symmetry
Investering i balance

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



Nyhedsbrev

2. 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 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

Vi vil i nyhedsbrevet gennemgå short selling og hvordan det fungerer for os i praksis ved 2 cases der lige har spillet ud. Samtidig vil vi gennemgå vigtigheden af en investors evne til at kunne skifte holdning.

Q2 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	4,5	-2,4	6,3							29,3	78,0

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	29,3%	189,3%	18,3%
MSCI ACWI	14,6%	56,5%	7,3%
Stoxx 600	14,0%	33,7%	4,7%

Symmetry har fortsat de gode takter fra Q1 ind i Q2. Vi har nu lagt markant afstand til markedet i 2019. Som vi altid har nævnt uanset om det går godt eller dårligt for os mener vi ikke kursudviklingen indenfor nogle få måneder siger meget om vores evner til at slå markedet. Til

gengæld mener vi vores langsigtede afkast siden stiftelsen fortæller en hel del. Et gennemsnitlig IRR efter omkostninger og fees på 18,3 % (+20% brutto) sammenlignet med markedets 5-8 %.

Det bedste ved vores afkast i 2019 er at de ikke er trukket af en enkelt eller to investeringer. Alt vi har lavet har virket godt. Vi har kun haft 2 aktier vi har tabt penge på i år. Flere af vores aktier er steget markant. Vi har samtidigt leveret høj alpha på short siden. Når tingene går op i en højere enhed giver det flotte afkast. Lad os håbe det fortsætter.

Short selling i praksis:

Vi bliver ofte spurgt hvorfor vi anvender short selling og hvordan vi gør det. De fleste almindelige investorer har en forudindtaget holdning om at short sælgere er onde mennesker der smadrer deres elskede aktier. Intet kunne være mere forkert. Short sælgere spiller en vigtig rolle i markedet. De tager toppen af de værste bobler og hjælper myndighederne med at opdage svindelselskaber mv. På den måde sikrer de også at uærlige chefer får sværere ved at berige sig selv på andres bekostning.

Hos Symmetry begyndte vi i 2016 at foretage shortselling af individuelle aktier. Før da var vores shorts primært via indeks. Vores afkast på short selling har i disse 4 år været således:

	Short	Marked	Short Alpha
2019	-5,3%	-14,6%	9,3%
2018	11,0%	9,5%	1,5%
2017	-12,9%	-17,5%	4,6%
2016	-5,9%	-6,5%	0,6%
Middel	-3,3%	-7,3%	4,0%

Vi er meget stolte af denne performance. Vi har slået markedet på short siden 4 år i træk nu. Noget de fleste investorer har utroligt svært ved. Det bør samtidig nævnes at vores benchmark her er MSCI World. Men i og med at størstedelen af vores shorts historisk har været i USA kan man med rette mene at S&P 500 eller Russell 2000 ville have været et bedre benchmark. I så fald havde vores merafkast til markedet endda været meget større.

Så hvad er det der virker for os på short siden?

1) Vi har en god risikospredning. Det betyder at ingen short udgør en betydelig andel af vores AUM. Det gør at vi har råd til at shorts går imod os uden vi bliver tvunget til at lukke.

2) Vi har været gode til at tage vores tab. På short siden har man ofte flere tab end vindere. Man skal derfor være ufatteligt hurtig til at tage sine tab når man ens case ikke længere holder.
3) Vi har været gode til at finde accounting frauds og earnings misses der har fungeret som event drevne short i et stigende marked.

