symmetry
Investering i balance

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



Nyhedsbrev

2. halvår 2022

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

I dette nyhedsbrev vil vi opsummere på året 2022 og gennemgå forskellige topics som vi finder relevante.

Tabel: Historiske afkast i procent

I tabellen fremgår historiske afkast og nettoeksponering siden stiftelsen i 2013

%	Jan	Feb	Mar	Apr	Maj	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dec	FYTD	Avg. Net Exposure
2013						8,1			7,9			15,0	34,1	N/A
2014			3,2			10,2			2,8			17,0	36,8	N/A
2015			6,8			23,2			-13,3			5,7	20,5	76,0
2016			1,3			10,6			3,5			3,4	19,9	44,3
2017	6,2	3,2	0,7	4,0	5,1	-2,7	1,1	-2,7	0,6	3,3	-2,1	-0,7	16,8	46,5
2018	1,9	-4,5	-4,4	0,8	-0,8	-5,9	-4,5	-1,8	-0,9	-12,8	1,9	0,3	-27,7	75,2
2019	7,3	6,4	4,5	4,5	-2,4	6,3	0,5	-7,1	5,8	0,3	10,0	2,5	44,4	73,3
2020	2,0	-4,1	-37,2	22,6	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

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

Tabel: Performance i forhold til Benchmark

Nedenfor er vist vores langsigtede og kortsigtede performance i forhold til MSCI Europe SmallCap[1]

	2022	Total	IRR
Symmetry Invest	-16,4%	422%	18,3%
MSCI EU SmallCap	-22,5%	81%	6,2%

Vi vil som altid give et mere detaljeret 2022 review i vores årlige investorbrev. Men grundlæggende har 2022 været det nok sværeste år at være investor siden vi startede fonden tilbage i 2013. Selvom vores afkast i 2018 var dårligere end i 2022, skyldtes tabet i 2018 mere interne fejl, mens 2022 har været et svært år for de fleste managers. Vi sætter en høj bar internt for hvad vi vil opnå. Folk spørger nogle gange om det ikke er et stort pres at forvalte så mange af andre folks penge. Det er dog meget sjældent at jeg mærker et pres fra mine investorer, hvilket nok til dels også

[1] *Vær opmærksom på at vi i 2022 ændrede benchmark i vores eksterne kommunikation. Vores historiske benchmark er stadig inkluderet I interne månedsrapporter til investorer som sammenligning.*

skyldes at vi har nogle dygtige langsigtede investorer. Men som konkurrencemenneske er det største pres altid indefra. Jeg vil vinde og være den bedste. Den svære balancegang er, at hvis man vil være den bedste på lang sigt bliver man nødt til at acceptere år hvor man ikke ser god ud. 2022 var som nævnt et svært år at navigere i. Vi kom heldigvis forholdsvist defensivt ind i året, med en lavere nettoeksponering end normalt, samt en større short bog, plus nogle øvrige hedging instrumenter. I takt med at flere aktier på vores watchliste faldt med over 50 % henover året, begyndte vi løbende at købe op og positionere os til høje fremtidige afkast. Dette med et helt bevidst mindset om at vi kunne ende med at underperforme markedet på den korte bane. Dette er helt ok for os. Vi har intet imod at underperforme på den korte bane. Vi er helt okay med at tage risiko i situationer hvor man bliver betalt ekstraordinært herfor. Dette var ikke tilfældet i slutningen af 2021, hvorfor vi var defensivt positioneret. Dette er helt klart tilfældet ultimo 2022. Det betyder også at vi har underperformet lidt i Q4 2022. Markedet er steget igen, men det er primært flow ind i mere kendte navne og largecaps etc. Vores små, obskure small-cap ideer har ikke fået samme rebound. Og fordi vi har været fokuseret på at købe op i nogle meget oversolgte navne, er vi også blevet ramt af "tax-loss-selling" og "window dressing" i Q4. Det har i nogle tilfælde været som at købe faldende knive. Igen, dette er helt ok for os. Når markedet tilbyder os nogle ekstraordinært gode muligheder skal vi være klar til at gribe dem, uanset at det kan betyde kortsigtede fald.

