symmetry
Investering i balance

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



Nyhedsbrev

3. 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 forskellen mellem Public og Private Equity. Samtidig vil vi tage et kig tilbage på 5 af de cases vi tidligere har nævnt i vores nyhedsbreve og følge lidt op på disse.

Q3 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	0,5	-7,1	5,8				27,7	77,1

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	27,7%	185,7%	17,3%
MSCI ACWI	15,2%	57,4%	7,1%
Stoxx 600	16,4%	36,6%	4,9%

Q3 var mere volatilt end første halvår der kun gik en vej. Overordnet set endte Q3 med et lille minus, hvilket bringer vores afkast for hele året til 27,7 %. Disse afkast er stadig markant foran det generelle marked. Vores historiske IRR er nu 17,3 % mod markedets 4,9-7,1 % hvilket også er over vores langsigtede målsætning på 15 % årligt.

Q3 var som nævnt præget af større udsving. Dette var både tilfældet for Symmetry samt for det generelle marked. Selvom udsving på kort sigt kan være ”frustrerende” for investorer der hellere vil have et mere lineært afkast er det udsvingene der skaber den langsigtede værdi for os. Når der er større udsving har vi nemmere ved at finde gode investeringsmuligheder på både lang og short siden. Samtidig giver det muligheder for løbende at rebalancere ens portefølje. Symmetrys portefølje består ved udgangen af Q3 af 18 lange positioner og 34 short positioner.

Public vs. Private Equity:

Vi læste i efteråret Pershing Square Holdings H1 rapport. Deri var en større gennemgang af forskellen mellem Public (børsnoteret) Equity og Private (unoteret) Equity. Da vi syntes den var meget interessant har vi gengivet den nedenfor:

PSH Versus Private Equity

Some have described our strategy as a private equity approach to the public markets, and we think there is merit to this description as our approach to value creation is similar to that of private equity managers. Unlike private equity, however, we do not pay a premium for control in investment banking-led auctions that are designed to maximize value for the seller, nor do we materially leverage the balance sheet of a portfolio company to enhance our returns. Our ability to purchase large influential stakes in portfolio companies at substantial discounts to intrinsic value is an important competitive advantage of our approach when compared to private equity. The universe of businesses in which we can invest is also materially larger and generally of substantially higher business quality as we are not limited to what is offered for sale or the timing a seller would like to achieve.

Our corporate form also provides a number of important competitive advantages and other benefits versus privately placed, private equity funds. These include:

- Investors in PSH do not need to set aside funds that can be drawn on short notice over the usual seven to 10-year commitment period for private equity funds. When you buy a share of PSH, you are immediately invested in our portfolio holdings.
- The overall leverage of PSH—determined by consolidating PSH's leverage with our portfolio companies' leverage—is substantially lower than that of private equity funds, and the debt of PSH and our investee companies is on much more favorable, generally investment grade terms.
- PSH is publicly traded which enables investors to manage the size of their investment on a daily basis.
- PSH's fees are substantially lower than that of private equity.
- The current discount to NAV provides an opportunity for us to enhance returns through the repurchase of our stock at a substantial discount.
- Since there is no limit to the duration of our holdings, we are not forced to sell a business at the end of the life of a fund.
- The returns one generates from an investment in PSH are the actual stock price returns of PSH including dividends from the time of an investor's commitment of capital until the time of exit of one's investment. In private equity, the reported returns are different from an investor's actual returns as they are calculated only from the time that an investor's capital is drawn down until it is returned, and do not include in the calculation the nominal and highly dilutive returns on capital that investors set aside to meet future capital calls during their commitment period to the private equity fund.

[1]

Selvom Symmetry på ingen måde er en aktivist fond mener vi meget af det ovenstående også er gældende for Symmetry.

