symmetry
Investering i balance

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



Nyhedsbrev

1. halvår 2025

Formål med nyhedsbrevet

Symmetry sender hver måned en porteføljerapport ud til selskabets aktionærer, hvori der fortælles om månedens afkast, nyheder fra enkelte aktieinvesteringer samt en masse andet. Derudover udsendes med jævne mellemrum analyser på de investeringer samt et årligt investorbrev med gennemgang af vores største positioner.

Dette nyhedsbrev har ikke til hensigt at erstatte eller gengive ovenstående, idet dette er forbeholdt investorerne i Symmetry Invest. Nyhedsbrevet er tilgængeligt for alle og vil derfor kun begrænset omfang beskrive enkelte aktier. I stedet vil det gennemgå forskellige udviklinger og tendenser i det generelle marked samt forklare, hvordan Symmetry navigerer i de forskellige markeder. Det vil dog fra tid til anden nævne konkrete enkeltaktier, hvis dette findes aktuelt. Dette kan både være lange positioner, short positioner, eller aktier som Symmetry ingen position har i, men har en interesse for.

Det overordnede formål med nyhedsbrev er at øge kendskabet til Symmetry, herunder nuværende investorer, potentielle investorer samt øvrige personer, der følger med i aktiemarkedet. Der vil derfor også løbende blive redegjort for vores strategi og gøre denne så let forståelig som mulig for læserne. Vi vil desuden 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 læseligt og anvendeligt samt 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.

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

Data er ikke reviderede tal og kan derfor være behæftet med usikkerhed. Tallene stammer fra udtræk fra Symmetrys interne systemer, depotbanker mv. Det er vores bedste overbevisning, at de repræsenterer faktuelt korrekte tal. Afkastdata og indre værdi opdateres dog dagligt af fondens forvalter og rapporteres til værdipapircentralen.

Disclaimer

Nyhedsbrevet er skrevet og udgivet af Symmetry Administration ApS. Nyhedsbrevet indeholder Symmetrys egne meninger, forudsætninger og holdninger. Symmetry garanterer ikke for korrektheden af indholdet i nyhedsbrevet.

Indholdet i nyhedsbrevet skal på ingen måde ses som en anbefaling om køb, hold eller salg af aktier. Symmetry Administration ApS er af danske tilsynsmyndigheder bemyndiget til at rådgive Kapitalforeningen Wealth Invest Symmetry. Vi er ikke autoriseret som investeringsrådgiver for andre fonde eller enkeltpersoner, og derfor bør dette nyhedsbrev på ingen måde tolkes som investeringsrådgivning, men som journalistisk forskning og vores egen holdninger til aktiemarkedet og eventuelle nævnte 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 og 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, hvilket vi ikke forpligter os til at opdatere om.

Dette udsendes til følgende parter:

- Vores hjemmeside www.symmetry.dk
- Fondsforvaltere eller investeringsrådgivere rundt om i verden, da det er normalt for investeringsforvaltere at dele ideer
- Abonnenter på Symmetrys nyhedsbrev registreret på vores hjemmeside.

Symmetry opererer under dansk regulering og kan kun lave markedsføring af vores fond til danske FAIF-akkrediterede investorer. Derfor bør denne rapport på ingen måde tolkes som markedsføring for fonde, der rådgives af Symmetry.

Investering i aktier inkluderer risikoen for tab af kapital, og vi anbefaler altid andre at rådføre sig med en autoriseret investeringsrådgiver, før de foretager investeringer.

Billeder og andet materiale i denne rapport kan være beskyttet af ophavsret og kan ikke videredistribueres.

Symmetry modtager ikke betalinger fra nogen virksomhed nævnt i denne rapport udover vores afkast på aktieejerskab i de nævnte virksomheder.

Nyhedsbrev

Som altid er afkast og porteføljeopdateringer mv. udsendt til aktionærer på månedlig basis og kan tillige hentes via hjemmesiden – men for god ordens skyld giver vi lige en opsummering nedenfor:

Tabel: Historiske afkast i procent

I tabellen fremgår historiske afkast og gennemsnitlig nettoeksponering siden stiftelsen i 2013

	Jan	Feb	Mar	Apr	Maj	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dec	ÅTD	Nettoeks-ponering
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	14,5	10,1	1,2	9,0	-0,2	1,8	17,1	12,9	40,4	74,9
2021	9,0	8,3	8,0	5,0	0,1	-0,5	2,2	4,8	-2,7	3,9	-5,4	0,9	37,8	75,6
2022	2,0	-6,0	-2,3	-7,0	-1,0	-3,7	3,5	0,0	-7,9	8,2	-0,1	-2,3	-16,4	77,7
2023	4,4	5,1	-6,6	0,0	2,6	-2,2	5,2	0,9	-0,6	-6,6	6,0	7,5	15,4	75,8
2024	0,0	3,7	3,0	1,4	2,2	-3,2	2,4	3,1	-1,8	-2,3	0,7	0,3	9,6	77,0
2025	0,8	10,8	1,9	-1,0	3,7	-1,5	0,4						15,6	62,6

Tabel: Performance i forhold til Benchmark

	ÅTD	3 år	5 år	Total	IRR
Symmetry	15,6%	42 %	147 %	665 %	17,8 %
MSCI EU Small Cap	10,4 %	18 %	39 %	126 %	6,8 %

2025 har indtil videre været et godt år for vores strategi. De første 5 måneder skabte vi noget af den stærkeste alpha vores strategi nogensinde har leveret over så kort en periode. Investorerne fik øjnene op for vores billige europæiske smallcap aktier og sendte flere af dem kraftigt opad. På samme måde havde vi stor succes med short positioner, herunder især vores amerikanske short positioner. Denne medvind til vores strategi begyndte at vende igen i juni og juli hvor "shit-cos" begyndte at stige og risiko-appetitten i markedet syntes uden ende. Vi har derfor været i defensiven henover sommeren hvor vi har taget både brutto- og nettoeksponeringen ned. Dette har gjort at vi står klar med en masse fire-power som vi kan bruge når de rigtige ideer kommer frem. Vi har ingen anelse om hvordan resten af året vil gå – om vores investeringsstrategi vil have

medvind (som i starten af året) eller modvind (som henover sommeren) – vi fortsætter som altid med at gøre hvad vi mener er det bedste for at levere langsigtede resultater.

