

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

Nyhedsbrev

1. kvartal 2020

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 at det 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 (FAIF) 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 "jeg" forstået som Andreas Aaen.

Nyhedsbrev

2020 har vist sig at være den vildeste periode i Symmetrys historie. Jeg havde oprindeligt planlagt et andet tema for dette nyhedsbrev, men besluttede at skrive en opdatering på Corona-situationen i stedet.

Q1 2020:

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	4,5	-2,4	6,3	0,5	-7,1	5,8	0,3	10,0	2,5	44,4	73,3
2020	2,0	-4,1	-37,2	22,6									-24,7	72,8

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

	2020	Total	IRR
Symmetry	-24,7 %	143,1 %	13,0 %
MSCI ACWI	-12,6 %	47,8 %	5,5 %
Stoxx 600	-18,0 %	18,6 %	2,4 %

Symmetry klarede sig fornuftigt igennem januar + februar men blev slagtet i løbet af marts måned. Vi har hentet en del tilbage i april, men har stadig en lang og hårdt kamp tilbage. Som jeg nævnte i vores månedsrapportering for marts var det for tidligt at drage konklusioner på corona-krisen. Nu er der gået længere tid, vi har set hvordan positionerne har endt op og vi kan se tilbage og drage flere konklusioner.

Vores indgang til marts 2020:

En første væsentlig faktor er hvilke handlemuligheder Symmetry har og hvilke evner vi har. Vi er en long/short fund med en nettoeksponering på 40-80 %. Vi er ikke makroeksperter som George Soros / Stanley Druckenmiller, vi kan heller ikke lave 10.000 % afkast på 14 dage på credit-default-swaps som Bill Ackman. Det vi kan er at analysere forretningsmodeller, foretage værdiansættelser og evaluere ledelser. Især indenfor small- og midcap segmentet. Det er vores fundament og det vi støtter os til. Både i medgang og modgang.

Som vi skrev flere gange henover efteråret 2019 og i starten af 2020 blev vi mere forsigtige på markedet. Ikke kun illustreret i ord, men også ved at vi kørte en lavere bruttoeksponering i den periode end normalt. Når vi som nævnt ikke er eksperter i makro-trades eller indenfor optioner/credit default swaps etc. er vores muligheder derfor ret enkle. For at beskytte os mest muligt må vi reducere nettoeksponeringen og/eller købe andre forsikringsinstrumenter / hedges vi mener at vi kan forstå.

I løbet af januar og starten af februar kunne vi se at markedet generelt var meget bullish, vi kunne se corona-problemerne i Kina og hele Wework skandalen gav samtidig problemer i Private Equity / IPO land. Så hvad gjorde vi i praksis for at beskytte os?

1) Vi nedbragte vores netto- og bruttoeksponering. I løbet af januar og indtil start marts opererede vi med 50-75 % nettoeksponering og i gennemsnit omkring 60 %. Dette var lavere end i 2018 og 2019 hvor vi lå på 74 % i snit. Samtidig kørte vi med betydelig lavere bruttoeksponering end vi havde gjort historisk. Selvom det ikke kan ses af vores resultater var dette meget vigtigt. Havde vi fastholdt vores højere brutto- og nettoeksponering havde det gået helt galt for os.

2) Vi købte forskellige hedges der skulle beskytte mod kurstab. Dette primært produkter/derivater indenfor commodities/credit med historisk negativ korrelation til markedet.

3) Vi gennemgik vores portefølje grundigt for at være sikre på at vi ikke ejede aktier med direkte eksponering mod corona-problemerne. Vi ejede ikke flyselskaber, restauranter eller hoteller for at tage nogle eksempler. Vi sørgede for ikke at have selskaber med stor gæld eller være midt i en turn-around etc.

Alt i alt syntes vi at vi stod godt rustet ved indgangen af marts og havde taget de rigtige tiltag i brug.

Det så ud til at virke:

Vores strategi så faktisk ud til at virke. I løbet af januar + februar fortsatte vi med at skabe alpha på begge sider og vi var godt beskyttet mod markedets generelle kurstab. Ultimo februar havde vi tabt 2,2 % mens resten af markedet var nede med 9-10 %. Vores hedges virkede og vores lange positioner klarede sig godt og virkede defensive.

