som markedet, på trods af de handler til værdiansættelser en smule under markedet. Som vi har nævnt før. Nogle anser valueinvestering som at finde aktier der handles til halve multipler af resten af markedet. Det kan de også være. Vi har eksempelvis North Media og Cambria Automotive i porteføljen der handles til 4-7 i P/E. Men vi mener i ligeså høj grad vores øvrige aktier er valueinvesteringer.

De 18 aktier vi ejede ultimo 2019 voksede i 2019 med 26,4 % sammenlignet med 2018. Over de sidste 3 år er de i snit vokset med 26,5 % og over de sidste 5 år er de i snit vokset med 24,1 %. Der er altså tale om aktier med en meget høj vækst. De bliver bare ikke prisfastsat derefter.

Vi har siden solgt vores aktier i både GIG og GAN.

Vi vil på den efterfølgende side gennemgå de 5 øvrige positioner:

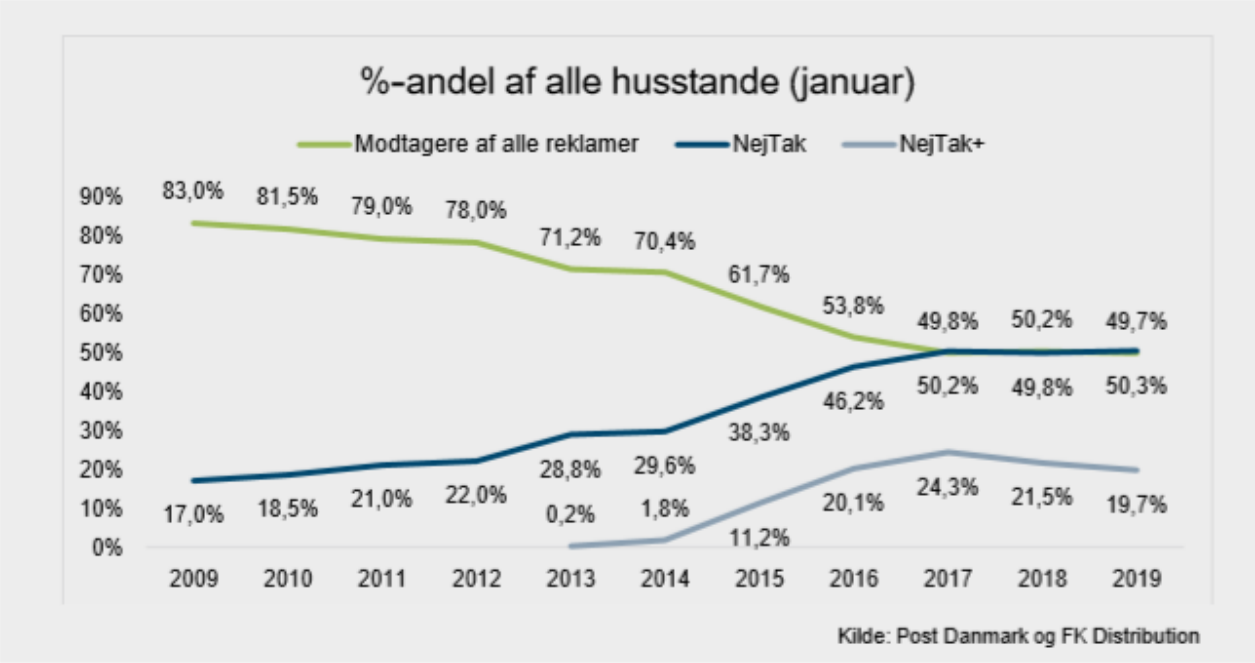
North Media

North Media havde et rigtig godt 2019. Man hævede EBIT fra 109.700 til 160.300 svarende til en vækst på 46,1 %. Samtidig tjente man over 100 mio. DKK på sine investeringer i diverse værdipapirer. Endnu vigtigere er det at North Media har taget en del strategisk vigtige tiltag der bør styrke dem langsigtet:

1) Man overgår fra 2 ugentlige til 1 ugentlig udlevering i FK distribution
2) Selskabets onlineforretninger viser nu for første gang positive taker med overskud og vækst
3) BEKEY står i en strategisk meget stærk position i et voksende udleveringsmarked

Der findes også negative elementer. Der er ingen vækst i FK distribution, North Media Aviser er et stort hul uden fremtidsudsigfter og selskabets kapitalstruktur er stadig kritisabel. De positive forhold mere end opvægter dog pt. de negative i mine øjne.