The 5 sources of wealth:

Som de fleste af mine faste læsere har fundet ud af igennem årene, har jeg behandlet en del emner som ikke er direkte relateret til investeringer – men omkring performance-optimering, hvilket selvfølgelig indirekte er en årsag til vores gode investeringsresultater. Det være sig emner såsom at investere i sig selv og fokusere på søvn, helbred og glæde (Q2 2020), Deep Work og tidsoptimering (H1 2021), Brugen af en performance coach (H2 2021), vigtigheden af ens livspartner (H2 2022) samt at finde en rigtig work-life balance (H1 2024). Den klart bedste bog jeg har læst det sidste år har været Sahil Blooms "The 5 sources of wealth" – "a transformative guide to design your dream life". Bogen tager mange af de enkelte emner jeg har behandlet før og kombinerer de vigtigste aspekter af dem og holder dem op imod hinanden. Basalt set beskriver Sahil Bloom, hvordan der findes 5 typer velstand: Time-wealth, social wealth, mental wealth, physical wealth og financial wealth.

Time-wealth:

Et af de områder bogen behandler, er at det er vigtigt først og fremmest at være opmærksom på sin tid. At træde et skridt tilbage og forstå at din tid er "knap" og sørge for at få det bedst mulige ud af den. Jeg prøver altid at leve sådan, at hvis jeg fik af vide i morgen at jeg havde "1 måned tilbage at leve i" – at jeg så ingen "regrets" ville have. Jeg vil ikke sidde og tænke, "*hvorfor har jeg ikke opnået dette, gjort dette, eller været mere sammen med xx*". Og endnu mere vil jeg undgå at tænke "*hvorfor brugte jeg så meget tid på xx eller tid sammen med xx".*

En af de ting jeg fokuserer på er konsekvent at fjerne personer som ikke bidrager positivt til mit liv. Det kan både være i privatlivet og forretningsmæssigt. Livet er for kort til at omgås med negative personer. I stedet for at indgå i konflikter eller kontroverser, forsøger jeg så vidt muligt blot at ekskludere disse mennesker.

En af de bedste ting jeg har gjort, er at jeg i størst muligt omfang har fjernet Sociale Medier fra mit liv. En af de ting jeg er sikker på at flest mulige mennesker vil fortryde senere, er hvor mange timer de har brugt på at "scrolle eller se Reels" uden nogen som helst nytte. Jeg har hverken Instagram, SnapChat eller Tiktok. Jeg har en Facebook som primært bruges til at styre min søns fodboldhold og diverse skole-relaterede ting. Herudover en LinkedIn og en X som primært bruges til arbejdsrelaterede forhold. Herudover sørger jeg for ikke at have nogle af de ovenstående Apps

på min telefon. Jeg kan kun tilgå dem via computeren. Det har den fordel at jeg primært tjekker ovenstående 5 minutter når jeg ankommer til kontoret, 5 minutter igen omkring frokost og 5 minutter hvis jeg arbejder om aftenen før sengetid. Men aldrig på telefonen.

I bund og grund handler det om at forstå hvor vigtig ens tid er og ikke spilde den. Et længere, men meget vigtigt citat herom fra bogen lyder:

> *I thought if I just made one billion dollars, I would be happy. But then I had the realizations that if you went to Warren Buffett and asked him whether he'd trade a billion dollars for a billion seconds, he'd take the time over the money. Would you trade lives with Warren Buffett? He has a net worth of approximately 130 billion $, access to anyone in the world, and spends his days reading and learning. That all sounds great, and yet I'm willing to bet that very few of you would agree to trade lives with him. Why not? Warren Buffett is, at the time of this writing, ninety-four years old. It doesn't matter how much money, fame or access he has – you probably wouldn't agree to trade your remaining time for his. On the flip side, as Graham Duncan pointed out, there is a decent change that Buffett would trade all of his billions of dollars to have your time. This brings a paradox to the surface – one I call the paradox of time: you are subconsciously aware of the immense value of your time, but you regularly and consciously take actions that disregard that value. In his "On the shortness of life", Seneca wrote: We are not given a short life but we make it short, and we are not ill-supplied but wasteful of it". You know how important your time is, yet you ignore its passage and engage in low-value activities that pull you away from the things that really matter. The goal is to bring to the surface the awareness of the precious nature of the time you do have. Without this awareness, you will never value time enough until suddenly, at the very end, it will become all that you value".*

En anden ting jeg prøver ihærdigt på (men stadig ikke helt mestrer endnu hver dag), er at lade min telefon blive i bilen når jeg kommer hjem og først tage den frem igen når mine børn sover. At have telefonen "væk" fra dig i de afgørende timer fra du kommer hjem til dine børn sover er umådeligt værdifulde. Udfordringen i en travl hverdag er man så pludselig ikke kan tjekke ens kalender mens man sidder i en samtale med konen omkring aftaler for weekenden, eller kan tjekke sin datters fodboldtider når hun spørger om hun skal spille kamp i weekenden osv. Men her må man gøre op med sig selv om det er informationer der er "need to have" (ie. hent telefonen og tjek efter) eller "nice to have" (man kan tjekke det senere).

Social wealth:

"Close your eyes and take three deep breaths. Imagine you're dead. You're at your own funeral. People are walking in, crying, hugging each other. Everyone sits down. Who is sitting in the front row? Imagine their faces. These people – your front row people – are the ones who truly matter. Open your eyes and think about them"

En af de ting jeg har gjort for at pleje sociale relationer er en der også relaterer sig til Time Wealth. Jeg forsøger så vidt muligt at undgå at bruge tid på at se eksempelvis Netflix, Sport osv. alene. Skal jeg se en film vil jeg så vidt prøve at gøre det sammen med konen eller eventuelt i biografen med børnene eller venner. Fodboldkampe prioriterer jeg at se live sammen med min far, lillebror og eventuelt børn, fremfor at sidde derhjemme alene og se kampene. Noget andet er at vise mine børn commitment og engagement i deres liv. Eksempelvis giver det mig (og min søn siger han) enorm glæde at være fodboldtræner for ham. At have den far/søn ting sammen og bruge tid sammen er enorm givende (min kone gør det samme i mine døtres gymnastik).

Det kan selvfølgelig aldrig gøres til perfektion. Eksempelvis er jeg glad for at følge med i cykelløb. Men det ville være både dyrt og tidskrævende at rejse rundt og følge med. Så her er fjernsynet ofte den eneste mulighed.

Herudover forsøger jeg at gøre mine andre "interesser" til sociale relationer. Eksempelvis er jeg glad for at spille Padel, hvilket har fået mig ind i en klub og på et hold hvor jeg har opbygget nye venskaber og gode relationer. Hvis jeg gerne vil drikke god vin, forsøger jeg at gøre det med gode venner, eller via en smagning i en vinklub med øvrige interessante mennesker fremfor alene hjemme. Alle mennesker er forskellige – nogle mennesker kan godt lide bare at være alene. Og så skal det selvfølgelig plejes. For mig er det sociale relationer med de mennesker der betyder mest for mig der giver mig mest livsglæde.