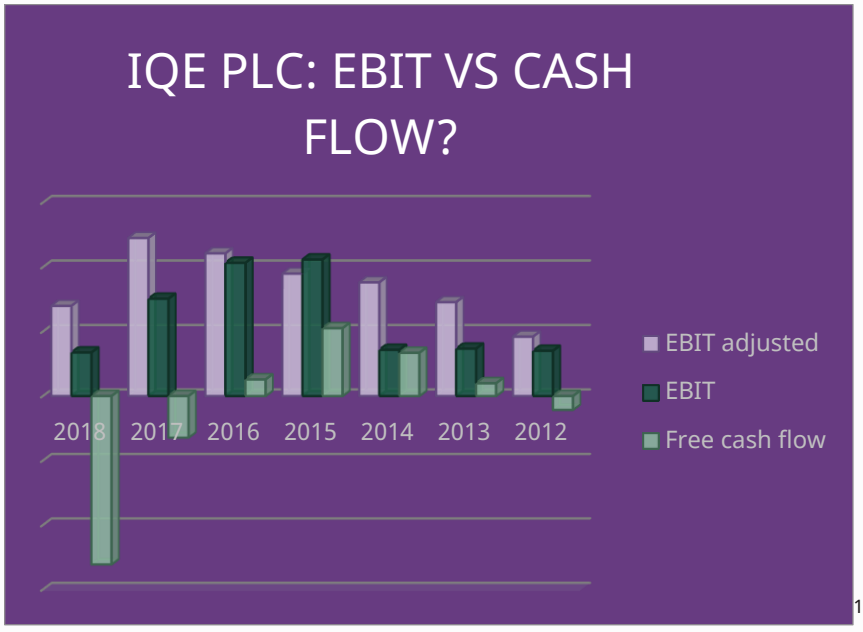
I juni 2019 havde vi en super måned på short siden. Vi vil nedenfor beskrive to konkrete eksempler på aktier vi har shortet der nu har spillet sig ud nu (disclaimer: vi er stadig short IQE men ikke EROS):

Den første er IQE Plc. fra UK. IQE sælger Semiconductors. Det er en commodity forretning med lave afkast på den investerede kapital. Semiconductors var inde i et ekstremt bullmarked med underkapacitet fra 2015-2017 hvilket gav en god gevinst for IQE. Samtidig anvendte ledelsen nogle meget aggressive regnskabsmetoder til at pumpe tallene op. Det gjorde at de kunne foretage en emission til en høj valuation og insiderne kunne dumpe deres aktier til en skyhøj kurs.



Vi shortede IQE ad 2 omgange i 2017 som det ses af de røde cirkler ovenfor. Vi blev først interesserede i IQE i sommeren 2017 da de kom med deres regnskab for 2016. Den ene ting var at vi mente sektoren var overvurderet. Den anden ting var at selskabets regnskaber begyndte at se underlige ud. Selskabets adjusted EBIT steg pænt ifht. 2015 men den reelle EBIT faldt. Samtidig faldt det frie cash flow markant. Over de næste 12 måneder blev vores tålmodighed i den grad testet. Vores gennemsnitskurs var ca. 100 pr. aktie men aktien steg til over 160p pr. aktie hvilket gav os et tab på +60 % på positionen. Vi begyndte dog langsomt at få ret i vores analyse. Da 2017 regnskabet kom viste den samme tendens. Stigning i adjusted EBIT og fald i reel EBIT. Det der virkelig gjorde udslaget for os her var at det frie cash flow endte med at være negativt. I 2018 eskalerede selskabets problemer. Både adjusted og reel EBIT faldt i forhold til 2017 som følge af en markant nedjustering. Selskabets frie cash flow endte med at være negativt svarende til 2x positiv EBIT. Her i 2019 er problemerne så fortsat for IQE med en betydelig profit warning. Vi tror IQE løber ind i massive cash-flow problemer indenfor de kommende år hvilket vil tvinge selskabet til massive nedskæringer eller en større emission. Selvom vi har et afkast på 40-50 % pt. forventer vi derfor yderligere nedgang for IQE.

Vi har nedenfor vist den rapporede EBIT og adjusted EBIT og sammenlignet med free cash flow for IQE siden 2012. De fleste vil nok være enige med os i at noget ser forkert ud?