Og på trods af vores underperformance i Q4 endte vi alligevel med at slå det europæiske small-cap marked ret markant i 2022. Selv om Symmetry som helhed er agnostisk indenfor sektorer vi investerer i, har vi historisk haft en overvægt mod teknologi. Dette har hjulpet os meget i 2019-2021, men også været en hæmsko i 2022. Alligevel er vi kommet hæderligt igennem 2022, som følge af gode afkast fra shorts og hedges. Vi har dermed undgået de store fald på over 50 % som flere af vores kollegaer har oplevet. Flere af de managers, der ligesom os leverede høje afkast i 2019-2020, har set deres IRR siden stiftelsen falde fuldstændig sammen og i nogle tilfælde gå negativ. Vi har på trods af et svært 2022 stadig leveret et årligt afkast siden stiftelsen på 18,3 % netto og over 20 % brutto. Over en periode på nu snart 10 år (jubilæum til marts).

Så selvom vi ikke er tilfredse med vores afkast i 2022 står vi stadig oprejst på vores ben, med en hæderlig langsigtet track record og et setup og struktur der gør os klar til at kæmpe for at levere gode afkast de næste 10 år.

The FOMO cycle:

2021 boblen i aktiemarkedet går under hvad vi internt kalder FOMO-boblen (fear of missing out). Det virkede som om at alle var så bange for at miste den næste optur, eller "bliv-rig-hurtig" trend, at de kastede sig over værdilæse kryptoprojekter eller SPAC's, uden at have gjort sig nogen form for due diligence. Og det var ikke kun forholdt retail-investor. Vi har senere erfaret at selv enorme VC-fonde såsom Sequoia investerede i FTX, uden nogen form for rigtig due diligence proces, nok fordi de var bange for at miste en ny hot deal. Heldigvis investerer Symmetry aldrig i den type cases. Men hvad der er næsten mere vanvittigt end ovenstående, var den tendens der var til at folk ikke ville tage profit hjem på deres højtflyvende vinderaktier. Mængden af folk der gik på podcasts og fortalte "Jeg skal aldrig sælge mine vindere – jeg sælger altid får tidligt) var enestående. Det virkede som om, at alle der så deres yndlingsaktie stige fra 5x omsætningen til 20x omsætningen stadig mente aktien var et screaming buy (Nick Sleep solgte jo heller ikke Amazon). Problemet er bare at ikke alle aktier ender som den næste Amazon. Mens væksten løbende aftog faldt, disse aktier i stedet fra 20x omsætningen til 3x omsætningen i værdiansættelse. En af de ting vi har været mest stolte af over denne cyklus har været vores valuation disciplin. Vores disciplin har tilladt os at tjene på den store optur der var i 2020-2021, men stadig undgå de enorme tab mange managers har haft i 2022. Vi fik markant reduceret positioner i vinderaktier såsom Kambi og Naked Wines på vejen op. Og vi fik solgt totalt ud af aktier som GAN or CDON med store gevinster. Vi formåede samtidig at geninvestere disse gevinster i mere sikre aktier såsom Protector og Catella. Men vi kunne og skulle have gjort endnu mere. I stedet for bare at trimme nogle aktier skulle vi havde solgt totalt ud af disse navne. Der er mange ting vi kan lære fra denne cyklus og mange fejl vi har begået. Vi håber at kunne lære fra dem så vi vil klare os endnu bedre henover den næste cyklus.

You only get one chance

En anden af de observationer jeg har spottet over det sidste års tid er den holdning der spreder sig til "underperformende managers" såsom, "de kan jo bare starte forfra uden high-water-mark". For mig at se er det en meget forfejlet fortolkning. Mens det er korrekt rent principielt at man bare kan lukke sin fond og starte op forfra, så er det i praksis helt anderledes. Investorer husker, og ens navn hænger fast til ens fond. Herudover er størstedelen af managers både fagligt stolte og har en god moral. Når der tabes penge skal de også tjenes tilbage igen. Mens der er få eksempler såsom Bill Ackman der lukker Gotham for at starte Pershing, er det mere undtagelsen end reglen at managers kan dette. For mig at se er dette en branche hvor man kun får EN chance for at gøre det rigtigt. Derfor ser vi også ofte de fleste managers kaste blod, sved og tårer ind i at bygge den bedste track-record de kan for deres investorer.