1) Symmetry investerer meget langsigtet i de investeringer vi foretager os. Flere af de aktier vi har i dag, har vi ejet i flere år og nogle helt tilbage fra de første år Symmetry blev stiftet. Denne lange ejertidsperiode af vores underliggende aktier gør selvfølgelig at vi har mindre omkostninger til spread og kurtage. Men den gør også at vi ofte oparbejder nogle stærke

[1] Pershing Square Holding H1 2019 rapport

og dybe relationer med ledelserne i de selskaber vi investerer i. Vi har løbende korrespondance med ledelserne i vores porteføljeselskaber enten via mail, telefon eller fra tid til anden fysiske møder. I nogle tilfælde er Symmetry også en betydelig aktionær i selskaberne og ejer 0,5 % – 2,5 % i nogle selskaber. I nogle perioder har vi endda været endnu højere oppe. Symmetry vil aldrig være en "aktivist" investor i den forstand at vi går ud og smider ledelsen på porten, vælter en siddende bestyrelse eller lignende. Kan vi ikke lide ledelsen eller bestyrelsen vil vi ikke købe en aktie til at begynde med. Og skuffer den siddende ledelse os for mange gange vil vi sælge vores aktier i stedet for at forsøge at skifte ledelsen ud. Når det er sagt prøver vi dog altid at være meget konstruktive i vores tilgang til at kommunikere med ledelsen. Det er vigtigt for os at det ikke kun er en envejssamtale hvor vi stiller spørgsmål og de svarer tilbage. Vi prøver løbende at bruge vores erfaring og relationer til at komme med forslag til forbedringer mv. Herudover sørger vi også for at dele kritik ud når dette skal gøres. Vi tror også denne tilgang er med til at opretholde en god kommunikation med selskaberne da de gerne vil snakke med os fordi de føler de får noget retur.

2) Symmetry har også en fee struktur som er markant lavere en både Private Equity og Venture Capital
3) Vores gearing er også markant lavere end især Private Equity. Vi kører med en net leverage på fond-niveau, lavere end 100 og størstedelen af vores porteføljevirksomheder har ubetydelig gæld eller en større kassebeholdning
4) De afkast vi rapporterer til investorerne er faktiske afkast efter alle fees og omkostninger. Fordi hele investors commitment altid er investeret fuldt ud i fonden kan man altid regne med at nettoafkastet også svarer til ens endelige afkast.
5) Vi giver investorer løbende likviditet. Man kan på månedlig basis komme ind og ud af Symmetry. Modsat Private Equity hvor man ofte har ens penge bundet i op til 10 år.

Vi mener derfor vores investeringsfilosofi, strategi og setup har mange fordele ifht. private investeringer. Den store "ulempe" vi har, er vi hver dag skal lave mark-to-market på vores investeringer. Uanset hvordan det går for vores investeringer svinger værdien i markedet fra dag til dag. Det gør at vores afkast på månedsbasis er volatile. Det er dog kun et problem hvis man som investor vælger at fokusere på dette. Gør man som jeg selv og kun fokuserer på de langsigtede afkast har det ingen betydning.

Man skal også huske at det ofte er en illusion at der ikke er volatilitet i private investeringer. Bare fordi Private Equity kun laver mark-to-model en gang årligt etc. betyder det ikke at værdien ikke svinger mere. Rent faktisk svinger deres værdi ofte endnu mere end Symmetry pga. deres langt højere gearing.

Det samme gør sig gældende hvis man køber for eksempel en investeringsejendom og belåner den med 80 % gæld og 20 % egenkapital. Man kan som investor komme til at tro at man får et dejligt stabilt langsigtet afkast fra ejendommen. Men i realiteten vil en 5 % ændring i ejendommens værdi betyde en 25 % ændring i investors afkast/egenkapital. Fik man lavet uafhængige vurderinger af sine ejendomme hver måned og lavede mark-to-market opgørelser ville ens afkast også være voldsomt svingende fra måned til måned. Man har bare en tendens til ikke at fokusere på dette fordi man ikke kan se udsvingene.

