symmetry
Investering i balance

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



Nyhedsbrev

1. kvartal 2019

Formål med nyhedsbrevet:

Symmetry sender hver måned en porteføljerapport ud til selskabets aktionærer. Her fortælles om månedens afkast, nyheder fra vores enkelte aktieinvesteringer samt meget andet. Herudover sendes løbende analyser ud af selskaber samt et årligt investorbrev med gennemgang af vores største positioner. Dette nyhedsbrev har ikke til hensigt at kopiere eller erstatte ovenstående, hvor der er eksklusiv adgang for Symmetrys aktionærer. Nyhedsbrevet, som er helt gratis, vil derfor kun i meget lidt grad beskæftige sig med enkelte aktier, da dette er forbeholdt investorer. I stedet for vil nyhedsbrevet gennemgå forskellige udviklinger og tendenser i det generelle marked samt forklare, hvordan Symmetry navigerer i de forskellige markeder.

Nyhedsbrevet vil fra tid til anden nævne konkrete enkeltaktier. Det kan både være aktier Symmetry er lang i, short i, eller aktier som Symmetry ingen position har i men har en interesse for.

Nyhedsbrevet har til formål at øge kendskabet til Symmetry for alle vores interessenter, herunder nuværende investorer, potentielle investorer samt øvrige personer, der følger med i aktiemarkedet. Symmetry vil løbende beskrive vores strategi og gøre den så let forståelig som mulig for læserne.

Vi vil inddrage citater mv. fra kendte value-investorer og underbygge påstande med grafer og andet materiale, der kan bruges til at understøtte vores pointer.

Vi håber, at så mange som muligt af jer vil finde nyhedsbrevet nemt læseligt og anvendeligt, og vil hjælpe med at få så mange som muligt til at tilmelde sig nyhedsbrevet og følge os.

Da investorbrevet er på dansk, men samtidig indeholder investeringsudtryk på engelsk, undskylder vi på forhånd herfor.

Disclaimer:

Nyhedsbrevet er skrevet og udgivet af Symmetry Invest A/S. Nyhedsbrevet indeholder Symmetrys egne meninger, forudsætninger og holdninger. Symmetry garanterer ikke for korrektheden af indholdet i nyhedsbrevet.

Aktier kommenteret i nyhedsbrevet skal ikke ses som en køb, hold eller salgsanbefaling af den pågældende aktie. Symmetry er en registreret forvalter af alternative investeringsforeninger (AIF) hos Finanstilsynet. Symmetry er IKKE en registreret/autoriseret investeringsrådgiver og giver på baggrund heraf ingen anbefaler om konkrete aktier. Nyhedsbrevet beskriver udelukkende Symmetrys egne holdninger til markedet og enkelte aktier.

Symmetry er under ingen omstændigheder ansvarlig for tab som følge af investeringer baseret på brugen af nyhedsbrevet. Symmetry ejer i nogle tilfælde aktier i selskaber, der nævnes i nyhedsbrevet. Symmetry forbeholder sig retten til at købe eller sælge aktier i selskaber nævnt uden nærmere notifikationer herom. Vores holdning eller kursmål til aktier kan blive ændret løbende efter udgivelse af nyhedsbrevet. Vi forpligter os ikke til at opdatere herom.

Investering i aktier er forbundet med høj risiko, og det anbefales derfor altid at rådføre sig med en kompetent økonomisk rådgiver, inden der disponeres. Billeder og andet materiale anvendt i nyhedsbrevet er copyright beskyttet og kan ikke videredistribueres.

I nyhedsbrevet omtaler vi "os" forstået som Symmetry og nogle gange som "jeg" forstået som Andreas Aaen.

Data er ej reviderede tal og kan derfor være behæftet med usikkerhed. Tallene stammer fra udtræk fra Symmetrys depotbanker mv. og det er vores bedste overbevisning at de repræsenterer faktuelt korrekte tal. Afkastdata og indre værdi revideres en gang årligt af selskabets revisor ultimo året.

Nyhedsbrev

Vi vil i nyhedsbrevet gennemgå forskellen på at investere for private midler og forvalte andre folks penge. Samtidig vil vi se på koncentrationen i en portefølje.