Marts 2020:

Og så kom marts 2020 og alt blev vendt på hovedet for os.

1) Smallcap bias

Den ene faktor der forstærkede vores negative afkast var vores bias mod small-cap aktier. Dette er ikke noget nyt. Small-cap aktier underperformer altid under negative perioder på markedet. Denne faktor havde vi således regnet med. På nogle dage faldt vores aktier slet ikke. Andre dage faldt de 10-20 %.

2) Short-term bias

En anden faktor vi undervurderede var hvor kortsigtede markedet er i krisetider. Som vi nævnte tidligere havde vi sørget for at Symmetry ingen direkte eksponering havde mod corona-aktier såsom flyselskaber, restauranter, hoteller osv. Hvad vi undervurderede var hvor negativt markedet også endte med at se på selskaber hvor corona kun ville give meget kortsigtede problemer.

Kambi er et eksempel herpå. Kambi har selvfølgelig en lavere indtjening i de 3-6 måneder der ikke er sport i fjernsynet. Men i og med at al sport vil være oppe at køre igen omkring september (nok uden tilskuere, hvilket er irrelevant for Kambi) er der tale om 6 måneder med lavere indtjening. Fjerner vi 6 måneders indtjening fra vores model ville det koste 5-10 % på kursen for Kambi. Aktien faldt fra 160 til 60 SEK. Dvs. et fald på 63 %. Investorerne fokuserer udelukkende på indtjeningen de næste 3 måneder, på trods af at balancen var god og fremtidsudsigterne gode. Det har efterfølgende vist sig at vi havde ret, i og med at aktien er tilbage til kurs 130. Men havde vi forudset hvordan øvrige aktionærer ville agere, kunne vi have reduceret i aktien for at købe tilbage langt billigere.

Quartix er lidt i samme båd. Selskabets salg af nye abonnementer vil falde lidt samtidig med at selskabets "churn" på eksisterende kunder vil være højere. Men Quartix vil stadig vokse antallet af abonnenter kraftigt i 2020. Måske vil væksten i 2020 kun blive 5 % i stedet for 15 %. Quartix aktien faldt fra 420 til 240 eller ca. 43 %. Inklusiv et fald i GBP var faldet for os 50 %. Selskabet har ingen gæld og en del kontanter. De har mange muligheder for at hjælpe deres kunder igennem en hård tid osv. hvilket styrker QTX på lang sigt. Samtidig har flere af deres konkurrenter det rigtigt svært pt., hvilket styrker Quartix langsigtede potentiale. In April Quartix disclosed that the corona-impact had only been minor so far, and the stock have go to 300p again.

3) Når hedges ikke hedger

Et større problem for os var at vi havde nogle hedges der ikke virkede. Derivater rettet mod råvarer/kredit mv. som normalt er negativt korrelereret mod aktiemarkedet endte med at koste os penge. Disse har virket som gode hedges historisk for os. Problemet i marts var det samme andre også oplevede. Selv obligationer og andre "sikre havne" endte med at falde i værdi. Alle ville have kontanter og solgte alt de kunne sælge for at skaffe kontanter. Alle aktiver faldt derfor, også sikre aktiver. Når en kontrakt der skal give os 3-4 % positivt afkast ender med i stedet at koste os 2-3 % negativt afkast rammer det os hårdt. Disse hedges har allerede stabiliseret sig igen i april måned og hjulpet vores afkast. Vi vil gå nøje igennem vores hedges for at sikre os de virkelig har en negativ korrelation mod markedet i alle scenarier.

Det er vigtigt at notere at når vi snakker hedges her mener vi ikke vores single-shorts. Disse single shorts virkede fuldstændig efter planen. Vi tjente mange penge her, lavede positiv alpha og gjorde det godt. Når vi snakker hedges er det finansielle kontrakter vi anvender i mere begrænset omfang for at beskytte os i endnu højere grad end hvad vi får fra vores single shorts.