En anden faktor jeg har været meget bevidst omkring de seneste år, efter jeg er begyndt at tjene flere penge, er at undgå at købe statussymboler. Jeg får ofte tit spørgsmålet om hvorfor jeg bor i Hjallerup i stedet for at købe et dyrt hus i Hasseris (den mere velhavende del af Aalborg). Men hvorfor skulle jeg det? Jeg kender kun meget få mennesker der. Jeg har min familie, mine børns venner, mange af mine barndomskammerater og sociale liv i Hjallerup. Hvorfor skulle jeg flytte til Hasseris, blot for at kunne sige at jeg bor i Hasseris. Og nu er vi faktisk ved at bygge vores drømmehus i Hjallerup. Nogle spørger også hvorfor jeg kører i en 5 år gammel Hyundai i stedet for en ny lækker bil. Fordi jeg kan lide min bil og den kører fint. Og fordi jeg overhovedet ikke går op i biler. Af samme grund har jeg ikke et dyrt Rolex ur. Jeg har ingen forstand på ure (og smider dem ofte væk).

Data er ikke reviderede tal og kan derfor være behæftet med usikkerhed. Tallene stammer fra udtræk fra Symmetrys interne systemer, depotbanker mv. Det er vores bedste overbevisning, at de repræsenterer faktuelt korrekte tal. Afkastdata og indre værdi opdateres dog dagligt af fondens forvalter og rapporteres til værdipapircentralen.

Dermed ikke sagt at der er noget galt med dyre huse, biler og ure. Som Sahil Bloom skriver i bogen er det vigtigt at købe de ting man gerne vil have. Jeg har nogle gode venner der bor i Hasseris, fordi de altid har drømt om det. Det afgørende er blot at man køber den dyre bil fordi man altid har drømt om den, eller det dyre ur fordi man selv syntes det er fantastisk. Ikke fordi man ønsker at vise dem frem som statussymboler. Jeg har eksempelvis altid været vild med Audi R8 (så forhåbentlig kan jeg få en på et tidspunkt).

Sahil definerer det som forskellen mellem købt status og optjent status:

> *"This leads to an important distinction. There are two types of status. Bought and earned. Bought status is the improved social positioning garnered through acquired status symbols. Earned status, however, is the real respect, admiration, and trust received through hard-won treasures. "*

Mental wealth:

> *"Mental Wealth is about building on the foundation of curiosity that encourages you to search, explore, question and lean. It is through curiosity that you go on the journey to uncover and live by your purpose, unlock new insights and lifelong growth, and seek out the space necessary to think, reset, wrestle with questions and recharge".*

I den henseende er job som hedgefund manager fantastisk berigende. Man bliver aldrig låst i de samme vaner, systemer og tanker. Jobbet kræver at man altid skal være omstillingsparat og nysgerrig efter at lære ny viden og nye personer at kende. Pludselig kan du skulle forholde dig til en ny branche, ny teknologi eller nye personer. Man skal have en nysgerrighed efter hele tiden at lære nye ting. Mahatma Gandhi er kendt for at sige: "Live as if you were to die tomorrow. Learn as if you were to live forever".

Physical wealth:

Jeg har skrevet om i flere af de tidligere investorbreve hvordan jeg sørger for at få et fysisk overskud til at klare jobbet. Så jeg vil ikke gå mere i dybden med det her. Andet end gengive at jeg er fuldstændig enig med citatet nedenfor:

> *The first hour of your morning sets the tone for the entire day ahead. Thoughtful movement and nutrition during that window will make you feel more energized, focused and productive and provide a sense of structure and stability in an Otherwise unpredictable world"*

Er man typen der ryger 20 smøger og drikker 2 kander kaffe til morgenmad er tonen desværre sat for resten af dagen (og livet). Jeg prøver derfor altid at være meget religiøs med mine

morgenrutiner omkring søvn, kost, motion osv., hvilket gør at jeg kan have en mere afslappet holdning til det henover dagen.

Financial wealth:

Der er et udtryk der siger at penge ikke kan købe lykke, men at de gør vejen derhen nemmere. Der er en del om snakken. Eksempelvis viser en hurtig søgning på Chatgpt, at mellem 30 og 40 % af alle skilsmisser skyldes finansielle problemer. Vendt på hovedet. Ved at have en stærk økonomi kan du mindske risikoen for at blive skilt med 30-40 %. Penge giver dig mulighed for oplevelser med de personer der betyder mest for dig. Men det vigtigste for mig, er at de skal give dig mere tid, ikke fjerne din tid. Hvis du skal arbejde 100 timer om ugen og aldrig se dine børn er de intet værd. Men kan du eksempelvis bruge dem på at få ordnet husarbejde, havearbejde osv. som ellers ville optage din tid, og dermed frigøre mere tid med dine børn bliver de pludselig guld værd.

Men det vigtigste er at huske at finansiel rigdom alene ikke giver lykke. Som Sahil Bloom skriver i bogen:

> "*Many billionaires who have amassed extraordinary riches lack some of the most basic markers of a happy, fulfilling life. Consider the shocking fact that, at the time of this writing, the ten richest people in the world have a combined twelve divorces among them. The Pyrrhic victory – Winning the battle but losing the war*"

Som Sahil også prøver at forklare, må Financial Wealth aldrig være et mål i sig selv. Financial Wealth skal kunne bruges til at forbedre de andre 4 Wealth faktorer – ikke minimere dem. Men som han også skriver, kan der være tidspunkter i en livscyklus hvor man skal fokusere mere på den ene faktor fremfor den anden. Eksempelvis er det ofte smart at fokusere på at opbygge Financial Wealth tidligt i livet, som så kan bidrage positivt til de andre faktorer senere hen.

For at slutte af vil jeg bruge et citat fra Apple CEO Tim Cook fra bogens omslag:

> *"A powerfull call to action to think deeply about what lights you up"*

Jeg får ofte spørgsmål til hvordan jeg strukturerer mig dagligdag som helhed – men også hvad det er vi bruger vores tid på i løbet af dagen. "Hvad laver i egentlig?" For at tage jer igennem dette har jeg i uge 33 skrevet dagbog som der kan følges med i nedenfor:

Data er ikke reviderede tal og kan derfor være behæftet med usikkerhed. Tallene stammer fra udtræk fra Symmetrys interne systemer, depotbanker mv. Det er vores bedste overbevisning, at de repræsenterer faktuelt korrekte tal. Afkastdata og indre værdi opdateres dog dagligt af fondens forvalter og rapporteres til værdipapircentralen.