Q1 2019:

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	FYTD	Avg. Net Exposure
2013						8,1			7,9			15,0	34,1	N/A
2014			3,2			10,2			2,8			17,0	36,8	N/A
2015			6,8			23,2			-13,3			5,7	20,5	76,0
2016			1,3			10,6			3,5			3,4	19,9	44,3
2017	6,2	3,2	0,7	4,0	5,1	-2,7	1,1	-2,7	0,6	3,3	-2,1	-0,7	16,8	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	75,2
2019	7,3	6,4	4,5										19,3	81,7

Som altid er afkast og porteføljeopdateringer mv. udsendt til aktionærer på månedlig basis via hjemmesiden.

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	19,3%	166,9%	17,5%
MSCI ACWI	11,7%	52,6%	7,2%
Stoxx 600	12,3%	31,7%	4,6%

Hvilken kontrast to kvartaler kan være. I Q4 2018 (og vitterligt hele 2018) var det som om at alt gik os imod og intet virkede. Selv når vores selskaber kom med gode nyheder steg aktierne ikke og i mange tilfælde faldt de. Det var som om konstant at løbe hovedet ind i en mur. Uanset hvad vi gjorde hjalp det ikke. Vi huskede dog igennem 2018 at være tro mod vores strategi. Vi lærte af de fejl vi lavede og gik ind i 2019 med en stærk portefølje.

Det første kvartal af 2019 har været en stærk kontrast. Stort set alt er gået vores vej. Vores porteføljeselskaber har fortsat deres gode udvikling og flere af dem er kommet med meget stærke regnskaber og guidance. Det har påvirket aktiekurserne en del, hvilket har bidraget til vores positive afkast i 2019 indtil videre. Når jeg siger det har været en stor kontrast mener jeg det også på andre måder. Hvor intet virkede i 2018 virker det som om at alt virker her i 2019. Selv de enkelte selskaber vi har aktier i hvor vi syntes regnskaberne skuffede er endt med at have stigende aktiekurser. Det har betydet at vi har kunnet sælge de aktier med en pæn gevinst på trods af hvad vi mener var skuffende regnskaber (primært to positioner). Vi oplevede også situationer hvor en aktie steg, vi solgte lidt, derefter faldt den, vi købte, den steg igen osv. Sagt på en anden måde. Vi har også haft held på vores side i Q1.

Med dette vil vi også gerne understrege at vi ikke kan levere 20 % afkast hvert kvartal. Husk vores langsigtede målsætning er 15 % om året, så vi er allerede pænt foran efter kun 3 måneder. Det betyder selvfølgelig ikke at vi lukker bøgerne for resten af året. Blot at vi ikke kan forvente at have så meget medvind fra alle ideer.

Når dette er nævnt vil vi pointere at størstedelen af vores porteføljeselskaber performer ekstremt godt (vi nævner et af dem i slutningen af dette brev). Så længe vores selskaber fortsætter med at levere så flot forventer vi også at kunne fortsætte med at levere flotte afkast i fremtiden.

Hvordan har Symmetry klaret sig langsigtet:

Jeg har brugt en del tid over Symmetrys første år på at forklare vores investorer og folk der fulgte os at man ikke kunne tage vores afkast og ekstrapolere ind i fremtiden. Der var to ting der var vigtige før man for alvor kunne måle os. Den første er at man minimum bør have 5 års gennemsnit som datagrundlag for at vurdere os. Den anden er at vi også sagde at vi blev nødt til at komme igennem et downmarked før vi kunne bedømme os.

Det er her ultimo marts præcist 6 år siden jeg startede Symmetry. Vi har samtidig været gennem et downår i 2018. Vi mener derfor det nu er relevant at begynde at bedømme vores afkast og se hvordan vi har klaret os langsigtet:

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	19,3%	166,9%	17,5%
MSCI ACWI	11,7%	52,6%	7,2%
Stoxx 600	12,3%	31,7%	4,6%

Data er ej reviderede tal og kan derfor være behæftet med usikkerhed. Tallene stammer fra udtræk fra Symmetrys depotbanker mv. og det er vores bedste overbevisning at de repræsenterer faktuelt korrekte tal. Afkastdata og indre værdi revideres en gang årligt af selskabets revisor ultimo året.