4) Valutakurser

Vi har altid ment at valutakurser udligner sig over tid. Og at det derfor ikke er værd at hedge disse. Det er for så vidt stadig rigtigt at de udligner sig over tid. Men jeg er mere overbevist om at det godt kan betale sig at hedge i hvert fald en del af denne risiko. Her taler jeg ikke om eksempelvis USD som normalt stiger i krisetider. Det er Især valuta som SEK, NOK, GBP + emerging markets som altid klarer sig dårligt når der er krise. Da Symmetry ligger i disse valutaer har vi konstant nogle latente tab liggende der forstærker nedture. I sig selv gør det måske ikke så meget og udligner sig over tid. Men det man glemmer er den tabte mulighed der opstår, den såkaldte opportunity cost. Det er netop når der er kriser man har brug for ekstra midler at investere for. Hvis man som Symmetry har 5-6 % valutakurstab oveni ens andre tab mister man en stor del af

disse alternative muligheder. Vi har derfor påbegyndt nogle valuta-hedges og vil løbende udbygge disse.

5) Hedge-fund hotels

En ting vi vil holde bedre øje med i fremtiden er at undgå såkaldte ”hedge-fund-hotel” aktier. Det er en svær øvelse, der kræver at man både identificerer hvem de øvrige ejere af ens aktier er. Men også hvilken situation disse ejere er i. Disse aktier faldt markant i løbet af marts. Ikke fordi selskaberne var dårlige investeringer. Men fordi andre investorer måtte tvangssælge deres poster på grund af redemptions og nedbringelse af gearing. Sålænge selskaberne er gode skal de nok komme tilbage igen, men på kort sigt giver det Symmetry tab. Det giver os større volatilitet og koster os alternative muligheder. Læren er derfor ikke at undgå disse aktier men være mere forsigtig med eksponering / allokering til dem.

Hvordan taklede vi situation?

Jeg er ret stolt af måden situationen blev taklet på. Det er en svær/vild situation at stå i når man ser markedet og ens aktier styrtdykke imens der kun er dårlige nyheder omkring en. Som vi nævnte valgte vi allerede inden marts at reducere brutto- og nettoeksponeringen. Dette gjorde at vi i løbet af måneden havde et stort manøvrerum til at ændre ting.

En af de ting vi gjorde midtvejs var at købe en lille smule i udvalgte cases vi mente havde fået for mange tæsk. Samtidig lukkede vi shorts i de cases hvor tingene havde udspillet sig. På den måde fik vi taget lidt ekstra nettorisiko på uden at øge vores brutto. Dette har hjulpet i det efterfølgende bullmarked hvor vi løbende har kunnet reducere risiko igen i takt med at markedet er steget meget.

En anden del er det psykologiske aspekt. Her er jeg også glad for udfaldet. Jeg syntes ikke jeg oplevede søvnproblemer, øget stressniveau ellers lignende. Selvfølgelig får man et kortvarigt ”chok” når man ser porteføljen dykke 10 % på en enkelt dag etc. men det var altid kortvarigt og jeg viste hurtigt hvad jeg skulle gøre i situationen. I og med at vores kontor fra ca. midt marts var lukket ned måtte jeg også arbejde hjemmefra mens min kone og 3 børn var hjemme. Dette fungerede også fornuftigt.

En stor fordel for os er at vi kender vores aktier rigtig godt. Samt at vi har en fantastisk følelse for de mennesker der driver selskaberne. Dette gjorde at jeg var rigtig tryg ved de selskaber vi ejer og ikke gik i panik bare fordi kurserne faldt. Hvis man ikke kender de ting man ejer grundigt, hvil man ofte gå i panik når kurserne falder og sælge på bunden.

En anden del var vores observationsliste. Som tidligere nævnt bruger vi løbende meget tid på at researche gode selskaber som vi ikke vil eje pga. en for dyr værdiansættelse. Mange af de selskaber vi tidligere havde researchet men afvist på grund af værdiansættelsen endte nu med at blive billige og dermed købsmodne. Vi stod derfor ikke i en situation hvor vi midt i en krise skulle lave en stor del indledende research. Vi kunne bruge tiden på at opdatere eksisterende research og vælge mellem de bedste ideer.