Har man en tendens til at blive følelsesmæssigt påvirket at både positive og negative afkast anbefaler vi at man som investor kun kigger på afkastene hver 6 eller 12 måned. Selvfølgelig vil vi langt hellere levere positive afkast end negative afkast. Og vi forventer som nævnt at fortsætte med at levere markant positive afkast til jer som investorer over tid. Men det nytter intet at tage et enkelt datapunkt (som vi mener en måned er) og enten være helt oppe i himmelen af glæde eller helt nede i kulkælderen af skuffelse bare fordi en enkelt måned er god eller dårlig. Vores opgave som forvalter af jeres penge er netop at have fuldstændig kontrol over vores følelser og tage de beslutninger der skaber mest værdi over tid til jer.

> **Thomas Gayner**: *"We only want to invest in management teams with equal measures of talent and integrity, because one without the other is worthless. The talent part largely speaks for itself through an objective look at performance, especially over time. Integrity is a bit harder to judge, but it's one of those things that you know when you see. Think about how you decided whom you were going to marry. You spent lots of time together. You met her family. You met her friends. You learned what she cared about and her basic value structure. We do the same types of things to get to know management of the companies we invest in. its imperfect, but to our way of thinking nothing is more important."*

Med venlig hilsen

Andreas Aaen

Nilörngruppen:

Nilorn er en af de aktier der ikke har performet som vi havde forventet. Heldigvis tog vi hurtigt konsekvensen af dette og solgte vores position før det begyndte at blive rigtig skidt for selskabet. Efter både et svært Q4 2018 og Q1 2019 valgte vi at sælge vores aktier i Nilorn i 72-80 SEK. Det var et salg med et lille tab for os. Det er aldrig sjovt at sælge aktier med et tab og indrømme at man så en case forkert. Men når forholdene ændrer sig er det vigtigt at være ærlig overfor sig selv og erkende at casen ikke er som man oprindeligt troede.

Dette hjalp os en del da Nilorn efterfølgende kom med et meget dårligt Q2 regnskab og aktien faldt til 55 SEK. Ordreindgangen var stigende i Q2 YoY, men ser man på H1 som helhed er den ca. 6,5 % lavere YoY. Omsætningen dykkede samtidig organisk i Q2, hvilket var første gang vi kan huske at dette er sket. Samtidig er selskabets marginer under pres pga. prispres fra kunderne.

Vores indledende case for Nilorn var at de stod meget stærkt. De havde på trods af et presset retailmarket formået at vokse og styrke sin position. Vi havde troet de kunne holde dette. Men i takt med et deres kunder er blevet presset er de begyndt at presse Nilorn på priserne.

Når man tager fejl er det altid bedre at indrømme det og gå videre til andre cases der er mere lovende.

Vi følger stadig Nilorn tæt fordi vi kan lide forretningsmodellen og ledelsen. I dag handles aktien til ca. 11-12 i P/E. Det er billigt. Vi skal dog kunne se en bedre vækstcase foran os for at aktien bliver interessant igen for os.

Piteco SpA:


Piteco
FINANCIAL SOFTWARE & CONSULTING

PRESS RELEASE

PITECO GROUP
GROWTH ACCELERATES IN THE FIRST HALF OF 2019
REVENUES + 23%, EBITDA + 31%

Piteco fortsatte deres flotte track resultater i første halvår af 2019. Vi er til stadighed dybt imponeret over Piteco, hvilket er grunden til at aktien er den største investering hos Symmetry. Selskabet performer på de fleste af de parametre vi måler dem på.