Når der så samtidig udbetales ca. 11 % i udbytteyield + 2,5 % i aktietilbagekøb og aktien stadig handles til en P/E omkring 5 er det svært ikke et være begejstret for North Media også fremadrettet.



[7]

Ovenfor er vist udviklingen af nej-tak husstande i Danmark over de sidste 10 år. Som det kan ses var der de første par år en klar tendens til at mange husstande valgte nej-tak ordningen og dermed ikke fik reklamer tildelt. Vi har dog over de sisdste 2 år set en stagnation i tallende. Vi

[7] North Media 2019 årsrapport

syntes dette viser berettigelsen reklamevisen stadig har og at forbrugerne faktisk er glade for dem.

De fleste målinger der laves af tilbudsavisens effekt på forbrugerne er også markante. Hvis retailforretninger fjerner deres reklameavis i blot enkelte uger kan de straks mærke det på deres omsætning. Dette gør at ROI på fortsat at bruge penge på reklameavisen stadig er meget høj.

Jf. North Media er det stadig uden sammenligning det markedsføringsredskab der giver den højeste ROI. Også efter North Media har hævet priserne markant.

Hovedtal for North Media Online

mio. kr.	2017	2018	2019
Omsætning	85,0	81,1	86,2
EBITDA	-12,0	-2,7	9,7
EBIT før særlige poster	-13,3	-4,1	6,8
Særlige poster, netto	8,3	0,0	4,1
EBIT	-5,0	-4,1	10,9
EBITDA margin	-14%	-3%	11%
Overskudsgrad	-16%	-5%	8%
Gennemsnitligt antal ansatte	106	90	71

En anden betydelig ting for North Media i 2019 var at deres online-forretning for første gang nogensinde gav et overskud. Dette efter at have kostet over 200 millioner kroner i tab over de sidste 20 år. North Media har opbygget en markedsledende position i Danmark indenfor lejeboliger hvor de formidler lejeboliger mellem udlejere og lejere. De har brugt denne position til at skalere mod Sverige og andre lande. Samtidig har man i 2019 fået mindsket tabet på jobdelen og håber dette forsvinder helt i 2020. med en margin på under 10 % bør der stadig være nogle store skaleringsmuligheder i Online fremadrettet.

Hovedtal for BEKEY

mio. kr.	2017	2018	2019
Omsætning	19,1	23,7	24,5
EBITDA	-16,3	-10,1	-10,0
EBIT før særlige poster	-16,6	-10,2	-10,4
Særlige poster, netto	0,0	-1,0	0,0
EBIT	-16,6	-11,2	-10,4
EBITDA margin	-85%	-43%	-41%
Overskudsgrad	-87%	-43%	-42%
Gennemsnitligt antal ansatte	25	24	27

Et af de områder vi tror investorer undervurderer mest i North Media er BEKEY. Dette af helt naturlige årsager. Selskabet har været en kæmpe underskudsforretning og klods om benet på North Media i flere år og tabt rigtig mange penge. BEKEY befinder sig pt. i en ret stærkt position. BEKEY sidder på 50 % af alle opgange i København og forventer at skalere dette til +70 % i løbet af 2020. Det koster mange penge upfront at installere BEKEY på alle disse opgangsdøre da BEKEY

betaler for udstyr og installationen og tjener pengene over tid. Bekey kan groft sagt beskrives som en slags tilbod der sættes op. Når først systemet er implementeret i døren tager BEKEY et fee hver gang døren åbnes op via nøglekort. I takt med at vi ser flere og flere udbringninger, internethandel, abbonementsforretninger etc. vil flere og flere virksomheder gerne have adgang til opgangene for at kunne levere varer til dørene. Der skal de så lige igennem BEKEY's toldbod først.

Quartix Plc

Quartix er vores britiske telematix-virksomhed. Vi skrev en længere analyse af Quartix i slutningen af 2019. For en mere uddybdende gennemgang af Quartix vil vi henvise til denne. Analysen kan findes her:

www.symmetry.dk/nyheder

Quatix 2019 regnskab bekræftede den gode trend Quartix er inde i. Man voksede antal kunder med 23 % og starten af 2020 har vist den bedste kundetilgang nogensinde.