Derfor gør det mig også ret ked af det, når jeg ser den enorme ”bashing” der foregår på sociale medier af nogle af de managers der underperformer markant. Mens jeg kan forstå at man kører lidt på (joker om) Cathy Wood og andre virkelighedsfjerne fantaster, så forstår jeg ikke trangen til at trampe på folk der ligger ned. Hvis en manager er ærlig, åben og transparent, er der absolut ingen grund til at de skal udskammes bare fordi de ikke performer godt. Mens det er på sin plads at diskutere afkast og lære fra de fejl der er begået (det gør vi også selv internt og med kollegaer i branchen), finder jeg den ”bashing” der foregår i nogle kredse frastødende. Blot et surt opstød 😒

Be agnostic (sector and geography):

En af ting de sidste par år har lært os, er hvor vigtigt det er at være agnostisk i sine investeringsbeslutninger. Både med hensyn til sektorer man investerer i, men også geografisk lokation, long/short etc. Fonde der har bundet sig til en snæver sektor såsom ”kun finans, kun råvarer, kun consumer internet” etc. er dømt til at gå igennem ekstreme boom/bust cyklusser. Især hvis disse fonde samtidig er long only og koncentreret. Vores holdning er at nogle investorer har taget Warren Buffets ”stay within your circle of competence” til en lidt for ekstrem grad. Vi mener ikke at alle investorer skal blive trendfølgere. Men en af de største muligheder som value-investor er at kunne flytte sin portefølje derhen hvor ”value” er. Over de sidste 3-4 år har vores penge flyttet sig fra alt mellem amerikanske teknologiaktier til græske small-cap aktier etc. Vi har været eksponeret i alt fra finans til forbrug etc. Medmindre man er en relativ ”pair-trade” fond, bør man have muligheder for at gå derhen hvor de bedste muligheder er. Ellers ender man med at købe en aktie til 15x omsætning, da den ser billig ud sammenlignet med konkurrenten der handler til 20x.

Covid har også brudt mange geografiske barrierer i forhold til at få adgang til ledelser i lande hvor vi normalt sjældent ville rejse til. Vores andel af 1-1 virksomhedsmøder er derfor steget markant de seneste år, hvis man inkluderer webmøder, men faldet en del hvis vi kun snakker fysiske møder. Vi elsker stadig at besøge vores selskaber fysisk fra tid til anden, men må også erkende at tid er vores mest begrænsede ressource og at vi ofte får mere ud af at have ti webmøder i forhold til et fysisk møde. Hos Symmetry tilføjer vi løbende nye ressourcer til vores team. Vores forhåbning er at vi kan bruge dette til at fordybe os endnu mere i nye sektorer og geografier, for på den måde altid at kunne være allokeret mod de bedste value ideer.

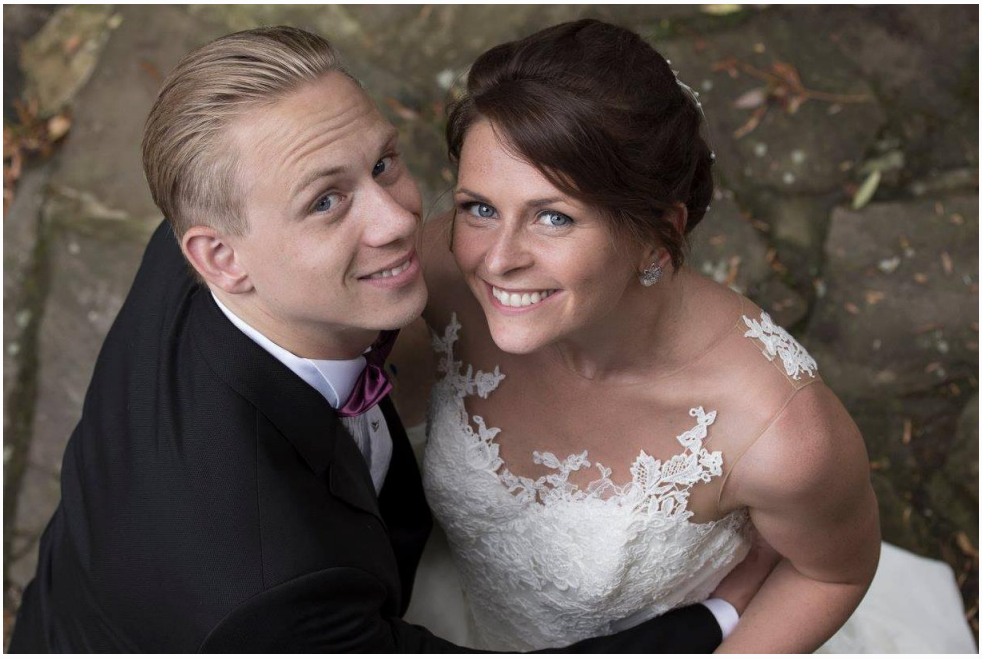
Choosing your partner

En af de emner vi sjældent har set behandlet i andre investorbreve er vigtigheden af ens valg af partner. Her snakker jeg ikke om en CFO, COO eller investeringspartner, men valget af ens

livspartner. Jeg har i tidligere investorbreve skrevet om at investere i sig selv i forhold til søvn og velvære (Q2 2020), optimering af tid (H1 2021) samt at bruge en performance coach (H2 2021). En måske overset vinkel her, er hvor vigtigt et godt parforhold er. Bill Ackman udtalte sig omkring dette:

> "It's very helpful when you're going through a difficult period to be in a great relationship" with someone who is "super-supportive, loving and warm and believes in you," Ackman said Tuesday at the 13D Monitor Active-Passive Investor Summit in New York. [2]

Ligesom (forhåbentlig) de fleste andre mænd føler jeg mig som den heldigste af alle over min partner:



Det er ofte svært at forklare folk udenfor branchen, hvor mentalt hårdt det er at operere i investeringsbranchen. Du er altid på. Du kan aldrig gemme dig og dit scorecard bevæger sig hele tiden. At kunne håndtere sine følelser og sikre at man altid er mentalt stabil, er en af de absolutte nøglepunkter, for at man som manager kan levere høje afkast i 5-10-20-30 år uden at brænde ud undervejs. Det er min erfaring, at de fleste succesfulde managers ofte udspringer fra en mangeårig (ofte lidt nørdet) interesse for aktiemarkedet. Det er sjældent at en sådan interesse/personlighed kommer hånd i hånd med den emotionelt stærke kontrol som er nødvendig for langsigtet succes. At have en fantastisk partner at kunne falde tilbage på er for mig

[2] Bill Ackman credits marriage to Neri Oxman for fund's comeback (nypost.com)

at se altafgørende. Mens min kone intet forstår af short-selling, Free cash flow multipler etc., så forstår hun det vigtigste. Min personlighed. Hun kan læse mig som ingen anden. Hun ved hvornår hun skal støtte mig og hvornår hun skal presse mig. Hvornår hun skal samle mig op og hvornår hun skal skælde mig ud. Hvornår hun skal give mig fred til at arbejde og hvornår hun skal hive mig væk fra computeren. Hvornår hun skal være forstående og hvornår hun skal være krævende. At have den følelsesmæssige stabilitet i hverdagen hjælper dig enormt til at bevare den i arbejdslivet også (og i vores branche smelter arbejde og fritid ofte sammen). Jeg nævnte i H1 2021 nyhedsbrevet hvordan en performance coach kan hjælpe dig individuelt. Det kan også gøre sig gældende for ens parforhold. Jeg husker tydeligt min kones reaktion, da jeg foreslog vi skulle gå i parterapi en 4-6 gange årligt. Hun kiggede med lidt store øjne "jamen Andreas, jeg troede vores forhold gik godt". Men det er netop pointen. Du forsikrer dit hus mod brand, du tager din bil til årlige serviceeftersyn og du går i fitness for at vedligeholde din krop. Dit parforhold (og familie) er (forhåbentlig) det vigtigste du har. At bruge tid og ressourcer på at vedligeholde det, ligegyldigt hvor godt det allerede fungerer er enormt vigtigt. Og hvis i ikke tror på mig, så læs hvad Bill Ackman siger på foregående side eller hvad Poul Tudor Jones siger nedenfor:

"One of my No. 1 rules as an investor is as soon as … I find out that [a] manager is going through divorce, [I] redeem immediately. Because the emotional distraction that comes from divorce is so overwhelming. … You can automatically subtract 10 to 20 percent from any manager if he is going through divorce."

- Paul Tudor Jones II, May 2013[1]

Citatet stammer fra et længere researchstudie der viser at managers der går igennem store personlige forandringer (både nyt ægteskab og skilsmisser) underperformer markedet:

hedgefund_marriageX (villanova.edu)

Symmetry har 10-års jubilæum til marts. Det er kun meget få fonde der formår at holde så lang tid. Jeg føler stadig Symmetry kun lige er startet. Mit mål er ligesom Warren Buffett at kunne gå lykkelig på arbejde efter +50 år. Dette kommer kun hvis jeg er villig til at bygge det rigtige

fundament. At være åben og klar til at lave investeringer der kan koste i nutiden, men levere afkast i fremtiden, er noget at det sværeste at kunne. Jeg håber at vi har bevist at vi er villige til dette.

Vi ser frem mod et forhåbentligt godt 2023