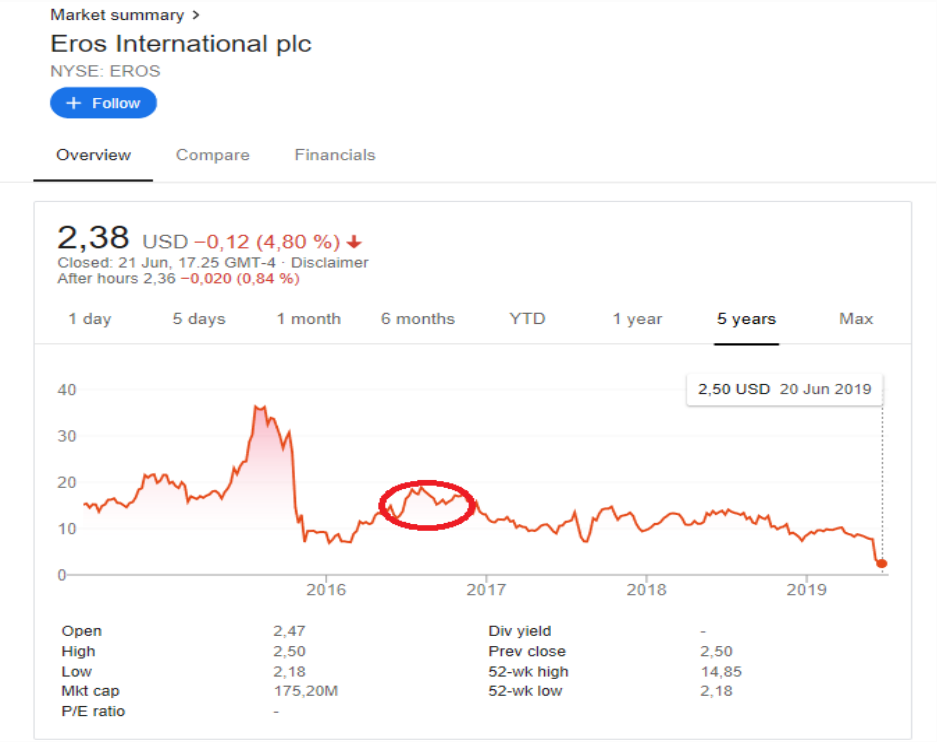


[1]

[1] Udarbejdet af Symmetry på baggrund af LSE filings fra IQE

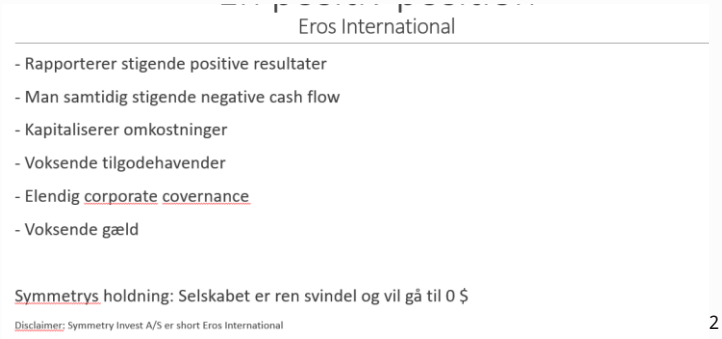
Data er ej reviderede tal og kan derfor være behæftet med usikkerhed. Tallene stammer fra udtræk fra Symmetrys depotbanker mv. og det er vores bedste overbevisning at de repræsenterer faktuelt korrekte tal. Afkastdata og indre værdi revideres en gang årligt af selskabets revisor ultimo året.

Den anden aktie vi har haft held med at shorte er EROS International:



Som det kan ses ovenfor har vores short i EROS på mange måder mindet om IQE: En lang periode på ca. 3 år fra vi åbnede vores short til at vores investeringscase udspillede sig. Aktien er nu i 2,4 $ mod de ca. 15 $ vi shortede aktien i.