En uge som hedge-fund manager:

Mandag den 11/8:

Står op kl. 6.05. Jeg har ofte en forholdsvis striks morgenrutine som på nær få undtagelser gentages hver dag. Først laver jeg ca. 5-10 minutters strækøvelser og nogle lette styrkeøvelser (air-squats og push-ups) for at få gang i kroppens blodcirkulation. Derefter et kort bad. Jeg laver mig derefter en halv liter vitamindrik bestående af Green Powder, Kreation, Collagen og Elektrolytter. Jeg er ret striks på at skulle drikke dette før jeg må drikke kaffe for at sikre en god hydrering henover dagen.

Laver børnenes madpakker klar og spiser morgenmad med dem (5-6 dage om ugen spiser jeg proteinpandekager bestående af banan, æg, proteinpulver, valnødder, chia-frø, hørfrø og havregryn)

Sender børnene afsted til skole omkring 7.30, hvorefter jeg går en tur med hunden (foretrækker minimum 5-10 minutters frisk luft om morgenen). Derefter afsted mod kontoret med ankomst omkring kl. 08.

Opdaterer min regnskabsmodel for PAR Technology efter fredagens regnskab. Genlæser transcript fra conference call. Da jeg læste regnskab og lyttede til conference call fredag var det ret skuffende. Men efter en nærmere gennemgang ligner faldet en kæmpe overreaktion. Beslutter mig for at købe en del op i aktien. PAR er en aktie der konstant bliver ved med at give os muligheder. Vi købte før og under Covid omkring 10-20 USD. Solgte størstedelen i 2021 omkring 60-90 USD. Købte stort op igen i 2022 omkring 20-35 USD. Solgte en stor del i 2024 i 60-80 USD og har nu igen her i 2025 købt en del op – senest i 45-50 niveauet efter regnskabet. PAR har vokset sin ARR konsekvent over hele periode, leveret attraktive opkøb og er blevet profitabelt. Alligevel har aktiemarkedet givet os 3 muligheder for at købe aktien billigt. Volatilitet i markedet er virkelig en fordel for den langsigtede investor.

Fra 11-12 har jeg et teams-møde med ledelsen fra FBD Group. Det kører stadig rigtig godt for dem og aktien er voldsomt billig. Med en organisk præmievækst på ca. 10 % og en dividend yield på 13-15 % er det virkelig en aktie man sover godt om natten ved at eje. Mit teams-møde med ledelsen understreger blot igen hvor konservative de er i deres tilgang – noget vi godt kan lide for et forsikringsselskab. Markedet er stadig sundt og deres indtjening vil fortsætte med at forbedres de kommende år i takt med at deres obligationer bliver reinvesteret til højere renter.

14.30 har Kim og jeg møde med en finansiel rådgiver der rådgiver formuende kunder. Rådgiveren har over tiden sendt flere kunder til os – vi giver dem en status på Symmetrys forretning og hvordan vi ser tingene for tiden. Vi er glade for at arbejde med 4-5 udvalgte finansielle rådgivere

Data er ikke reviderede tal og kan derfor være behæftet med usikkerhed. Tallene stammer fra udtræk fra Symmetrys interne systemer, depotbanker mv. Det er vores bedste overbevisning, at de repræsenterer faktuelt korrekte tal. Afkastdata og indre værdi opdateres dog dagligt af fondens forvalter og rapporteres til værdipapircentralen.

som forstår vores forretning og har stor tiltro til os – og dermed glædeligt henviser deres kunder til os uden nogen form for kickback eller provision.

Klokken 16 kører jeg mod Brønderslev hvor den står på padel-træning fra 17-19. Drikker en øl med holdkammeraterne og kører mod Hjallerup ved 21-tiden. Når at sige godnat til konen inden jeg tager en halv times arbejde foran computeren. Gennemgår mine mails, sociale medier (X, Linkedin og Facebook – har ingen SoMe apps på telefonen så tjekker dem ofte kun 1-2 gange dagligt fra computeren). Læser et tegus call om IWG – en tidligere portfolio director hos WeWork diskuterer IWG's transition til asset light – overordnet positiv tone omkring Flexoffice-spacet i fremtiden. Sengetid ca. klokken 22.15

Tirsdag den 12/8:

Står op 5.10 hvorefter jeg gentager morgenrutinen (strækøvelser, vitamindrik, proteinpandekager og en kort gåtur). Kører til Aalborg 5.30, hvorefter den står på 1 times styrketræning med en personlig træner fra 06-07. Herefter et bad og ind på kontoret ca. 7.20

Jeg læser 2 investor-letters fra et par fund managers som jeg respekterer. Der kommer en enkelt potentiel ide ud af det som jeg noterer jeg skal følge op på.

Jeg skriver det meste af det halvårlige investorbrev til investorerne (hvad du læser nu). Jeg får altid en stor glæde ud af at dele ud af mine betragtninger. Både hvad gør sig omkring enkeltaktier som vi finder interessante, samt alt andet investeringsrelevant.

Lytter til Burfords conference call og læser regnskabet igen. Aktien har været på observationslisten igennem flere år – men jeg kan stadig ikke 100 % finde ud af hvad jeg skal mene om selskabet endnu.

Til middag har jeg et internt møde med Kim omkring investor relations og fundraising. Gennemgår hvordan vores pipeline ser ud, hvordan vores inflow er ÅTD, samt hvilke events vi skal have i kalenderne henover efteråret.

Kører hjem ca. kl. 16. Samler min søn op derhjemme og kører til fodboldtræningen med ham. Har træning fra 17-18. Som træner skal jeg lige være der før og sætte kegler op og finde bolde frem samt hjælpe med at rydde op bagefter. Det er altid en fornøjelse at træne min søn og hans kammerater. Der bliver givet fuld gas på banen og de hygger sig.

Får et glas champagne med konen på terrassen inden aftensmaden mens børnene bader – endelig noget lækkert sommervejr i Danmark. Aftensmad 18.30 for hele familien. Har mor og far "på besøg" (vi bor i deres hus mens vi bygger nyt hus – så de er på besøg i deres eget hus – de bor

i sommerhuset pt.). Går efterfølgende en tur med forældrene ned og se vores byggeri og få lidt frisk luft. Det nye hus tager sig godt an og der er heldigvis kun et par uger til vi kan flytte ind.

Putter børnene og synger godnatsang klokken 20. Sidder med computeren 1 times tid i stuen mens jeg snakker med konen og forældrene. Får lige besvaret et par emails og læst en rapport fra SEB: *"SEB Investigates: 10 factors for success in capital goods"* Får et par input til både lange og korte ideer indenfor capital goods jeg skal kigge nærmere på.