Over de første 6 år har vi leveret et afkast på 17,5 % i snit pr. år. Det er afkast der er en del over vores målsætning på 15 % om året. Det var været 7 regnskabsår hvoraf de 6 har været positive. Vi er klar over at vi har fået flere og flere investorer over årene og flere stadig har tab på investeringen. De 17,5 % i snit er dermed ikke retvisende for alle investorer og de 15 % er også kun retvisende for de investorer der kom ind over de første par år.

Vi er dog uanset hvordan vi måler os over de første 6 år godt tilfredse med udviklingen samlet set. Vi har skabt et godt afkast og slået markedet markant. Men hvad endnu vigtigere er. Vi har lært meget af de fejl vi har lavet, hvilket gør at vi har udviklet os ekstremt meget. Alt det vi har lært de første 6 år håber vi at kunne bruge på at gøre de næste 6 år ligeså gode.

Kan man tage en privat strategi til fondsforvaltning?

En af de ting vi ofte hører og ser i praksis er hvor svært det er for forvaltere at skabe de samme afkast i en fond som de kunne privat. Hvis en privatinvestor laver nogle gode afkast vil man som udgangspunkt gerne drive et investeringsselskab med samme strategi for at kunne leve af at foretage investeringer. Der er mange faktorer der påvirker hvorfor det er markant sværere at skabe afkast som et investeringsselskab end som privatperson:

1) Størrelsen: Jo mere kapital man skal placere, jo sværere er det at komme ind og ud af aktier og jo længere tid tager det. Som privatinvestor med begrænsede midler kan man ofte komme ind og ud af ideer på daglig basis.
2) Omkostninger: Ved at drive en fond er der omkostninger som normalt udgør 0,2-0,5 % af kapitalen. Herudover kommer fees til forvalteren. Omkostninger gør det naturligt at afkastet bliver lavere.
3) Risiko/spredning: Den største hæmsko er at man ofte ikke kan/tør tage strategien 100 % med ind i et professionelt setup. Uanset om man vil det eller ej har man som fond ofte en tendens til at diversificere for meget og tage for små positioner. Som privatinvestor har man intet problem med at sætte 15-30 og måske 50 % af ens kapital i en enkelt aktie. Men når man forvalter andre folks penge og rapporterer til dem på løbende basis er der en tendens til at skabe for stor diversifikation.

Da jeg gik fuld tid med Symmetry lukkede jeg mit private investeringsdepot for at sikre at alle mine investeringer fremover kun var i Symmetry Invest A/S. Jeg investerer ikke i aktier privat

udover via min investering i Symmetry (de øvrige få øvrige midler jeg har forvaltes af andre). Det interessante er hvis jeg ser på mine afkast jeg lavede privat før jeg gik fuld tid med Symmetry:

-1,9	39,5	15,0	-4,5	28,6	-4,5	-8,9	-26,0	-17,8	5,8	45,4	5,1	65,4
7,3	10,2	-13,2	1,2	3,2	7,5	-11,9	-0,9	2,4	9,6	35,8	16,6	79,0
70,1	-6,5	25,3	5,6	56,4	-32,7	13,1	-10,6	102,8	18,4	-9,2	-3,4	372,1

Som det kan ses ovenfor var afkastene de 3 foregående år på henholdsvis 372,1%, 79% og 65,4%. Afkastene er ikke skabt ved at anvende ekstrem gearing. Der er dog brugt gearing i et vidst omfang. Den primære årsag når jeg ser tilbage, er at antallet af investeringer var meget lille. Samt at koncentrationen i enkelte ideer var meget høj. Ofte udgjorde de 2-3 største investeringer +50 % af depotets værdi. Men ved at koncentrere sig tungt i nogle få aktier og anvende lidt gearing på toppen af dette, må man også forvente meget store udsving fra måned til måned. Som jeg også havde, hvilket kan ses af tabellen længere oppe. En meget høj andel af værdien blev skabt gennem en stor investering i danske Genmab der blev købt i 2012:



Genmab var en unik case tilbage i 2012. Aktien var sønderbombet, tilliden til ledelsen var ekstremt lav og deres store satsning Zalutumumab havde fejlet i forsøg. Genmab handlede på det tidspunkt til en markedsværdi der var lavere end deres kontantbeholdning. De havde samtidigt allerede et produkt på markedet i form af Arzerra der gav dem løbende royalty. De havde et nyt produkt på vej kaldet Daratumumab som viste meget lovende data. Herudover havde de fået en ny CEO i Jan Van de Winkel der købte aktier med arme og ben i markedet. Hele dette setup gav en ekstremt

attraktiv investeringsmulighed og aktien steg også derefter fra 25-50 kr. til +1.000 kr. indenfor få år. Eller et afkast på flere 1.000 %.