For at starte med det negative. Selskabets US-banking software LendingTools havde et mindre godt første halvår. Omsætningen steg med ca. 2,5 % mens marginen faldt en del. Målt i constant currency var det ca. flad omsætning YoY. Piteco ejer 60 % af US forretningen. Dette var en nedgang ifht. de tidligere år hvor man har haft vækst på 5-10 %. Jf. ledelsen er der ikke noget langsigtet der påvirker LT og det amerikanske betalingsmarked er stadig en vækstcase man kan regne med fremadrettet. Fusionerer indenfor banksektoren i USA kan påvirke tallene fra år til år. Herudover var H2 2018 meget stærkt så der kan være omsætning fra 2019 der blev skubbet til 2018.

På den positive front var "moderselskabet" Piteco SpA bedre end forventet. Man havde 8 % omsætningsvækst og 17 % EBITDA vækst med stigende marginer. Vi havde forventet nærmere 5-6 %. Da dette er den klart største forretning og de ejer 100 % heraf slår det ekstra igennem på bundlinjen ifht. den mindre US forretning som underperformede lidt.

Deres nye Myrios forretning leverede som forventet i første halvår med ca. 10 % omsætningsvækst YoY. Myrios er normalt back-end loadet 45-55 ifht. omsætningen H1-H2. Man har samtidig vundet nye større kundeprojekter til Myrios herunder Italia Telecom som vil begynde at påvirke omsætningen i H2.

Alt i alt mener vi halvåret var marginalt bedre end vores interne estimater vi havde inden.

Piteco er som altid ekstremt cash-flow positiv:

Cash Flow Statement	H1 2019	H1 2018
NET PROFIT (Loss)	2.049	2.214
Financial Incomes (Costs)	570	132
Taxes	220	308
Depreciation and amortization	1.377	784
Increases in fixed assets for internal processing	- 231	- 30
Cash Flow from operation before change in NWC	**3.985**	**3.408**
Financial Incomes (Costs) paid	- 466	- 67
Taxes paid	- 88	-
Total changes N.W.C.	501	2.093
Total changes in Funds	35	5
Operating Cash Flow	**3.967**	**5.439**
Capex	58	- 51
Free Cash Flow Before Debt Repairment	**4.025**	**5.388**
Loan Disbursement (Repayment)	- 4.932	- 504
Financial Changes (options, etc..)	- 241	- 331
Equity Changes	- 2.795	- 3.561
Financial Changes	**- 7.968**	**- 4.396**
Changes in Liquidity	**- 3.943**	**992**
Cash beginning of the period	**5.572**	**5.153**
Cash at the end of the period	**1.628**	**6.147**

Selskabets capex viser hvor asset-light deres forretningsmodel er. Man har faktisk positive capex på 58k EUR i halvåret. Det er vigtigt når man ser på Pitecos tal og værdiansættelse. Fordi selskabet afskriver en stor del immaterielle aktiver i resultatopgørelsen er det vigtigere at fokusere på cash flow fremfor P&L.

Piteco handler pt. til ca. 10-11 x Free Cash Flow. Vi mener stadig det er en vanvittigt billig værdiansættelse. Piteco har 99 % kunde-retention hvert år. Når man inkluderer prisstigninger (inflation) har man +100 % EUR retention. Dvs. Piteco er nærmest garanteret at vokse omsætningen hver år selv hvis de overhovedet ikke vinder nye kunder (hvilket de stadig gør). Det så vi også igennem finanskrisen hvor Piteco bare voksede direkte igennem 2009-2010 etc.

Som aktionær i Piteco får man en 9-10 % direkte cash-flow yield, en 5-8 % organisk vækst oveni samt en ledelse som har vist dygtige evner til kapitalallokering. Herunder har man en bestyrelsformand og storakionær som køber aktier i markedet på trods af han allerede ejer en stor andel.