Onsdag den 13/8:

Står op 6.05 og gentager morgenritualet. Hygger lidt med børnene henover morgenmaden (jeg har dem mandag, onsdag og fredag morgen hvor konen er i fitness eller arbejder tidligt, mens hun har dem tirsdag og torsdag morgen hvor jeg er i fitness). Afleverer børnene kl. 7.45 og kører til kontoret.

Bruger den første time på at forberede materiale til næste uges bestyrelsesmøde – gennemgår svar på vores investortilfredsundersøgelser (heldigvis har vi igen ekstremt tilfredse investorer) samt de interne budgetter.

Læser derefter Paretos rapport: "*Summer Turbulence Risk Still Present*" Vi er ikke makroinvestorer, men vi tager gerne de input ind vi kan få fra dygtige analytikere.

Følger op på et par eksisterende short positioner og beslutter at øge dem en smule.

Spiser frokost med en potentiel ny investor i fonden hvor vi gennemgår Symmetry.

Klokken 13 har jeg et møde med en anden europæisk fund manager fra DAGH regionen der driver en succesfuld fond der. Vi gennemgår et par aktuelle cases vi har tilfælles og et par øvrige ideer. Det er altid godt at catche op med ligesindede investorer.

Klokken 14 har jeg et møde med Bloomberg sammen med Henrik og vores CTO Jon. Vi har heldigvis nået en størrelse i AUM nu hvor en Bloomberg terminal er indenfor vores økonomiske rækkevidde. Sælgeren (kalder sig vidst relationship manager eller sådan noget) fra Bloomberg giver os en god gennemgang af platformen. Vi har samtidig mulighed for at bruge deres API til vores internt udviklede IT-system. Dette vil forbedre vores datakvalitet markant og give os muligheder for at udvikle yderligere værktøjer til research, porteføljestyring og risikostyring.

Smutter hjem klokken 16. Den store pige er til fodbold og den lille er til Gymnastik med konen. Får lidt ekstra kvalitetstid alene med min søn. Han læser højt for mig mens jeg forbereder aftensmaden. Får 3 kammerater på besøg til aftensmad. Får ryddet op og sagt godnat til børnene inden kammeraterne og jeg tager til det nye hus og spiller en padelkamp (dejlig nemt at have en

bane i baghaven). Smutter hjem omkring kl. 22. Lytter til IAC's præsentation hos Oppenheimer mens jeg børster tænder og gør mig sengeklar. Aktien har sat sig en del efter regnskabet. Vi ser det som en overreaktion og har købt op.

Torsdag den 14/8:

Stod op 5.10 hvorefter jeg gentog morgenrutinen. Kører til Aalborg 5.30 hvorefter den står på 1 times styrketræning med en personlig træner fra 06-07. Herefter et bad og ind på kontoret ca. 7.30.

Læser JDC Groups halvårsregnskab umiddelbart efter at det kommer kl. 7.30 og opdaterer mine modeller for selskabet på bagkant heraf. Regnskabet er super flot (gennemgås til sidst i halvårsbrevet).

Derefter går jeg igennem regnskabet for Admiral Group som også er kommet om morgenen. Vores case har hele tiden været at deres Qouta-share kontrakter ville give dem en stor indtjeningsfremgang over de kommende år. Heldigvis fik vi ret – Admiral øgede EPS ca. 70 % i H1 2025 sammenlignet med året før. Aktien reagerer pænt og stiger ca. 7 %.

Gennemlæser et Teguss-call omkring en af vores short-positioner. Eksperten bekræfter vores investeringscase – at branchen i stigende grad bliver mere konkurrencepræget, hvilket er begyndt at presse marginerne ned hos alle spillere.

Lytter til JDC's conference-call fra 14-15. Mange spændende iagttagelser. Analytikerne viser også mere positive og kan virkelig se potentialet i deres opkøb af FMK Group.

Forlader kontoret omkring 15.45, hvorefter jeg kører hjem og henter min søn inden den står på fodboldtræning fra 17-18. Spisning med familien fra 18.30 ca. og derefter en gåtur med konen.

Børnene puttes omkring kl. 20 hvorefter jeg kører til blokhus for at gøre klar og dække op til min brors polterabend om lørdagen. Med en halv times kørsel hver vej, har jeg mulighed for lige at lytte til conference call fra Admiral. Stadig super imponeret af dem, men beslutter at tage lidt profit i selskabet efter den store stigning. Kommer hjem kl. 22 og sender et handelsforslag herpå til vores broker/administrator – besvarer et par e-mails og et par DM på X inden jeg går i seng 22.30

Data er ikke reviderede tal og kan derfor være behæftet med usikkerhed. Tallene stammer fra udtræk fra Symmetrys interne systemer, depotbanker mv. Det er vores bedste overbevisning, at de repræsenterer faktuelt korrekte tal. Afkastdata og indre værdi opdateres dog dagligt af fondens forvalter og rapporteres til værdipapircentralen.

Fredag den 15/8:

Står op 6.05 og gennemfører morgenrutinen. Den står på hjemmearbejdsdag, så der er lidt ekstra tid til at hygge med ungerne henover morgenmaden.

Klokken 8.15 kommer dyrlægen på besøg for at aflive vores hund der desværre er blevet syg (heldigvis nåede vi at have hende i 13 år). Selvom jeg aldrig har været dyremenneske (troede jeg før jeg mødte min kone og hendes hund), var jeg virkelig kommet til at elske vores lille familiemedlem. Det er hårdt at sige farvel og holde tårerne tilbage, samtidig med at skulle trøste og være der for konen og børnene som er endnu mere rørt.

Fra 9-10 deltager jeg i Shelly Groups conference call. Det står stadig tydeligt at Shelly er en langsigtet vinder i IOT-markedet. Selvom aktien er steget og er forholdsvis dyr på omkring 30x P/E er vi stadig komfortable med at holde en mindre position.

Har et privat webmøde med direktøren fra JDC Group fra 10-11. Sebastian er som altid skarp og ambitiøs for forretningen. Vi får stillet alle de spørgsmål vi har og får gode svar. Vi er stadig super spændte på fremtiden for JDC.

Vi besluttede at give børnene en fridag (og konen og jeg en halv fridag) efter morgenens begivenhed. Vi tager sammen i Aalborg klatrepark, hvor vi tilbringer nogle hyggelige timer og får afledt opmærksomheden hen på noget andet.

Hjemme igen forbereder jeg mig lidt til IWG's regnskab der kommer i næste uge. Der er en del at tage ind og forstå pga. konverteringen til US GAAP og USD accounting.

