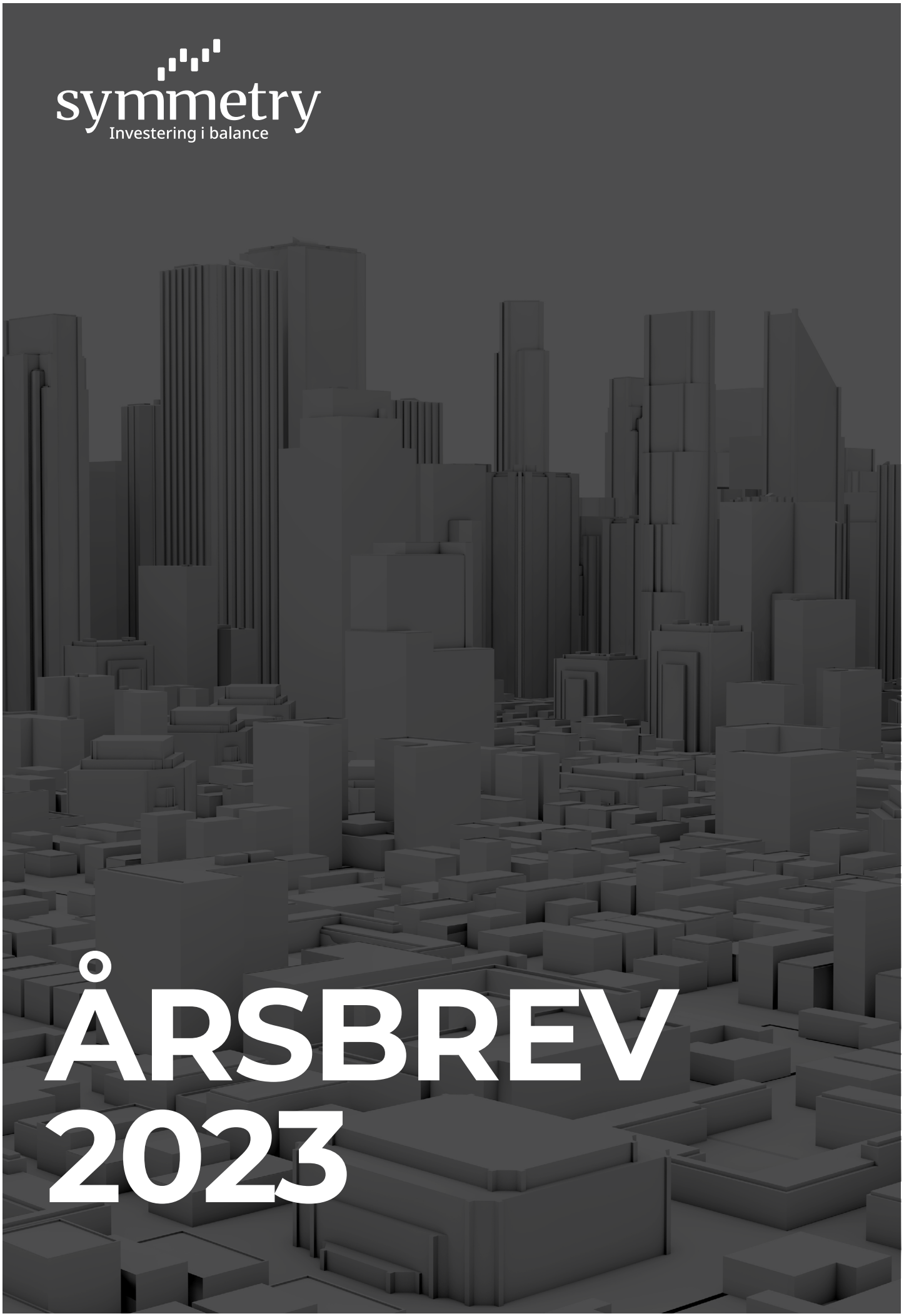
symmetry
Investering i balance



ÅRSBREV 2023



Disclaimer

Denne rapport er skrevet af Symmetry og er baseret på research, regnskaber, interviews, feltundersøgelser, analytikerrapporter osv. Rapporten indeholder udtalelser fra Symmetry og som er vores egne meninger. Symmetry garanterer ikke nogen korrekthed skrevet i denne rapport, da der kan være væsentlige fejlberegninger.

Denne rapport skal på ingen måde ses som en anbefaling om køb, hold eller salg af virksomheden. 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 denne rapport på ingen måde tolkes som investeringsrådgivning, men som journalistisk forskning og vores egen begrundelse for at eje aktier.