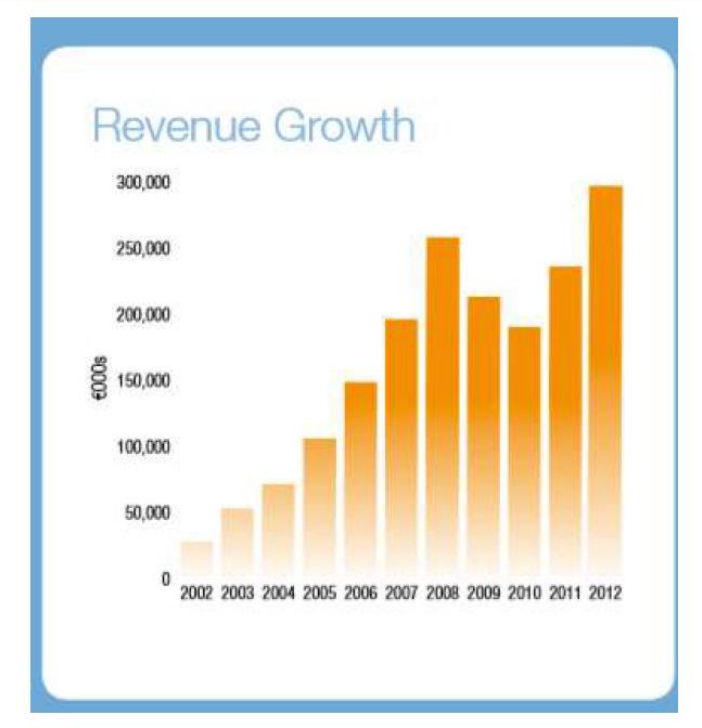
Vi mener stadig en aktie som Piteco der er så defensiv og stabil bør handles til +20 x FCF, hvilket indikerer en fair value for aktien på minimum 10 EUR eller ca. 100 % upside fra nuværende akitekurs.

Piteco er som nævnt stadig vores største investering i Symmetry Invest A/S.

CPL Resources:

Vi introducerede CPL Resources i vores Q1 nyhedsbrev. CPL er et "vikar-selskab" som normalt er en meget cyklisk industri. Vi er klar over dette. Men af flere årsager mener vi at markedet værdiansætter CPL helt skævt:

Som vi viste tidligere faldt omsætnignen efter finanskrisen:



Men man var meget hurtig ovenpå igen og overgik i 2012 rekordåret for 2008. Siden 2012 har væksten været super flot:

	2019	2018	2017	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	Average
EPS	77,3	56,6	43,7	43,9	40,2	40,7	35	25,6	19,2	12,2	
Growth	36,6%	29,5%	-0,5%	9,2%	-1,2%	16,3%	36,7%	33,3%	57,4%		24,1%
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%

Det er samtidig værd at bemærke at 2019 var det bedste år siden 2013 målt på EPS vækst. Man voksede med 37 % YoY (2019 regnskabet løber til 30/6 2019).

CPL er en cyklisk forretning og vil altid være det. Der er dog flere forhold der gør at CPL er en del mindre cyklisk end tidligere. Samt er langt mindre cyklisk end konkurrenterne. Den ene del er selskabets segmenter. Op til finanskrisen havde man en masse "excess personel" placeret indenfor tungere industri, finans etc. som blev meget hårdt ramt i Irland af finanskrisen. I dag er de største segmenter indenfor Healthcare, teknologi etc. Dette er sektorer som rammes langt mindre hårdt af kriser og derfor ikke blot fyrer medarbejdere så hurtigt.

En anden årsag er at CPL er vokset en del indenfor det segment de kalder "managed services". I praksis er dette mere permanente placeringer ude ved kunderne. Eksempler kan være et advokatkontor der har 8 advokater eller et biotekselskab med 25 ansatte. De skal bruge en receptionist, en gartner og en kok eksempelvis. Dette er ansatte som er udenfor selskabets kerneområde men som er en del af arbejdspladsen. I stedet for selv at fokusere på at finde disse folk hyrer man CPL til at styre denne del af forretningen (kan minde lidt om danske ISS). Denne del af CPL vokser stærkt pt. Det er også en langt mindre cyklisk del end den traditionelle rekrutteringsbranche. Selskaber fyrer ikke pludselig deres receptionist bare fordi det går dårligt for forretningen etc.