Kl. 15.30 kører jeg til Aalborg med min søn, hvor han går til specieltræning i AaB. Det er mærkeligt og til dels også skønt blot at skulle være tilskuer til en træning, når man er vandt til at være ham der skal styre træningen. Har min datter og hendes 2 veninder med også. Efter træningen tager vi alle 5 ind og ser AaB spille fodboldkamp hvor vi har spisning inden. Desværre taber de kampen efter en elendig indsats – men stemningen i bilen hjem er stadig god. Hjemme 21.30, putter børnene, hvorefter jeg lige tjekker et par emails og lukningen af det amerikanske marked før jeg går i seng.

Lørdag den 16/8:

Vågner op kl. 6.15 – gentager mit morgenritual. Tager et bad og tjekker de væsentligste nyheder på telefonen. Får sagt godmorgen til familien hvorefter den står på polterabend for min lillebror

resten af dagen. Tager afsted hertil omkring kl. 8.00 for at overraske ham, hvilket fortsætter dagen ud.

Søndag den 17/8:

Vågner op i mine forældres sommerhus med milde tømmermænd hvor vi havde overnattet efter lørdagens polterabend. Formiddagen gik med at rydde op i sommerhuset og sige farvel til alle gæsterne. Derefter hjem til Hjallerup og tilbringe tid med familien, herunder bruge tid på at gøre rent og flytte ting i det nye hus. Om eftermiddagen tager hele familien en tur på stranden og derefter hen for at se en ny hundehvalp vi overvejer at købe.

Om aftenen fra ca. 20-22 er der dedikeret tid til at skrive nyhedsbrev til mine investorer (det du læser nu). Alle de små noter fra ugens løb omdannes til flydende tekst og der læses korrekturlæsning. Så mangler blot oversættelsen til engelsk der må komme senere. Sengetid omkring kl. 21.30 (kan mærke man er lidt træt fra dagen før) og ugen er slut 😊

Porteføljen:

GiG/Gentoo Media:

Gaming Innovation Group (GiG) som nu er delt i Gentoo Media og GiG Software er et skoleeksempel på hvordan forventninger i markedet spiller ind på resultatet af en investering. Da GiG i slutningen af 2024 lavede deres spin-off af deres software-forretning, var stemningen blandt alle jeg snakkede med at det var dejligt at man kunne slippe for at eje softwareforretningen og blot kunne eje mere af den gode forretning. Flere vi snakkede med handlede også derefter. Vi så situationen anderledes. I prospektet fremgik det at G2M ville betale en stor mængde kontanter til GiG Software både før og efter spin-off, hvilket betød at G2M ville få en meget stor gæld, mens GiG Software ville være gældfri med en god kontantposition. Samtidig var den nye ledelse ved at få styr på GiG Software og de havde stærke incitamentsprogrammer til at levere. Omvendt var der flere faktorer som ramte G2M's branche, herunder AI, ændrede søgemaskiner hos Google samt regulatoriske ændringer. Vi solgte derfor i slutningen af 2024 og starten af 2025 en stor del G2M og købte op i GiG Software i stedet. Vi købte det alle andre ikke ville eje og solgte det alle ville eje. Det viste sig at være en fremragende beslutning. Her midt i 2025 er GiG Software steget med 71 % YTD mens G2M er faldet med 57 % YTD. Selvom vi forventer en nedjustering fra G2M når de rapporterer deres Q2 regnskab er vi på det seneste begyndt at sælge GiG Software og købe G2M for at rebalancere tilbage i den aktie alle nu hader at eje og sælge den alle vil ind i.

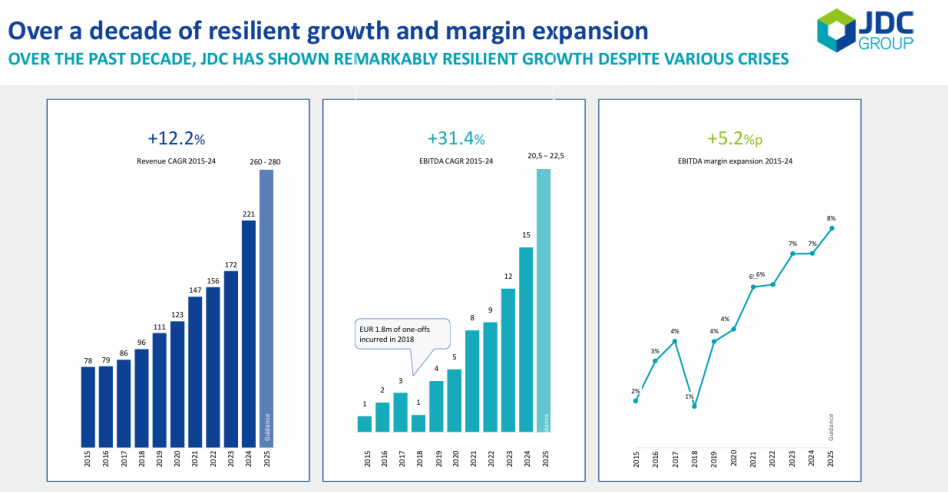
Protector:

Vi har været kæmpe fans af Protector i +10 år og er det stadig. Men efter de seneste stigninger mener vi størstedelen af potentialet er indregnet og risikoen er blevet større. Vi begyndte derfor at sælge fra +400 og hele vejen op til +500. Vi har besluttet at holde en mindre position så længe de stadig leverer varen. Men ønsker en bedre værdiansættelse for at tage en fuld position igen.

Data er ikke reviderede tal og kan derfor være behæftet med usikkerhed. Tallene stammer fra udtræk fra Symmetrys interne systemer, depotbanker mv. Det er vores bedste overbevisning, at de repræsenterer faktuelt korrekte tal. Afkastdata og indre værdi opdateres dog dagligt af fondens forvalter og rapporteres til værdipapircentralen.