Symmetry er på ingen måde ansvarlig for eventuelle tab på investeringer baseret på denne rapport. Læsere af denne rapport bør forstå, at fonden rådgivet af Symmetry ejer aktier i de selskaber, der er nævnt i denne rapport. Symmetry bevarer retten til at handle med alle værdipapirer nævnt i denne rapport til enhver tid uden yderligere oplysning om dette. Derefter beholder Symmetry retten til at købe eller sælge aktien uden yderligere meddelelser om det. Vores målpriser for aktierne kan ændre sig væsentligt forårsaget af faktorer, der enten er i eller uden for virksomhedens kontrol. Vi er ikke forpligtet til at udsende en ny rapport eller nogen meddelelse, hvis eller målpriser ændres.

Denne rapport 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.

I nogle tilfælde vil Symmetry udsende en opfølgningsrapport om væsentlig ny information om virksomheden. Men er på ingen måde forpligtet til det.

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.

Kære alle aktionærer i Symmetry

I 2023 leverede vi et afkast på 15,4 %, hvilket næsten var nok til at indhente tabet fra 2022. Vi satser stærkt på at sæt-te en ny ATH igen i løbet af 2024. Siden stiftelsen har vi leveret et afkast på 504 %. Dette modsvarer et årligt afkast på 18,1 % efter fees og 22,4 % før fees. 2023 vil nok blive husket for året hvor nogle få 7 aktier drev hele aktiemarkedet opad. Når man kigger tilbage på de store indeks, ligner det at 2023 var et fantastisk år. Men forud-en 7 aktier var det middelmådigt. I Smallcap verde-nen hvor vi opererer var det et svært år.

De første 6 måneder var flade, derefter var der store fald i Q3 efterfulgt af et stærkt rally i Q4. Når året skal gøres op endte smallcaps i Europa med at levere et afkast på 9,7 %. Vi performede bedre med et afkast på 15,4 %. Dermed nåede vi også akkurat vores langsigtede målsætning om +15 % årligt afkast. Mens det altid er super vigtigt at levere flotte afkast er vi også interesseret i at levere dem på den rigtige måde. Hvis høje afkast leveres via høj risiko, ender det ofte med at gå galt på et tidspunkt. Vi er ret tilfredse med hvordan vores år gik. Vi fulgte markedet i starten af året, vi outperformede klart under nedturen i Q3 og formåede at følge med op i Q4.
Dette illustreret på grafen på næste side..

Tabel: Performance i forhold til MSCI ACWI

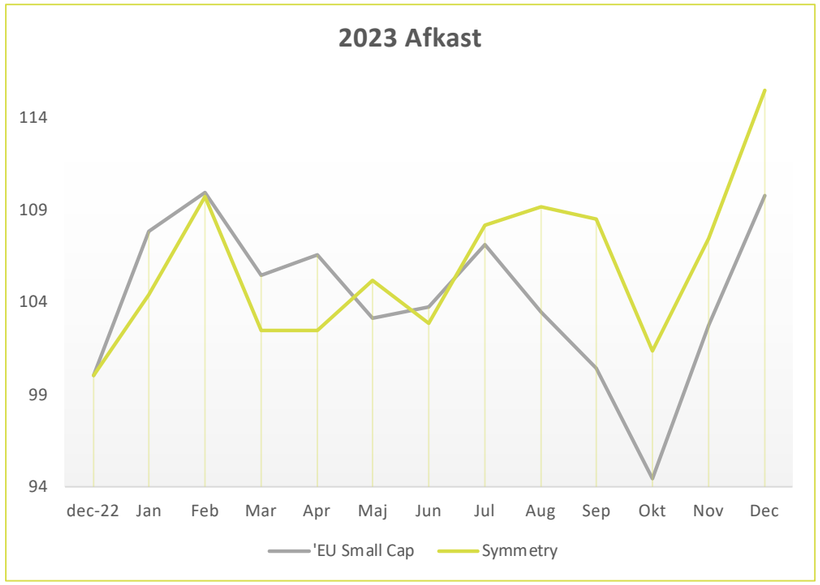
Nedenfor er vist vores langsigtede og kortsigtede performance i forhold til MSCI ACWI og Euro Stoxx 600

	2023	Total	Net IRR	Gross IRR
Symmetry	15,40%	504%	18,10%	22,40%
MSCI EU Small Cap	9,70%	99%	6,50%	

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	Symmetry Net	Symmetry Gross	MSCI EU Small Cap	Avg. Net Exposure
FY13						8,1			7.9			15,0	34,1	41,6	21,2	N/A
FY14			3,2			10,2			2,8			17,0	36,8	40,4	2,2	N/A
FY15			6,8			23,2			-13,3			5,7	20,5	25,2	17,5	76
FY16			1,3			10,6			3,5			3,4	19,9	24,6	3,8	44,3
FY17	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	22,1	19,6	46,5
FY18	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	-25,8	-17,4	75,2
FY19	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	46,5	26	73,3
FY20	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	48,1	4,3	74,9
FY21	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	45,7	18,9	75,6
FY22	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	-15,0	-22,5	77,7
FY23	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	16,9	9,7	75,8





Symmetry årsbrev

Som de fleste af jer ved udgiver Symmetry halvårlige investorbreve hvor vi går i dybden med forskellige temaer som direkte eller indirekte omhandler investeringsverdenen.