Som Warren Buffet ofte har sagt: "the ability to do nothing for a very long period of time is extremely difficult." Meget få personer er i stand til at vente og vente indtil virkelige outstanding muligheder opstår. Endnu færre er i stand til at turde gå ind massivt og satse stort når de endelig ser disse muligheder. Evnen til at kunne vente og have tålmodhed, kombineret med evnen og psyken til at satse stort når mulighederne opstår er den mest formidable evne indenfor investering. De der besidder denne egenskab opnår store afkast.

Symmetry havde i løbet af 2017 og starten af 2018 spredt os over for mange investeringer og for lidt fokus på de enkelte. Vi endte dermed med at gøre det man ikke skal gøre. Direktionen og bestyrelsen fastsatte derfor over sommeren at mål om at Symmetry maksimalt skal have 20 lange positioner og med et mål om at komme ned omkring 15 positioner:

Tabel: Fordeling af lange og korte positioner

Overblik over antallet og størrelserne på Symmetrys lange og korte positioner

	Jan	Feb	Mar	Apr	Maj	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dec
Long #	27	22	24	24	26	26	24	21	20	20	21	20
Avg. Size (%)	4,6%	5,7%	5,3%	4,9%	4,6%	4,6%	4,6%	5,4%	6,1%	6,6%	6,5%	6,6%
Short #	32	30	30	33	27	24	27	28	31	27	35	28
Avg. Size (%)	1,4 %	2,1%	1,7%	1,5%	1,9%	1,9%	1,7%	1,8%	1,5%	1,4%	1,3%	1,4%

Det havde den konsekvens at hvor vi startede året med 27 positioner der fyldte 4,6 % havde vi ultimo året 20 positioner der havde en gennemsnitlig størrelse på 6,6 %. Sagt på en anden måde. Vi fokuserede vores kapital mere mod de bedste ideer vi havde. Ultimo marts 2019 er vi nede på 18 positioner med en gennemsnitlig størrelse på over 7 %. Det er vores håb og strategi, at vi i fremtiden kan blive endnu bedre til at slå til når unikke muligheder præsenterer sig selv. Samtidig med at vi har evnen til at vente og skrue ned for risikoen når de ikke gør.

Warren Buffet skrev i Berkshire Hathaways 1993 investor letter:

> *The strategy we adopted precludes our following standard diversification dogma. Many pundits would therefore say the strategy must be riskier than that employed by more conventional investors. We disagree. We believe that a policy of portfolio concentration may well decrease risk if it raises, as it should, both the intensity with which an investor thinks about a business and the comfort level he must feel with its economic characteristics before buying into it".*

David Einhorn fra Greenlight Capital forklarede deres porteføljekoncentration på følgende måde:

> *"We believe in constructing the portfolio so that we put our biggest amount of money in our highest conviction ideas, and then we view the other ideas relative to that. We find things that we think are exceptional only occasionally. So if we find something that is really set up, where we think its mispriced, where we have a good understanding of why its mispriced, where we think the mispricing is very large and the overall risk is very small, we take an outsized position to make sure we give ourselves the change to be well compensated for getting it right".*