Cambria Automotive

Cambria Automotive har skævt regnskabsår da deres regnskab slutter den 31/8 2019. Men hvilket år de havde:

Financial Highlights

Year ended 31 August	2019	2018	
	£m	£m	Change
Revenue	**657.8**	630.0	4.4%
Underlying EBITDA*	**17.1**	13.3	28.6%
Underlying operating profit*	**13.6**	10.9	24.8%
Underlying profit before tax*	**12.3**	9.8	25.5%
Underlying profit before tax margin*	**1.87%**	1.55%	32bps
Underlying earnings per share*	**9.78p**	7.84p	24.7%
Operating profit	**13.9**	10.2	36.3%
Profit before tax	**12.5**	9.1	37.4%
Earnings per share (basic)	**9.95p**	7.27p	36.9%
Dividend per share	**1.1p**	1.0p	

[8]

Cambria aktien er vanvittigt billig. Aktien handles til kurs 70 lige omkring indre værdi pr. aktie. Målt på P/E handles aktien omkring 6,5-7,0.

70	18/19	19/20
EPS	10	11
NAV	65,6	75,6
P/E	**7,0**	**6,4**
K/I	1,07	0,93

[8] Cambria Automotive 2019 annual report

Baseret på disse tal kunne man få den tanke at Cambria er et selskab i strukturel fald? Eller at det er præget af enorm gæld? Eller på toppen af en cyklus? Ingen af delene er sande:

	7/8	8/9	9/10	10/11	11/12	12/13	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19
NAV per share	10	12,1	14,1	16,0	19,5	21,5	24,6	28,3	33,7	42,1	50,4	56,6
Earnings per share	2,1	2,0	2,0	3,5	2,3	3,5	4,2	6,0	9,3	9,2	7,3	10,0
Dividend	0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,3	-0,5	-0,6	-0,8	-0,9	-1,0	-1,0
End NAV per share	12,1	14,1	16,0	19,5	21,5	24,6	28,3	33,7	42,1	50,4	56,6	65,6
ROE	**21,00%**	**16,12%**	**13,84%**	**21,63%**	**12,00%**	**16,22%**	**16,84%**	**21,31%**	**27,48%**	**21,79%**	**14,48%**	**17,58%**
# of shares	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Net cash (debt)	0	-4,2	-3,2	-1,3	-0,2	3,1	-4,6	1	0,4	6,1	-5,5	-3,7

Siden 2008 dvs. over 11 år har Cambria forrentet deres egenkapital med over 18 % årligt. Dette på trods af at de kun har betalt meget små udbytter. De har altså geninvesteret stort set hele overskuddet internt til virkelig høje afkast. Samtidig er dette skabt stort set uden brug af gæld.

Det er samtidig værd at bemærke at selv under de 2 år efter finanskrisen formåede Cambria at forrente egenkapitalen med ca. 15 %. Under brexit krisen har de også formået at holde egenkapitalforrentnignen på 15 %. Måler man dette "lavpunkt" op på ca. 14-15 % i forhold til selskabets nuværende egenkapital vil vi få en worst case EPS på omkring 10p per aktie. Svarende til en P/E på 7. Kan Cambria i 2020 i stedet komme tættere på deres historiske 18 % forrentning vil det give en EPS omkring 12 eller en P/E på ca. 5,8.

Uanset hvordan vi vender og drejer casen mener vi aktien er signifikant undervurderet. Som absolut minimum mener vi aktien bør handles til +100p hvilket stadig kun ville svare til en P/E på 9-10 stykker.

Piteco

RECORD RESULTS FOR THE PITECO GROUP IN 2019: REVENUES + 19% EBITDA + 24%, EBITDA Margin 43%

- **Revenues: € 24.0 million, + 19% (FY2018: € 20.2 million)**
- **EBITDA: € 10.2 million, + 24% (FY2018: € 8.3 million); EBITDA margin 43% (FY2018 = 41%)**
- **EBIT: € 8.0 million, + 24% (FY2018: € 6.4 million);**
- **Net profit: € 3.0 million (FY2018 = € 5.3 million), 13% of Revenues**
- **Adjusted Net Profit: € 5.7 million (+ 12% vs FY2018 = € 5.1 million), 24% of Revenues**
- **Operating Cash Flow: € 7.3 million, (32% of Net Revenues and 71% of EBITDA)**
- **Net Financial Position: € 14.6 million (FY2018: € 15.3 million)**
- **Net Financial Position including Put Option: € 27.5 million (FY2018: € 26.8 million)**
- **Proposed dividend of € 0.15 p.a. (65% pay out ratio); yield 3.125%**

Piteco havde endnu et fantastisk år i 2019. Man fortsatte vækststrategien med en vækst på 19 % i omsætningen og 24 % målt på EBITDA niveau. Selskabets største segment Piteco voksede med +7 % på omsætningen og +9 % på EBITDA. LendingTools havde en flad omsætning da nogle specifikke projekter blev skubbet til 2020. Myrios har vist sig at være en home-run med en vækst på 28 % i omsætning 39 % i EBITDA. Man fortæller om en rigtig god start på 2020 på trods af

Corona-virus. I de første 2 måneder af 2020 havde man med længder den bedste kundetilgang nogensinde. Man forventer derfor stadig et godt 2020 med en pæn vækst selvom tilgangen af nye kunder i marts og april vil blive meget lave grundet Corona udbruddet.