Det var også en periode hvor man virkelig fik testet work / life balancen. Der var perioder hvor det gav mening at være aktiv i markedet, snakke med folk i branchen, fokusere på detaljerne og opdatere vores research. Og der var andre perioder hvor det var bedre at trække frisk luft, tage en tur med børnene på legepladsen osv. Konstant at kunne skifte mellem at være laserfokuseret på det man skal og kunne lade batterierne op og koble af har været virkelig sundt.

Nogle af jer kan nok tænke: ”ja-ja, det skal Andreas jo sige”. Men jeg er 99 % sikker på at min kone ville give mig ret også. Situationen er meget anderledes end i 2018 hvor jeg oplevede vores ”mini-krise” depressivt. En stor del af det skyldes også at 2018 skyldes fejl fra min side. I denne her krise har vi gjort det meste rigtigt og taklet situationen rigtigt. Når man følger man gør tingene rigtigt og gør alt hvad man kan har man ikke grund til at være negativ. Selvfølgelig vil vi hellere have positive resultater. Men vi ved det går op og ned i denne branche.

Den anden ting jeg føler vi gjorde rigtigt var den løbende kommunikation med jer investorer. I må meget gerne som investorer korrigere mig her hvis jeg tager fejl. Vi har altid sagt vi ikke kan love nogle bestemte afkast til jer. Men vi kan love altid at være åbne og ærlige samt at være i samme båd. At være i samme båd er fordi alle mine penge er placeret sammen med investorernes. I løbet af marts udsendte vi 2 løbende opdateringer hvor vi beskrev situationen, hvordan vores afkast var og hvad vi gjorde løbende. Vi beskrev ikke kun vores generelle overblik, men også hvordan vi så enkelte aktier, hvad vi købte op i og hvad vi ikke kunne lide i denne situation. Den opbakning vi har fået fra jer investorer er også imponerende. Vi har ikke haft en eneste investor der har trukket penge ud i 2020. I stedet har vi oplevet både nye og eksisterende investorer der har set kursfaldene som en god mulighed til at tegne ekstra aktier i Symmetry.

Fremover:

Vi er i en position hvor vi kan arbejde videre herfra. Vi står ikke i en svag position eller er sendt permanent ned. Vi har pt. en lav bruttoeksponering og dermed masser af kapital til rådighed. Vi er forholdsvis spredt på mange positioner, vi har dermed ikke specifik koncentration mod enkelte større positioner. Vi har en mere likvid portefølje pt. og kan hurtigere justere os. Samtidig er vi

stadig i en position hvor vi har gode historiske afkast. Vores historiske afkast på omkring 13 % over en 7-årig periode er stadig markant højere end det generelle marked der har leveret 2,4-5,5 % over den samme 7-årige periode. Vi ved at det danske C20 indeks (som består af medicial, medtech osv.) samt Nasdaq (der består af store tech selskaber) har performet langt bedre end de 2,4-5,5 % vores benchmark har. På kort sigt giver det ikke mening at sammenligne Symmetrys strategi med danske C20 aktier eller store tech-aktier i Nasdaq. Vi mener derfor stadig det er mest fair at sammenligne vores afkast med eksempelvis Euro Stoxx 600 som har lavet et årligt afkast på 2,4 % siden Symmetry blev stiftet. Men når det er sagt skal Symmetry selvfølgelig levere konkurrencedygtige afkast uanset hvad man sammenligner os med. Hvis investorerne i Symmetry over tid kan få et bedre afkast ved at købe C20 eller Nasdaq ETF i stedet for at købe Symmetry bliver vores produkt irrelevant. Vores 13 % historiske afkast står stadig fint i den sammenhæng og vi forventer også over tid at kunne slå både C20 indekset og Nasdaq.