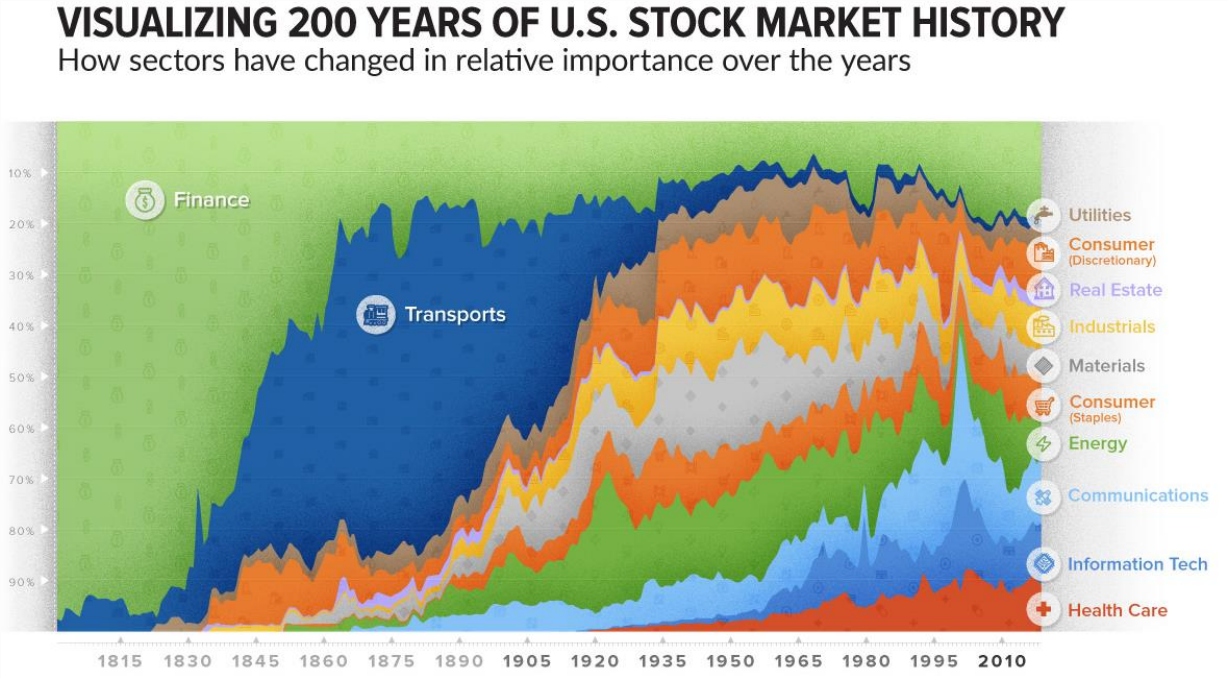
Det sidste citat vi vil bringe i dette nyhedsbrev kommer fra Bill Nygreen:

> *You can understand why many succumb to the pressure to hug the index, so to speak. But we believe if you go down the road of trying to make sure you'll never do much worse than the index, you're almost insuring that you'll never do well enough to justify your compensation as an active manager.*

Hvis Symmetry havde et mål om at sprede os over 40-50 aktier ville vores afkast stort set følge markedet. Vi ville ikke kunne forsvare at tage fees for vores arbejde. I det tilfælde kunne vi ligeså godt lade vores investorer investere i en passiv indexfond. Vi vil fortsætte med at finde exceptionelt gode ideer der kan skabe et merafkast til vores investorer over tid og tage store positioner i disse.

Aktiemarkedet over tid:

Jeg læste for nyligt en artikel der havde en meget spændende graf:



[1]

Den viser fordelingen af det amerikanske aktiemarked indenfor forskellige sektorer over tid. Som det kan ses var finanssektoren den største i mange år. Dette blev overtaget af transportsektoren (tog) igennem mange år. Herefter har der været en pæn fordeling over mange år med sundhed som den største trend. Man kan også tydeligt se IT-boblen.

Hvad grafen fortæller mig er at man som investor skal være tilpasningsparat hvis man vil have langsigtet succes. Det nytter ikke noget at låse sig fast på en enkelt branche eller enkelt trend for at have succes. Som vi skrev om i et tidligere nyhedsbrev. Vi mener ikke det er evnen til at indsamle data der gør en til en god investor. De fleste kan indsamle mange data korrekt. Det er evnen til at analysere dataene og styre sin egne følelser der er det vigtige.

Piteco SpA

Vi vil indenfor de næste 14 dage udsende en opdateret analyse på engelsk af Italienske Piteco som vi finder meget interessant ovenpå et virkelig godt årsregnskab fra selskabet.