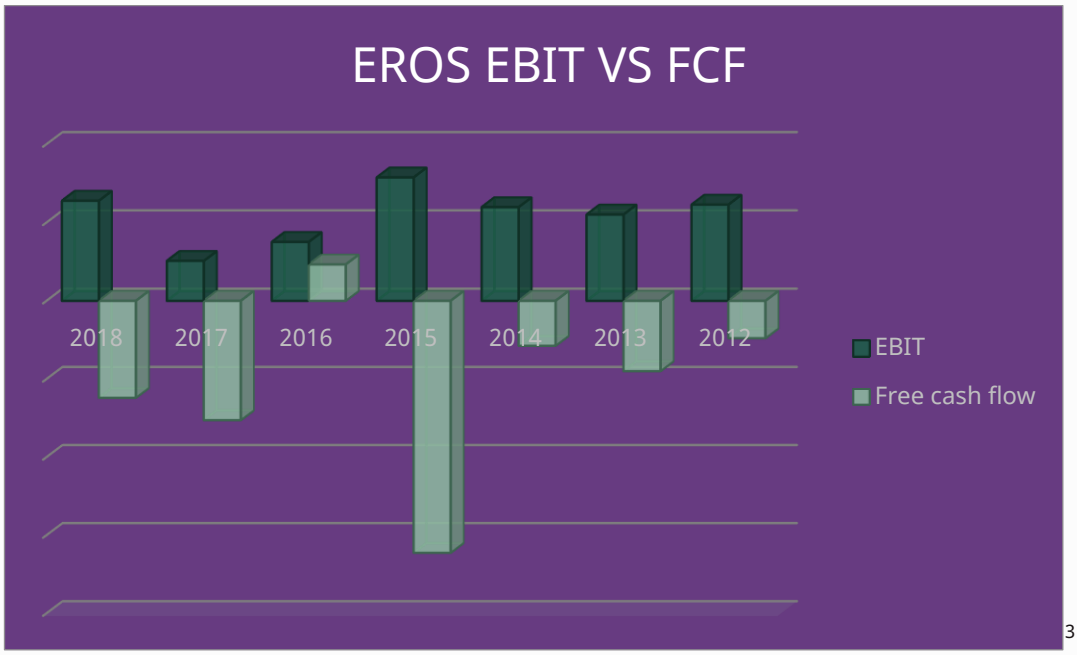
Nedenfor er et slide fra en power præsentation Symmetry leverede til en investorkonference i sommeren 2017:



[2]

[2] Intern slide fra privat investorkonference

Så hvorfor var det vi mente EROS var så god en short? Man siger ofte at et billede siger mere end 1.000 ord. Så lad os prøve med et billede:



[3]

Ligesom det var tilfældet med IQE brændte EROS massive mængder cash af mens de rapporterede positive regnskaber. Hvor vi mente IQE "bare" var meget aggressiv accounting mener vi EROS er et fraud. Vi mener deres tilgodehavender og kapitaliserede intangibles er total fake og aktien er 0 værd.

At se på forskellen mellem rapporteret EBIT og free cash flow er ofte en god måde at screene for potentielle short kandidater. Af andre succesfulde shorts vi har fundet på denne måde kan nævnes Tutor Perini samt Telit Communications. Det er dog ingen facitliste da der også findes gode selskaber der brænder penge af fordi de investerer i fremtiden.

At foretage short selling har også andre gode afledte effekter. Det hjælper generelt en med at være en bedre lang investor. Den succesfulde short seller Ricky Sandler fra Eminence Capital forklarede det således:

> *Without having a commitment to the short side, it's difficult to be offensive when you should be. The highest-return opportunities are available when markets are in free fall, but if you're getting shelled, you may not have the emotional conviction to be aggressively opportunistic, and you may not even be able to do it, because of redemptions. Being able to be offensive when everybody else is defensive, in and of itself, can yield excess returns. A second element*

[3] Udarbejdet af Symmetry på baggrund af SEC filings fra EROS – (positiv cash flow i 2016 skyldes alene factoring af nogle tilgodehavender)

is that as true, committed short sellers, we have to be immensely skeptical, and skepticism is a terrific quality in a value investor. A key reason for our success is that we have a high batting average on the long side. We're better at avoiding mistakes because we're attuned to those situations where value gets destroyed, or where it isn't really there in the first place, say, because of phony accounting.

Carlo Cannell fra Cannell Capital forklarede grunden til at foretage short selling således:

We short because I think it is the most prudent way to manage a portfolio, from a risk perspective, and because I believe the key to successful long-term investing is to avoid losses. We also short because in certain subsections of the markets it's easier than buying stocks. There are always classes of companies that are dying. If you really track the mortality rates of companies, you'd concluded that the market does not have the upward bias everyone think it does. The market is actually a carefully pruned garden".