I vores nyhedsbreve kommenterer vi kun sporadisk på vores portefølje og enkeltaktier. I stedet tager vi temaer op som vi mener er relevante for vores læsere. I de årlige investorbreve er det lige omvendt. Her diskuterer vi kun "investeringsfilosofi" meget lidt – til gengæld bruger vi tiden på at gennemgå året der er gået samt går mere i dybden med vores portefølje. For de af jer der skulle have lyst til at genlæse vores nyhedsbreve findes der nedenfor et link hertil samt en kort overskrift over det pågældende emne som vi behandler:

Nyhedsbrev	Tema
2023 H1	"Learn to live with fear, retreat to attack, why share?"
2022 H2	"The FOMO cycle", Be agnostic and choosing your partner
2022 H1	Terminal value risk, short selling
2021 H2	Emerging manager, being unique? The use of a performance coach.
2021 H1	"Deep Work", time optimization, internal capital allocation
2020 H2	FOMO, CEO Interactions, Inflection point investing
2020 Q2	"All Weather portfolio", Invest in yourself (sleep, health & happiness)
2020 Q1	Covid 19, volatility, staying calm and looking ahead
2019 Q4	Alpha, fund size, primary research?
2010 Q3	Public vs. private equity, follow up on cases
2019 Q2	Short selling, changing your mind
2019 Q1	Personal money vs. running a fund, the stock market over time



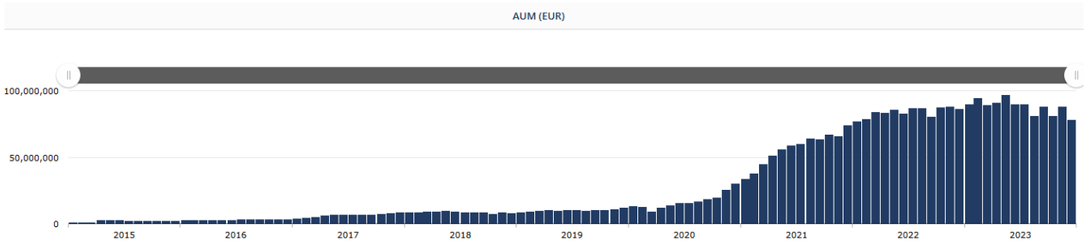
En større og stærkere forretning

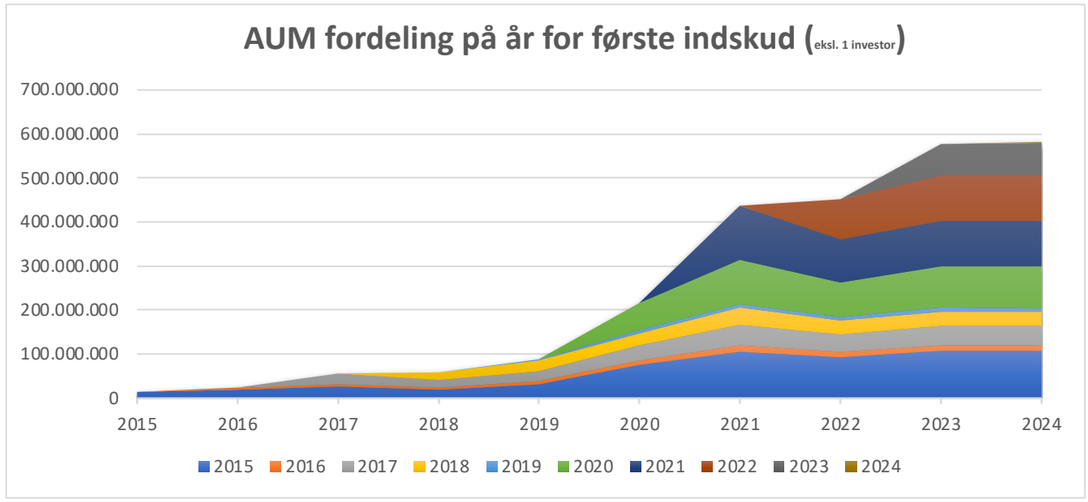
2023 var kendetegnet ved et fornuftigt afkast, et pænt inflow af nye investorer og en enkelt stor redemption i Q4 der gjorde at vi stort set endte året hvor vi sluttede.