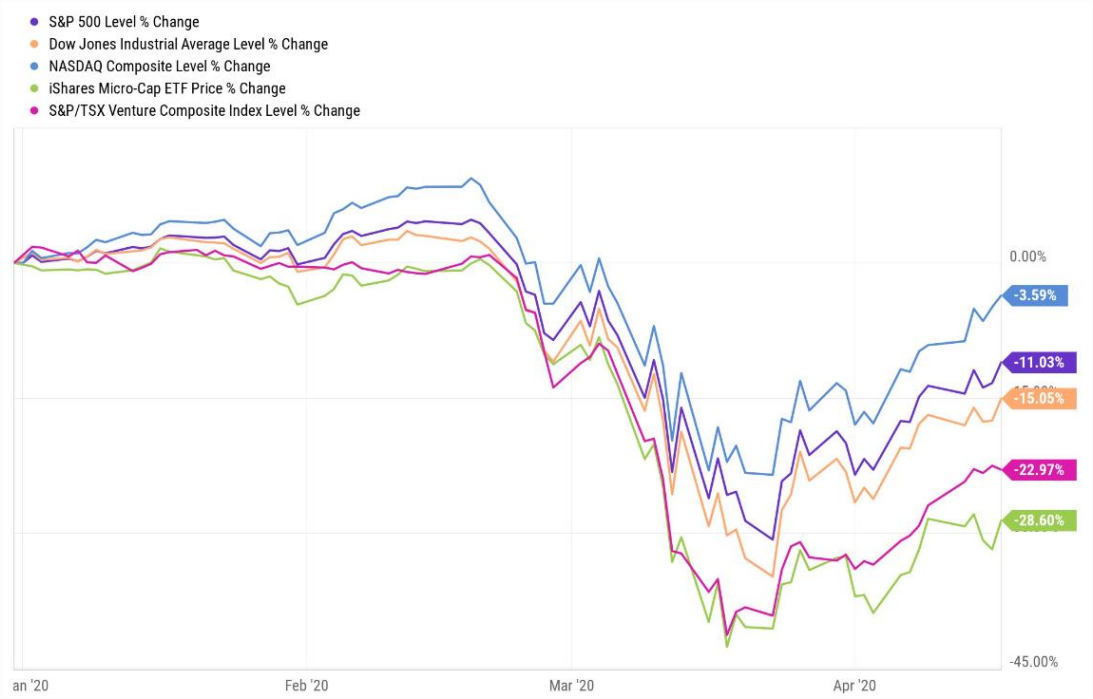
Man skal ikke ændre sin strategi eller gøre noget radikalt forskelligt. Vores strategi har vist sig at virke historisk. Men som jeg har skrevet mange gange skal man altid lære af sine fejl og justere ind efter hvad der virker, mens man fjerner det der ikke virker. Som vi har skrevet i dette brev var der klart ting der ikke virkede ordentligt i marts. Disse ting tager vi med i overvejelserne for hvordan vi skal positionere os fremadrettet. Vi skal nok hedge lidt mere valutarisiko væk. Vi skal nok være lidt mere opmærksom på hvilke hedges vi tager på. Vi skal prøve at overvåge ejerstrukturen i vores selskaber bedre osv. Der er mange småting vi kan regulere ind for at gøre Symmetry endnu bedre. Symmetry har eksisteret i 7 år og skal eksistere i de næste 50 år. Hver eneste lille forbedring vi kan lave vil gavne vores fremtid.

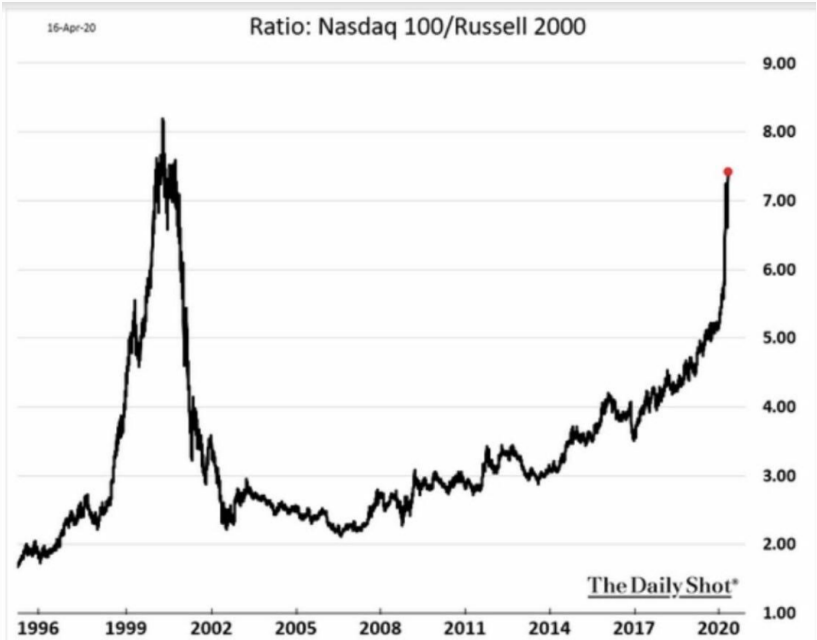
Vi er stadig meget optimistiske på vores aktier. Selvom vi er nervøse for den situation verden er i pt. samt hvordan tingene udvikler sig. Der er ikke noget der kan skjules. Hvis verden fortsætter i et langsigtet lockdown har vi også en mindre del af vores portefølje der vil få problemer. Fortsætter verden med et +12 måneder lockdown og en langsigtet recession osv. er der ingen aktier der går fri. Heller ikke vores aktier.