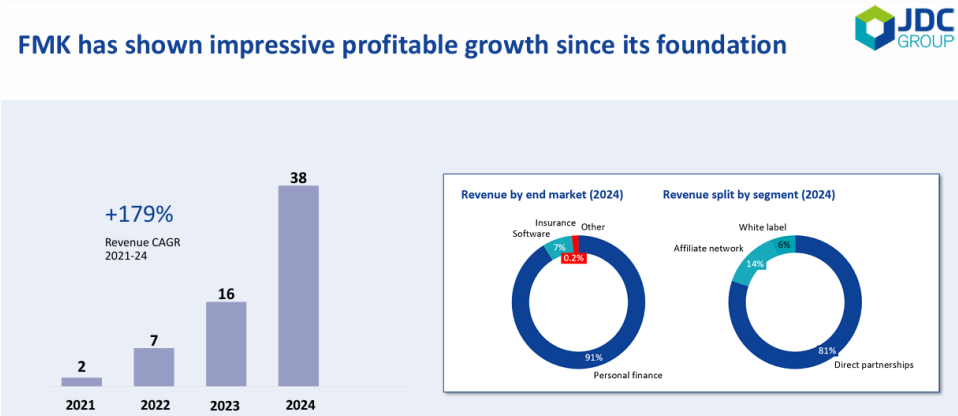
JDC Group:

JDC Group fortsætter med at levere fremragende resultater. Og aktiemarkedet er også endelig begyndt at forstå potentialet. I de første 6 måneder af 2025 voksede omsætningen med 14 % YoY og EBITDA med 24%. Bundlinjen voksede endnu mere.



Ser man over en længere tidshorisont er potentialet endnu større. Omsætningen er vokset med 12 % i gennemsnit mens EBITDA er vokset med +30 % om året. Med indregningen af FMK fuldt ud i 2026 er vi ret sikre på at EBITDA vil fordobles til ca. 40 millioner EUR. Dette uden nogen form for dilution. Efter over flere år at have opbygget deres IT-platform og landet nye kunde-aftaler, begynder de nu at høste frugterne heraf og ser deres platform skalere marginerne opad, præcist som vi har forventet.

JDC annoncerede i starten af august at de har opkøbt 60 % af FMK Group. Jeg tror de fleste investorer har svært ved at forstå potentialet i dette opkøb.



FMK er i sig selv en fantastisk forretning. Siden startet har de vokset omsætningen med 180 % om året, samtidig med at de er meget profitable med 30 % marginer. JDC har betalt en multiple på ca.

Data er ikke reviderede tal og kan derfor være behæftet med usikkerhed. Tallene stammer fra udtræk fra Symmetrys interne systemer, depotbanker mv. Det er vores bedste overbevisning, at de repræsenterer faktuelt korrekte tal. Afkastdata og indre værdi opdateres dog dagligt af fondens forvalter og rapporteres til værdipapircentralen.

8x herfor, hvilket i sig selv er meget billigt. Selvom væksten i FMK's Personal Finance segment vil komme ned herfra, forventer JDC stadig at de vil fortsætte med at vække.

Der hvor det helt store potentiale er for JDC, er at de kan hjælpe FMK med deres knowhow og evner indenfor forsikringsbranchen. FMK er selv lige startet op indenfor forsikring med gode LTV/CAC. Det er dog stadig kun 1 % af deres omsætning, selvom det er det potentielt største segment. JDC kan hjælpe FMK med at vinde det marked. Samtidig kan FMK øge tilgangen af nye kunder til JDC's platform markant.



JDC har data, kontrakterne og den knowhow der skal til for at hjælpe FMK med at få succes indenfor forsikring. I dag får FMK en engangsindtægt på ca. 60 EUR når de sender en forsikringskunde over til en partner. Men JDC vil via deres platform kunne opnå en LTV på minimum 300 EUR og ofte over 1.000 EUR på den samme kunde.

Via JDC kan FMK derfor:

1) Få adgang til +200 integrationer med forsikringspartnere sammenlignet med de få aftaler de har i dag
2) Få adgang til en stor mængde data der kan forbedre deres "targeting" – herunder også via Morgen&Morgen.
3) Have mulighed for at øge CAC markant og derfor få et større TAM.

FMK har allerede nu bevist at de kan købe en kunde til 10-30 EUR og få en kommission på 40-50 EUR. Men i og med at livstidsværdien for kunden for JDC er 5-20 gange højere, har FMK mulighed for også at købe kunderne dyrere, hvilket vil gøre at de vil kunne sende markant flere af dem til JDC.

Symmetry er stadig en af de største aktionærer i JDC Group med en ejerandel på ca. 3 %. Vi mener rejsen først lige er begyndt og at ledelsen er ved at opbygge en milliardforretning med en aktiekurs over 100 EUR.

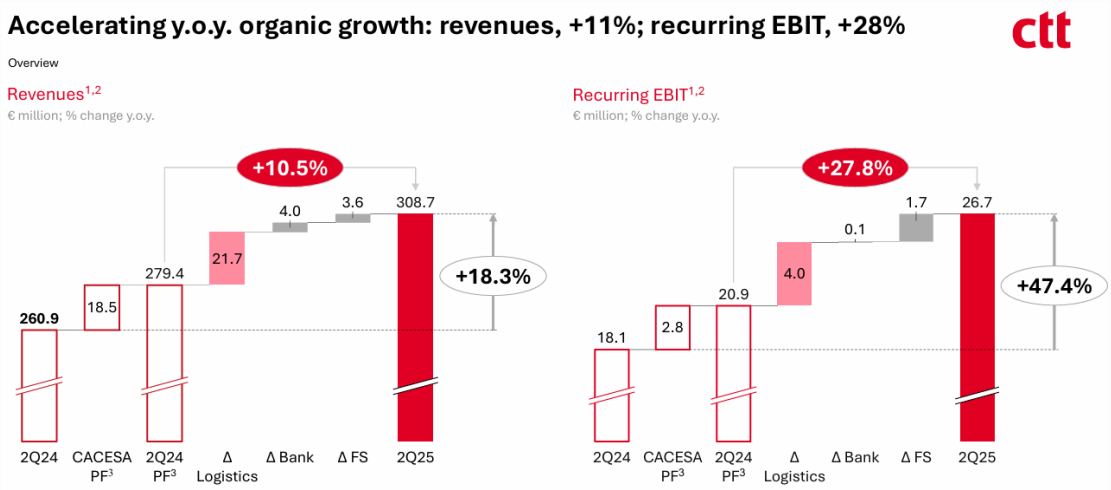
CTT Portugal:

CTT er efter stigninger i aktien i dag vores største position. Heldigvis for os performer de også fantastisk.