Det klart mest attraktive ved CPL er selvfølgelig værdiansættelsen. På trods af deres fantastiske track rekord handles aktien som om de er ved at gå konkurs.

Markedsværdien i dag er ca. 180 mio. EUR. Man har net cash på 40 mio. EUR hvilket giver en enterprise value på 140 mio. EUR. Man tjente i 2018/2019 21,2 mio. EUR hvilket giver selskabet en P/EV på 6,6

Ultimo dette regnskabsår har de ca. 60 mio. i net cash og en indtjening på ca. 23 mio. EUR. Det giver CPL en P/EV på indeværende år på 5,2.

Det mener vi er alt for billigt. Vi mener CPL som minimum bør værdiansættes på niveau med andre mere cykliske selskaber såsom Randstad, Adecco etc. som handler omkring 10-12 i P/E. Skulle CPL (som er en langt stærkere forretning end de andre) handle på niveau med peers vil aktien skulle stige 100 % herfra over de kommende 12 måneder.

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.

Cambria Automotive

Cambria Automotive er ligesom North Media en af de mest usexede aktier vi har i vores portefølje. Men ligesom North Media har Cambria vist en unik evne til at tjene styrtende med penge i en usexet branche.

De fleste selskaber der kan fremvise en track-rekord som denne ville normalt handles til skyhøje multipler:

	7/8	8/9	9/10	10/11	11/12	12/13	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19e
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%**	**17,67%**
# 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	-9,1

Cambria er en sand "compunder". Selskabet betaler kun minimale udbytter. I stedet geninvesterer de årets cash flow i forretningen til meget høje afkast, hvilket over tid øger indtjeningen og indre værdi.

Over de seneste 12 år har Cambria Automotive haft en gennemsnitlig egenkapitalforrentning på 18,4 %. Dette på trods af at de geninvesterer stort set hele årets overskud.

Det har også gjort at EPS over de 12 år er vokset fra 2,1 til 10,0 og indre værdi er vokset fra 12,1 til 65,6.

Cambria er styret og ledet af Mark Lavery der ejer 40 % af selskabet. Som en af selskabets større aktionærer (+1 % af firmaet) har vi haft løbende korrespondance med Mark gennem tiden. Herudover har vi mødt Mark i London og set flere af selskabets dealerships. Mark er lige præcis den type CEO vi elsker at investere hos. Han driver forretningen langsigtet, kontrollerer omkostninger tæt, investerer i udvikling, lover ikke mere end han kan holde og behandler hans ansatte godt.

Hvad er det der driver de gode resultater for Cambria. Svaret er noget så simpelt som godt gammeldags købmandskab. Cambria investerer i og udvikler deres eksisterende dealerships. Herudover bygger de nye dealerships i attraktive områder samt opkøber nødlidende konkurrenter og implementerer disse i deres forretning.

En anden vigtig pointe omkring Cambrias succes er at den er lavet uden nogen nævneværdig gæld som vist af tabellen øverst. Samtidig ejer man stort set alle bygninger og al jorden selv. Det er kun

en meget lille del af jorden man er nødsaget til at leje. Man har ikke lavet sale-and-lease-back ordninger mv. som vil pumpe indtjening og cash flow kortsigtet men ramme den langsigtede værdiskabelse.

En del af Cambrias nuværende succes kommer fra opbyggelsen af selskabets luksussegmenter. Man har fået flere Lamborghini dealerships på bogen. Samtidig har man Aston Martin, Bentley, McLaren etc.

Eksempelvis deres Lamborghini dealerships har større ventelister før kunderne kan få leveret deres biler, hvilket sikrer Cambria indtjening langt ind i fremtiden. Vi har været lidt bange for at kundesegmentet til disse biler var meget rige "finansfolk" fra London Centrum hvis jobs er i risikozonen pga. brexit. Det er jf. Mark ikke tilfældet. Han mente det største kundesegment for Lamborghini er fodboldspillere fra London etc. og alle ved hvordan lønnen for Premier League fodboldspillere udvikler sig.