Men vi kan også se en fantastisk fremtid på den anden side af denne krise. Vi aner ikke hvor lang tid krisen varer ved. Men de bedste opture på aktiemarkedet og for økonomien er ofte når de skal arbejde sig ud af en krise.

Nedenfor er vist en oversigt over hvordan nogle af de forskellige index har klaret sig i år. Det viser godt hvorfor jeg stadig finder mange muligheder i markedet. Mens Nasdaq indekset der

indeholder de største amerikanske tech-aktier har klaret sig godt i år hænger small-cap indexet markeret med grøn stadig langt efter.





Mange analyser viser at det bedste sted at være investeret efter en kris i markedet er i value-baseret small-cap.



Source: Ibbotson Associates

Vi har vedhæftet et længere skrive omkring dette emne. Men som man kan se ovenfor har small-cap outperformet markant på både 1,3, 5 og 10 års sigt efter hver eneste periode med stor underperformance. Det er fuldstændig den samme situation vi står i nu. Vi har set small-cap klare sig markant dårligere end large cap indtil videre i 2020. Men som illustreret på grafen overfor. Historisk har det også været den bedste mulighed til at skabe langsigtede stærke afkast efterfølgende.

Volatilitet

Det sidste emne jeg vil berøre er volatilitet. Det er et emne jeg har omtalt sporadisk tidligere. Men i den nuværende situation er det blevet endnu mere relevant.

Det er vores klare holdning at volatilitet intet viser om risiko. Risiko er for os chancen for at få permanente kapitaltab. At en aktie svinger i værdi over tid gør den for os ikke mere risikofyldt.

Samtidig skal man huske at det er volatile markeder der giver dygtige forvaltere muligheden for at outperforme. Hvis markedet steg en lille smule hver eneste dag året rundt og gav et stabilt 6-8 %

årligt afkast ville det være meget vanskeligt for investorer som os at slå markedet. Alle ville så og sige få det samme afkast. Men fordi der er store udsving har vi en mulighed for konstant at udnytte disse til vores fordel. Både fordi vi kan agere rationelt hvor andre agerer panisk, men også fordi vi qua vores langsigtede strategi og stabile investorbase er "ligeglade" med næste måneds afkast. Vi er selvfølgelig aldrig ligeglade med vores afkast. Men fordi det bekymrer os meget lidt hvad en aktie gør den næste måned kan vi fokusere på hvor en aktie skal være henne om 1 år eller 2 år. Det gør at vi kan købe langsigtede vinderaktier fra andre investorer der ikke er ligeglad med hvad en aktie gør på kort sigt.

Samtidig er rigtig mange af de øvrige "low-volatility" produkter investorer kan købe rundt omkring efter min mening en ren illusion. De fleste af disse produkter er kendetegnet med at man ikke skal lave løbende "mark-to-market" på sine aktiver, men i stedet kan anvende "kostpris" eller bruge "mark-to-model".