[1] https://www.visualcapitalist.com/200-years-u-s-stock-market-sectors/

CPL Resources

Vi vil nedenfor komme med en kort introduktion til det irske selskab CPL Resources som Symmetry ejer aktier i. CPL Resources er noteret både i Irland og England. Størstedelen af likviditeten er dog i Irland. CPL Resources har mange af de karakteristika som vi kigger efter:

- Det er et ejerledet selskab med en kompetent hovedaktionær der også er stifter og CEO
- Selskabet har en fantastisk track-rekord. Både operationelt og i forhold til kapitalallokering.
- CPL har historisk været dygtige til at lave opkøb og integrere disse ordentligt.
- CPL befinder sig i en branche der har strukturel langsigtet vækst
- Aktien er meget billig

CPL Resources er et rekrutteringsselskab med base i Irland. De har kontorer over store dele af Europa med hovedfokus på det irske marked og derefter det britiske marked. CPL laver både permanent rekruttering og variabel rekruttering. Herudover sælger CPL forskellige træningsydelser, har en hastigt voksende CEO-search del mv.

Hvad der fanger vores opmærksomhed hos CPL er de langsigtede trends i samfundet samt selskabets performance og markedsposition. Selskabets finansielle performance blev senest illustreret ved deres halvårstal:

Half year highlights €'000s except where indicated	Half year ended 31-Dec-18	Half year ended 31-Dec-17	% change
Revenue	278,591	256,714	9%
Gross Profit	46,401	40,502	15%
Adjusted Operating profit*	11,590	9,343	24%
Adjusted Profit before tax*	11,479	9,666	19%
Operating profit	11,153	8,684	28%
Profit before tax	11,042	9,007	23%
Earnings per share	34.9 cent	26.4 cent	32%
Dividend per share	8.00 cent	6.35 cent	26%
Conversion ratio **			
Adjusted Operating profit	25.0%	23.1%	
Adjusted Profit before tax	24.7%	23.9%	
Operating profit	24.0%	21.4%	
Profit before tax	23.8%	22.2%	
Net fee income - Permanent	13,812	13,037	6%
Net fee income - Flexible Talent	32,589	27,465	19%
Permanent net fee income as a % of total gross profit	30%	32%	
Flexible Talent net fee income as a % of total gross profit	70%	68%	

CPL voksede omsætningen 9 % og overskuddet før skat med 23 %. Fordi CPL løbende tilbagekøber egne aktier i stor stil, steg EPS med 32 % YoY.

CPL lever godt af forskellige vedvarende trends:

1) Virksomhederne ønsker en mere variabel arbejdsstyrke
2) Hele GIG økonomien hvor flere og flere personer ønsker at være uafhængige konsulenter i stedet for fastansatte medarbejdere.

Studier viser at eksempelvis i USA vil 40 % af arbejdsstyrken i 2020 bestå af uafhængige konsulenter, vikarer mv. CPL fungerer som et bindeled mellem disse konsulenter og arbejdsgiverne.

CPL ledes af stifter og CEO Anne Heraty som stadig ejer 30 % af selskabet.

Herudover ejer bestyrelsesmedlem og business development director Paul Carroll ca. 6 % af selskabet. Insiderne spiser deres egen kage.

The following information was last updated on 30th August 2018: There are 27,172,153 Ordinary Shares of €0.10 each in issue.

Significant Shareholders	%
Significant Shareholders Anne Heraty	**%** 29.78%
Significant Shareholders Paul Carroll	**%** 5.94%
Significant Shareholders Polar Capital LLP	**%** 5.78%
Significant Shareholders Morgan Stanley	**%** 2.90%
Significant Shareholders Invesco Ltd.	**%** 3.7%
Significant Shareholders Schroder Investment Management Limited	**%** 3.6%
Significant Shareholders Praude Asset Management Limited	**%** 6.185%
Significant Shareholders Axxion S.A	**%** 4.49%

CPl har over en årrække på over 20 år vist en fremragende evne til at skabe værdi for dets aktionærer. Man skal have for øje at rekrutteringsbranchen normalt er cyklisk.