Når man ser på nøgletallene for Cambria slikker man sig som value-investor om munden:

57	18/19	19/20
EPS	10	11
NAV	65,6	75,6
P/E	**5,7**	**5,2**
K/I	0,87	0,75

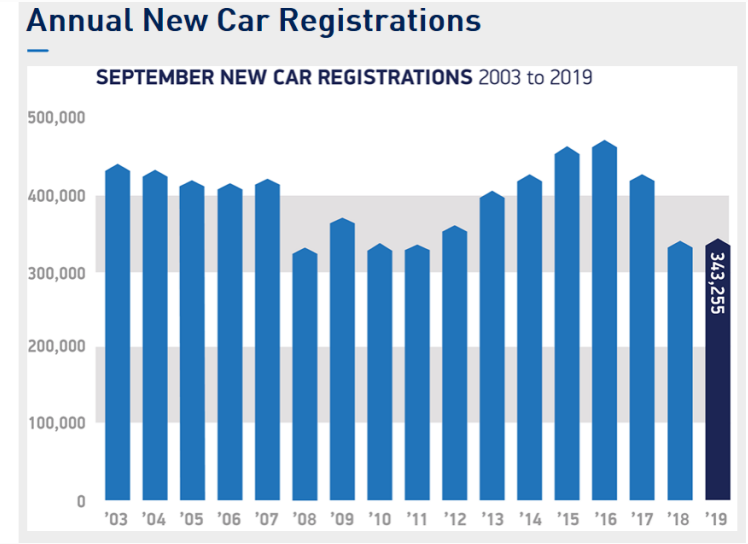
Aktien handles til 5-6 stykker i P/E. Samtidig handles den langt under indre værdi på trods af at selskabet har forrentet egenkapitalen med +18 % i snit over de sidste 12 år!

Vi mener den indre værdi er en rigtig god beskyttelse af downside i aktien, da der er en masse fysiske værdier i selskabets bygninger og jord. I takt med at London by konstant udbygges og udvides er jordpriserne og bygningspriserne i de områder Cambria ligger i konstant steget. UK er som de fleste ved en ø med begrænset plads.

Cambria har over årene løbende afskrevet på deres jord og bygninger i balancen. Vi mener derfor at en K/I på 0,8 ikke fortæller hele sandheden. Indre værdi er nemlig undervurderet ifht. salgspriser for jorden Cambria ville få hvis Cambria skulle realisere denne i markedet. Cambria har vist dette af flere omgange. Hver gang de har solgt eller lukket et dealership og frasolgt jord/bygning har man realiseret et overskud ifht. bogførte værdier.

Så hvorfor er Cambria så billig?

Kan årsagen være at bilsalget i UK er inde i en boble og Cambrias indtjening dermed står til at falde de kommende år?



Ifølge de officielle statistikker har bilsalget i UK været faldende over de sidste 3 år i træk. Det nuværende salg af biler befinder sig under det langsigtede gennemsnit. Der er derfor større sandsynlighed for at bilsalget skal op de kommende år end ned herfra.

Vi mener der er to større årsager til hvorfor Cambria er så billig

1) Der har været flere negative branchenyheder over den seneste tid.

Den ene af selskabets konkurrenter Pendragon har måtte komme med en profit-warning. Pendragon er dog et meget anderledes selskab en Cambria da de fokuserer mere på små mom-and-pop resell-shops og ikke på nysalg og repair.

En anden konkurrent – Lookers - er faldet markant efter at selskabet har meddelt at det skal undersøges af myndighederne for ulovlige salgsmetoder. Mark har fortalt os at Cambria også har været undersøgt af FCA som intet kunne finde af problemer hos Cambria. Problemet ser derfor ud til at ligge hos Lookers alene.