Et godt eksempel er i Private Equity (PE) og Venture Capital (VC) markedet. Her har investorer en "lock-up" af deres kapital i flere år. Og fordi aktierne ikke handles på et åbent marked er det op til PE og VC-fondene selv at værdiansætte deres aktier løbende. Derfor ser man ofte disse fonde levere forholdsvis stabile afkast, hvilket i høj grad tiltaler pensionskasser, forsikringsselskaber osv. der ikke kan få høje stabile afkast på deres obligationer. Men disse stabile afkast er en ren illusion. Hvis investorerne havde mulighed for at kalde deres penge retur med 10 dages varsel vil mange af de her fonde ikke kunne realisere deres aktiver i nærheden af de priser de holder dem til i porteføljerne. Det giver mening. VC-fonde investerer ofte i høj-vækst, underskudsgivende selskaber. Hvis man ser på sådanne selskaber på børsen falder de ofte kraftigt i værdi under kriser. PE-fonde gearer deres investeringer til skorstenen. I kan selv regne på hvilken volatilitet en gearet investering i S&P indekset har.

Jeg så det også hos en Londonbaseret fond jeg læste om (jeg kan desværre ikke huske navnet eller hvor jeg læste det ☹). Denne fund levede af at lave private usikrede lån til børsnoterede selskaber. I og med at der ikke var et marked for disse lån var det op til fonden selv at værdiansætte dem. Men mange af de selskaber de lånte til havde sikrede obligationer der blev handlet på børsen. Ligesom deres aktier blev handlet. Jeg har vist hvordan det kunne se ud nedenfor:

Instrument	Return	Risk	Valuation
Equity	-50%	Equity	Mark-to-market
Private loan	-3%	Unsecured	Mark-to-model
Listed bond	-15%	Secued	Mark-to-market

Jeg har ikke afkastdata fra de enkelte selskaber osv. så ovenstående er rent illustrativt. Men det var nok ca. sådan det fungerede. Det selskab de havde lånt penge til faldt voldsomt i værdi på børsen. Deres obligationer som kom først i kreditorrækkefølgen faldt måske 15 %. Mens det private lån

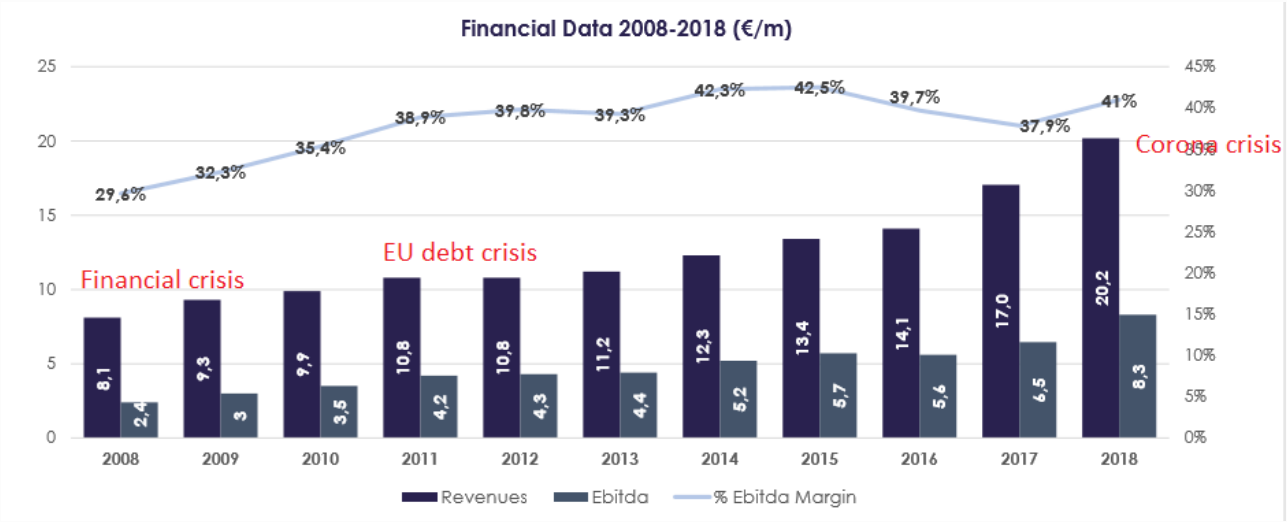
som alt andet lige er mere risikabelt end den sikrede obligation kun skulle markeres ned ifht. en intern risikomodel. Samtidig ville den pågældende fond helt sikkert ikke kunne realisere disse aktiver til dagskurs i et ustabilt marked hvorved de ville være nødt til at have lang lock-up fra deres investorer eller mulighed for at lukke af for redemption. Det er vigtigt at sige at den pågældende fond ikke gjorde noget ulovligt (af hvad vi ved af), men anvendte de gældende regnskabsregler der findes. Eksemplet er lavet for at illustrere at man skal være meget varsom med at se på volatilitet i produkter der ikke bliver aktivt handlet.