Det er værd at bemærke at CPL kun tabte 20 % af omsætningen fra 2008 til 2010 som det ses ovenfor. Man skal huske at den irske økonomi boblede fuldstændig over henover finanskrisen. At CPL allerede i 2012 igen var højere end 2008 viser styrken i forretningen. CPL leverer ikke kun stigende omsætning. De forstår at sende denne stigende omsætning videre til aktionærerne i form af øget indtjening pr. aktie. Hvor ovenstående graf viser de 10 år fra 2002 til 2012 viser nedenstående tabel de efterfølgende 10 år:

	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	Average
EPS	72	56,6	43,7	43,9	40,2	40,7	35	25,6	19,2	12,2	
Growth	27,2%	29,5%	-0,5%	9,2%	-1,2%	16,3%	36,7%	33,3%	57,4%		**23,1%**
Dividend	17	13,5	11,5	11	9,75	9,75	8,5	6,5	5	4	
Growth	25,9%	17,4%	4,5%	12,8%	0,0%	14,7%	30,8%	30,0%	25,0%		**17,9%**

Fra 2010 til 2019 har CPL leveret en gennemsnitlig årlig vækst i EPS på 23,1 % om året. Oveni denne EPS-vækst har man som aktionærer fået et udbytte på 2-3 % årligt, hvilket har givet et totalt aktionærafkast på +25 % om året. Udbyttet er i samme periode vokset med 17,9 % i snit om året.

2019 tallene er baseret på Symmetrys estimater på baggrund af deres rapporterede halvårstal samt guidance.

En af årsagerne til at CPL har skabt så massiv en vækst til aktionærerne har udover god operationel performance været ledelsens evne til at allokere kapital optimalt.

CPL har løbende lavet små bolt-on opkøb der er blevet købt til en attraktiv værdiansættelse og haft gode synergieffekter. Herudover har ledelsen i CPL formået at opkøbe egne aktier på tidspunkter hvor aktien har været meget billig.

Således købe CPL egne aktier for 20 mio. EUR for 3 EUR pr. aktie tilbage i 2012 via et tenderoffer. Dette tenderoffer reducerede det udestående antal aktier med 20 %, hvilket resulterende i en høj EPS-vækst i 2012 og 2013. CPL gentog kunststykket ved at købe egne aktier via tender offer for 25 mio. EUR i 6,75 pr. aktie i 2017. Dette tender-offer reducerede antal aktier med 12 % og medvirker til den høje EPS-vækst i 2018 og 2019.

Da aktien pt. er meget billig og selskabet har en høj kontantposition ser vi høj sandsynlighed for at selskabet laver endnu et attraktivt tender-offer når de rapporterer deres 2019 årsregnskab til september (regnskabsåret er 30/6).

Værdiansættelse:

Udover denne dygtige ledelse og gode track rekord er det mest attraktive for os ved CPL den lave værdiansættelse. CPL forventes at levere en EPS på ca. 0,72 EUR i 2019. Da aktien pt. handles i 6,9 svarer det til en P/E på 9,5. Det fortæller dog ikke hele sandheden. CPL havde pr. 31/12 en net cash position på 30 mio. Euro. Pr. 30/6 2019 forventes denne at vokse til ca. 38 mio. EUR eller ca. 1,5 EUR pr. aktie pr. aktie. Målt på en enterprise value handles aktien dermed til (6,95 - 1,5) / 0,72 = 7,6 i P/E.

En P/E på 7,6 mener vi er en meget billig værdiansættelse for et selskab af denne kvalitet. Da CPL samtidig samtidigt har +20 % af markedsværdien i kontanter og en track rekord med at lave attraktive tender offer ser vi stor sandsynlighed for at ledelsen igen vil udnytte den lave aktiekurs til at lave endnu et tenderoffer snart.

Det er samtidig værd at bemærke at den nuværende indtjening ikke vurderes at være overnormal høj eller en cyklisk top. EBIT-marginen forventes i år at ende på ca. 4,2 % mod 7-8 % opnået under den tidligere top i 2017-2008. Dette er samtidig kun marginalt over de 3,4-3,6 % marginen har lagt på over de sidste par år. Den billige værdiansættelse kan dermed ikke forklares ved at indtjeningen er overnormal høj. Målt over de sidste 20 år er ”middelmarginen ca. 3,8 %”. Anvender man denne, betyder det at selskabets ”middel EPS” bør være omkring 0,65. Dette giver stadig en P/EV på 8,4.

Alt i alt ser vi CPL Resources som en attraktiv investeringcase pt. hvilket er grunden til at Symmetry Invest A/S ejer aktier i selskabet.