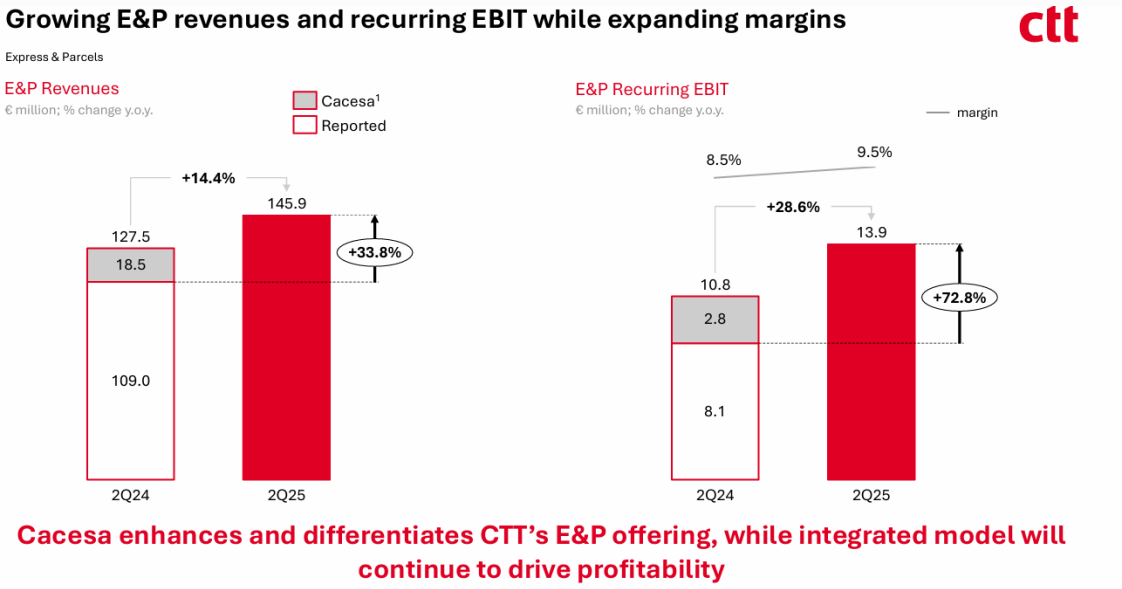
Vi beskrev tidligere på året hvorfor vi er så begejstrede for CTT:

CTT Analyse

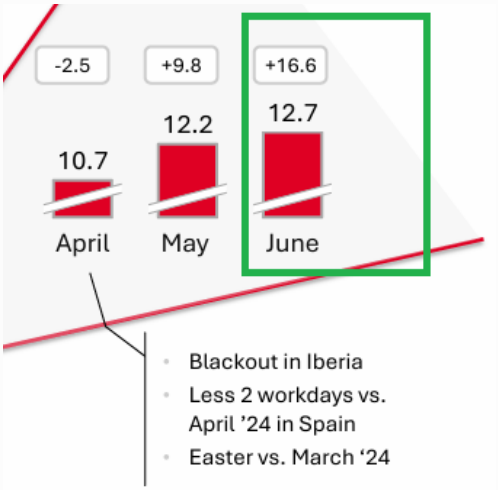
Heldigvis udspiller størstedelen af casen sig fuldstændig som vi har forventet:



I andet kvartal voksede omsætningen med 11 % organisk og EBIT med 28 % organisk. Inkluderer man Cacesa som blev konsolideret 2 måneder i Q2 steg omsætningen med 18 % og EBIT med 47 %.

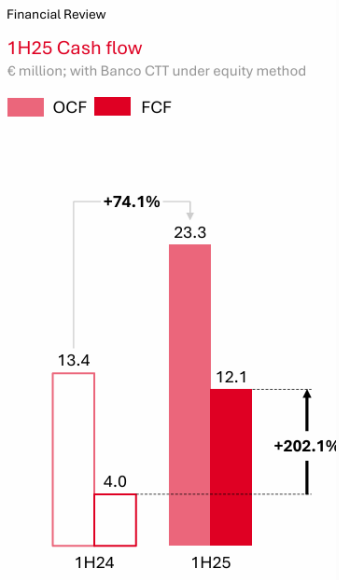


Og indtjeningsvæksten kommer fra det vigtigste segment, E&P. Her voksede man 14 % organisk og EBIT 29 % organisk, mens væksten inklusiv 2 måneder af Cacesa var 34 % og 73 %.



Data er ikke reviderede tal og kan derfor være behæftet med usikkerhed. Tallene stammer fra udtræk fra Symmetrys interne systemer, depotbanker mv. Det er vores bedste overbevisning, at de repræsenterer faktuelt korrekte tal. Afkastdata og indre værdi opdateres dog dagligt af fondens forvalter og rapporteres til værdipapircentralen.

Og efter en svag april måned er væksten accelereret igen og ledelsen forventer 15 % volumenvækst (+20 % organisk omsætningsvækst) for resten af 2025.



CTT er også blevet markant bedre til at generere cash. Det operationelle cash flow steg hele 74 % i H1 og det frie cash flow med 202 %.

Med høj organisk vækst og fuld konsolidering af Cacesa forventer vi en stærk afslutning på året. De forventer samtidig at lukke deres JV med DHL i slutningen af året, hvilket vil bane vejen for stærke resultater i 2026 også.
Herudover findes der stadig mulige strategiske optionaliteter i forretningen, såsom et salg af deres bank, deres ejendomsportefølje eller flere attraktive opkøb.

Data er ikke reviderede tal og kan derfor være behæftet med usikkerhed. Tallene stammer fra udtræk fra Symmetrys interne systemer, depotbanker mv. Det er vores bedste overbevisning, at de repræsenterer faktuelt korrekte tal. Afkastdata og indre værdi opdateres dog dagligt af fondens forvalter og rapporteres til værdipapircentralen.

	2027 EBIT	Multiple	Valuation
Mail	10	5	50
Banco CTT	40	8	320
Financial Services	40	8	320
CTT Expresso	130	13	1690
			2380
49 % minority stake in CTT Expresso			-828
Cash proceeds from selling 24 % stake			390
49 % stake in DHL Iberia			225
Payment for 24 % stake in DHL Iberia			-82
Fair value of real Estate			200
9 % minority interest in Banco CTT			-29
Employee benefits			-130
Net cash			150
2025-2027 cash generated			400
Total fair value 2027			**2676**
Shares outstanding			134
Fair value per share			**20,0**
Current share price			5,7
Total 3 year upside			**250%**
Total 3 year CAGR			52%

Vi skrev i vores analyse tilbage i januar at vi mente fair value i 2027 ville være ca. 20 EUR. Det mener vi stadig er realistisk. Selvom aktien siden er steget fra 5,7 EUR til 7,8 EUR er det stadig en upside på 156 % over de næste 2,5 år. Derfor er CTT i dag vores største position.

Data er ikke reviderede tal og kan derfor være behæftet med usikkerhed. Tallene stammer fra udtræk fra Symmetrys interne systemer, depotbanker mv. Det er vores bedste overbevisning, at de repræsenterer faktuelt korrekte tal. Afkastdata og indre værdi opdateres dog dagligt af fondens forvalter og rapporteres til værdipapircentralen.