Det samme gælder reelt for ejendomme osv. Jeg hører tit fra investorer der siger: ”jeg vil hellere købe en udlejningsejendom, det giver et sikkert årligt afkast uden udsving”. Men gør det reelt også det?

En ejendom bliver typisk købt til lad os sige 4-5 % afkast, bliver så belånt med 80 % gæld til 3 % i rente og investoren kan få et afkast på 5-7 % netto. Dejlige pengestrømme så længe du har stabile lejere. Men hvad hvis du har købt ejendommen til 1.000 $ pr. kvadratmeter og der kommer en nedgang i ejendomsmarkedet og naboejendommen bliver sat til salg til 900 $ pr. kvadratmeter. Alt andet lige vil din ejendom nok også blive 100 $ mindre værd. Men fordi du har belånt ejendommen 80 % svarer det til at du har tabt 50 % af din formue. Du kan jo reelt være ligeglad så længe din lejer stadig betaler. Men hvad hvis du ikke kan genudleje på samme vilkår? Eller hvis du bliver nødt til at sælge ejendommen? Du har samme volatilitet på ejendommen. Hver dag bevæger en ejendoms pris sig og pga. gearingen påvirker det dig x5. Bare fordi du ikke får ejendommen vurderet løbende betyder det ikke værdien er konstant.

Min pointe er ikke at de 3 nævnte investeringer er dårlige. Flere af dem kan være gode investeringer. Jeg har selv været investeret i en kreditfond tidligere. Jeg ejer i dag en ejendom og har endda også en mindre investering i en venturefond. Så jeg er selv eksponeret mod disse investeringer. Min pointe er blot at de dejlige stabile afkast du tror du får fra disse investeringer er en illusion. Du ser dem blot ikke på grund af regnskabsmetoder.

Hvad vi ser på en af vores største investeringer, italienske Piteco. SpA:



Piteco voksede omsætningen i 2008/2009 under finanskrisen. De voksede omsætning i 2011/2012 under gældskrisen. Nu kan det ikke ses af grafen men omsætningen i 2019 voksede igen 20 % YoY. På selskabets seneste conference call fortalte Marco Podini at de stadig forventer vækst igen i 2020. På trods af at Piteco har hovedkvarter i Norditalien samt 80 % af omsætningen kommer fra Italien. Samtidig har Piteco et stabilt voksende udbytte der har givet 2-4 % årligt. De ligger midt i epicentret for corona-krisen men bliver stort set ikke påvirket.

Hvis det ikke er stabilitet hvad er så?

Men hvad så med aktiekursen?



På trods af at Pitecos omsætning og indtjening vokser stabilt år efter år og selskabet giver et stabilt udbytte afspejles denne stabilitet ikke i aktiekursen. Her er der stor volatilitet. Men er denne volatilitet et tegn på risiko? Ikke efter vores mening. Symmetry har ejet Piteco siden 2017. Vi har løbende kunnet bruge kursfald til at købe mere op i aktien samt sælge en lille smule når aktien er steget for meget. Vi har dermed brugt udsvingene til at skabe merafkast fra aktien, på toppen af den underliggende vækst i selskabet.

Når vi rapporterer månedlige afkast til jer afspejler resultaterne de månedlige udsving i de underliggende aktier såsom Piteco. Det er op til jer som investorer at vurdere om i mener den ekstra volatilitet er et udtryk for ekstra risiko i Symmetry. Eller om det er et "nødvendigt onde" vi bruger til vores fordel ifht. at slå markedet markant over tid. Som i nok kan regne ud er min holdning det sidste.

Vi håber i alle passer på jer selv og jeres nærmeste i disse tider.

Med venlig hilsen

Andreas Aaen