Det er her værd at huske at Piteco sælger kritisk software til kunderne. Deres kunder er primært store selskaber med +100 mio. EUR i omsætning. For størstedelens vedkommende forudbetaler de også hele årets omsætning i januar. Marco Podini udtalte på selskabets conference call at han ikke tror nogen kunder vil gå ned på grund af Corona-virus.

Vi deltog i selskabets conference call med bestyrelsesformand og hovedaktionær Marco Podini. Marco var meget positiv overfor både 2020 og den længere fremtid hos Piteco. Fra et personligt perspektiv påvirker Coronavirus selvfølgelig Marco og menneskene hos Piteco (de har hovedkontor i Norditalien). Fra et forretningssynspunkt har virussen nærmest ingen betydning for deres forretning. Deres aktie er faldet fra 6,8 til 5,2 EUR eller ca. 20 % siden udbruddet af Coronavirus i Italien. Vi anser dette som en fantastisk købsmulighed.

Marco fortalte at man normalt henter 30-40 nye kunder om året (2019 var ny rekord med 40 nye kunder). Alene i januar + februar 2020 havde man landet 16 nye kunder og 1 i starten af marts. Man var dermed på vej til at have det markant bedste år nogensinde på tilgangen af nye kunder. Piteco er dog komfortable med at de nok skal nå 30-40 nye kunder for hele året på trods af at tilgangen vil blive lav i marts-maj måned.

Det er i den sammenhæng værd at huske at Piteco har en +99 % retention på deres kunder. Størstedelen af deres omsætning er tilbagevendende omsætning kunderne betaler år efter år for at have adgang til deres software. Coronavirus har ingen påvirkning på dette. Kunderne fortsætter med at betale for deres software.

Marco gennemgang opkøbet af Myrios igen. Selv når man inkluderer alle earn-out betalinger etc. ender Piteco med at betale 8,1 x FCF for opkøbet af Myrios. Dette for et selskab der har 28 % omsætningsvækst, 70 % margin og +60 % recurring revenue. Det er et typisk eksempel på hvor gode de er til kapitalallokering og hvordan de kan anvende knowhow fra både Piteco og DedaGroup til at ekspandere deres opkøb og skabe ekstra værdi.

For Myrios gentog Marco flere gange at de pt. ikke kan tage flere kunder ind da de vokser så stærkt og ikke har kapacitet til at onboarde flere kunder ad gangen men har mere efterspørgsel.

Piteco aktien handles til 9 x FCF for 2020 eller ca. 11 x EV/FCF. Det er uhørt billigt for et selskab med +99 % costumer retention, + 40 % margin og 7-10 % organisk vækst. Samtidig har de en dygtig bestyrelsesformand der ejer 60 % og historisk har vist evnen til at lave værdiskabende

kapitalallokering. Sammenlignelige selskaber handles til 20-30 i FCF-multipler hvilket vil give Piteco 100-200 % upside fra nuværende aktiekurs.

Where Food Comes From

WFCF er en af vores aller største positioner pt. Og det er der en grund til. Vi har aldrig oplevet et så lille selskab med så enorm en moat. Samtidig udbygger de denne moat konstant imens de ekspanderer det totale marked og vokser deres forretning. Jeg er fuld af beundring over hvad John og Leanne Saunders sammen med deres team har bygget her.

Da vi mener der er så meget spændende at fortælle om Where Food Comes From har vi lavet en længere analyse af selskabet som kan findes her:

www.symmetry.dk/nyheder

Where Food Comes From havde et fantastisk 2019 og især H2 2019. Omsætningen voksede organisk +20 % og indtjeningen steg +50 % da man opnåede betydelige skalafordele. Vi ser et kæmpe potentiale i WFCF. Hele deres evne til at styre fødevaresikkerheden og traceability vil blot blive endnu mere vigtigt efter det seneste virusudbrud.