At skifte holdning?

En af de ting der har spillet mest ind på min udvikling som forvalter over det sidste år har været at studere adfærdsøkonomi (behavourial economics). Lige for at gøre det klart så er jeg ikke begyndt at "studere igen" i ordets traditionelle forstand (tilmelding til universitetet mv.) Livet som fund manager er en konstant læringsfase. Hvis man ikke konstant dygtiggøre sig og videreudvikler sig bliver man overhalet indenom af andre. Der er foretaget mange studier indenfor adfærdsøkonomi (jeg kan klart anbefale bogen "thinking fast and slow" af Daniel Kahneman). Kahneman har detaljegjort at selvom vi anser os selv som rationelle personer der altid træffer rationelle beslutninger er dette meget sjældent tilfældet. Vi danner os intuitivt en mental bias (en forudindtaget holdning) til de beslutninger vi træffer.

En af de væsentlige konklusioner er det såkaldte "consistensy bias". Vi har generelt som mennesker og investorer en stor modvillighed mod at ændre holdning uanset om fakta ændrer sig. Hvis vi danner os en forudindtaget holdning om at en aktie er god har vi en tendens til at forkaste negative data efterfølgende. Dette gør sig ikke kun gældende for aktier vi allerede har købt. Det er også en del af vores due diligence. Er vi som investorer i gang med at researche en aktie og har brugt måske 1-2 måneder på intensiv due diligence har vi en tendens til at forkaste negative datapunkter til sidst i vores due diligence. Vi vil simpelthen gerne kunne forsvare overfor os selv at den tid vi har brugt på research ikke er spildt. Derfor har investorer en tendens til at

købe en aktie baseret på den mængde tid der er brugt på at researche aktien og ikke kvaliteten af den research der er lavet.

En anden faktor er vores evne til konstant at jagte synspunkter der understøtter vores forudindtagede holdning i stedet for at opsøge holdninger og data der prøver at modbevise vores holdninger. Vi har simpelthen en tendens til automatisk at være enige med og indtage synspunkter der understøtter vores oprindelige konklusion i stedet for at opsøge modsatte holdninger og reevaluere vores oprindelige konklusion.

Dette er faktisk grunden til at mange fund managers ofte ikke vil dele deres "research" offentligt dvs. fremvise deres rapporter etc. Det er bevist at man har langt sværere ved at ændre holdning til en case hvis man offentligt har fortalt om casen. Det er logisk. Det er sværere at indrømme overfor alle at man tog fejl end kun at skulle indrømme det overfor sig selv.

Man skal huske at fordi man efterfølgende ændrer holdning til en case er det ikke nødvendigvis fordi man lavede en fejl i første omgang. Investorer har en tendens til at mene at hvis en aktie sælges med tab eller dårligt afkast så har det været en forkert beslutning at købe den. Dette er ikke nødvendigvis korrekt. Der kan have været et fornuftigt grundlag for at købe en aktie men hvor efterfølgende events har gjort det bedre at sælge igen.

Jon Jacobson fra Highfields Capital har beskrevet detaljeret om deres evne til at ændre holdning:

> *"To be successful in any business you have to have a certain competitiveness and a certain paranoia. In our business there they keep score every day and your problems are staring you in the face, you need to be incredibly focused on the problems in the portfolio and constantly assess whether your analysis is right and the consensus is wrong. There's a fine line between having done your homework and having a conviction in it and just being stupidly stubborn. The best investors figure out how to walk that line, recognizing their mistakes and moving on when the situation warrants. All of that is very hard – if it were easy, everyone would be good at it".*

Som de fleste faste læsere af vores nyhedsbrev ved er jeg en stor fan af David Einhorn fra Greenlight Capital. David Einhorn forklarede evnen til at ændre holdning således:

> *" We try not to have many investing rules, but there is one that has served us well: If we decide we were wrong about something, in terms of why we did it, we exit, period. We never invent new reasons to continue with a position when the original reasons are no longer available".*

I ønskes alle en fortsat god sommer

Med venlig hilsen

Andreas Aaen