2) Brexit

Den altoverskyggende årsag til den billige værdiansættelse er efter vores mening usikkerhed omkring brexit. Vi mener at denne usikkerhed er fuldstændig overgjort for Cambria. Som Warren Buffett siger ”be greedy when others are fearfull”. Vi mener dette er et tilfælde hvor markedet er alt for bange af ulogiske årsager.

Der er ingen tvivl om at Cambria vil blive negativt ramt af et hårdt brexit primært pga. en lavere £ samt importafgifter på importerede biler. Der er dog flere faktorer man skal huske på her:

- + 40 % af Cambrias indtjening kommer fra service og vedligehold der ikke er følsomt overfor brexit
- +30 % kommer fra brugte biler der heller ikke er særlig følsomt
- Det er under 30 % af indtjeningen der er fra salg af nye biler

Som vi har nævnt tidligere er Cambria også godt beskyttet af deres store indre værdier der skaber en naturlig bund under aktien.

Den største årsag til at vi mener markedet er irrationelt er dog de langsigtede muligheder et hårdt brexit vil skabe. Selvom Cambria vil blive ramt på kort sigt vil deres stærke balance give dem nogle fantastiske muligheder for at købe en masse nødlidende konkurrenter de kan integrere under Cambria. Nøjagtigt som de gjorde under finanskrisen. Mark Lavery har vist år efter år at han er dygtig til at foretage opkøb. I en situation hvor konkurrenterne vil lide og nogle være voldsomt pressede er vi sikre på at Mark kan udnytte dette til Cambrias fordel.

Vi mener som minimum at Cambria bør handles til en P/E omkring 10 hvilket vil give +100 % upside fra den nuværende aktiekurs.

Where Food Comes From (WFCF)

Vi introducerede WFCF I vores Q4 2018 nyhedsbrev. WFCF havde et Q1 2019 regnskab der var til den svage side. Væksten var kun encifret samtidig med at der var en masse ekstra omkostninger der pressede marginerne markant ned. Det var et større setback der kunne få os til at tvivle på casen hvis det blev en trend.

Heldigvis fik ledelsen hurtigt gjort klart at Q1 var en enlig svale. I Q2 2019 var væksten igen 2-cifret. Samtidig var selskabets margin den højeste vi har set i flere år og tæt på ATH.

Samtidig har flere af de tiltag WFCF arbejder på nu båret frugt, hvilket vil give en god udvikling i H2.

Progressive BEEF samarbejdet har udviklet sig stærkt. WFCF er blevet eksklusiv auditor for hele Hemp området i USA (som vokser meget stærkt pt.).

Samtidig har man nå fået åbnet op for at kunne eksportere mere bøf til EU.

WFCF er en meget langsigtet investering for os. Den er basereret på et meget lille selskab der står men en helt unik markedsposition som markedsleder i nogle små hastigt voksende nicher. Der er så mange globale trends som taler positivt for WFCF:

1) Sundere livsstil
2) Større bevågenhed omkring fødevarer

3) Miljøforhold
4) Dyrevelfærd
5) Teknologisk innovation

Disse forhold indenfor fødevarer er trends som bare vil fortsætte de kommende 10-20 år. Forbrugerne går mere og mere op i hvad de spiser og vil have større klarhed omkring hvordan deres mad er opdrættet.

- Økologi
- Glutenfri
- Dyrevelfærd
- Non-GMO
- Non-Anbitiotics

Alle ovenstående er forhold som forbrugerne går mere og mere op i og som påvirker WFCF positivt.

WFCF handler til ca. 19x vores estimater for 2020 frit cash flow. Det mener vi er billigt for et selskab der historisk har vist at de kan vokse med 2-cifrede vækstrater, skabe stigende marginer samt være gode til at allokere kapital. Samtidig står de med en helt unik markedsposition som er meget svær at fravriste dem, hvilket giver indtjeningen en mere defensiv karakter.