Denne enkeltstående større udtrædelse kom fra en investor vi tog ind i 2021 med en lockup aftale. Vi brugte de fees vi tjente på denne AUM til at bygge vores forretning og skalere den op og vi har som det kan ses nedenfor været ret dygtige til at erstatte denne ene udtrædelse med 20-30 nye investorer.

Mens vi aldrig er glade for udtrædelser ser vi altid mere på antallet af investorer som ønsker at være investeret hos os mere end størrelsen af dem. På det punkt havde vi også et godt år. Vi bød velkommen til 40 nye investorer i 2023 mens kun 5 investorer valgte at forlade os.

På mange måder minder en asset management forretning on en SAAS forretning i den henseende at ens målet er at få nye investorer ind, levere fantastiske ydelser til dem og dermed vokse med kunderne over tid.

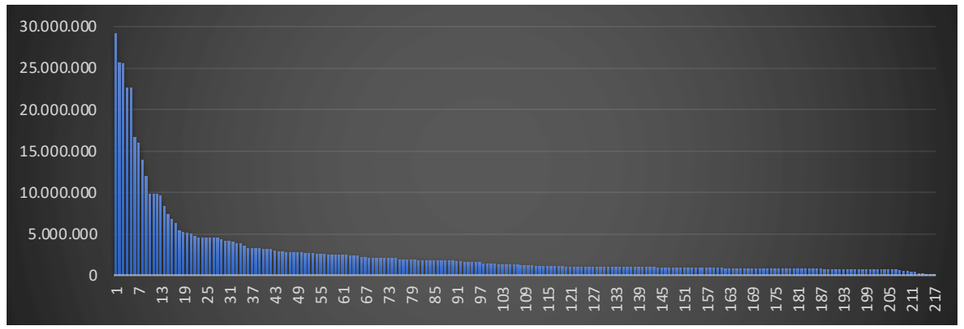




En af de ting man ønsker at se som forretning er at man fastholder sine investorer og de vokser deres kapital og skyder mere end over tid. Har man en burn and churn strategi i denne branche kommer man aldrig langt over tid. Vi er derfor grundlæggende meget tilfredse med at vi kan se at alle de ældrer kohorter konsistent vokser i værdi. Det har kun været vores 2021 kohorte (investorer der kun ind lige inden faldet i 2022) som har mistet værdi for os.

En anden vigtig ting ved en asset management forretning er ikke at være afhængige af enkelte investorer. Hos Symmetry har vi valgt at fokusere på HNW (high net worth individual) segmentet samt mindre familiekontorer. Det gør at det tager langt længere tid at opbygge ens AUM end hvis man fik 2-3 store investeringer fra pensionselskaber, forsikringsselskaber, fund of funds, endowments etc. Men det skaber også en langt mere bæredygtig forretning over tid.

Som det kan ses herunder er Symmetrys ca. 600 millioner kroner i AUM fordelt på 217 investorer. Den største investor udgør kun 4,5 % og de 5 største udgør tilsammen kun ca. 20 %. 3 ud af de største 5 er repræsenteret i ejerstrukturen/bestyrelsen. Det har den fordel at Symmetry ikke er afhængig af få enkelte investorer der kan rive tæppet væk under vores forretning. Det betyder også at vi har den luksus at vi kan tænke langsigtet fordi der ikke er enkelte investorer der kan påvirke vores holdninger i en retning vi ikke er enige i. Vi er klar over at denne strategi nok gør at vi aldrig kommer til at forvalte 5-10 milliarder DKK. Vi har det helt fint med dette. Vi er en smallcap strategi der alligevel har begrænset kapacitet. Så lad os hellere



Vores team har ikke ændret sig over de sidste 18 måneder, hvilket har været tiltrængt efter den store oprustning vi lavede i 2021/2022. Vi har det helt rigtige hold til at tage Symmetry til det næste niveau.

2023 bød dog på store forandringer i vores struktur og interne setup. I marts 2023 overgik vores fond fra at være en AIF i form af Symmetry Invest A/S, til at blive en afdeling under Kapitalforeningen Wealth Invest. Selvom det har været en tung og langsommelig proces, er vi endt et virkelig godt sted.

Investments



Andreas Aaen
CEO / Founder



Henrik Abrahamsson
Portfolio Manager



Sebastian Savic
Portfolio Manager

Administration



Casper Munksø Thomsen
Head of Finance and Administration



Kim Hoberg Nielsen
Head of Client Relations



Jon Højlund Arnfred
CTO

Investorer har nu fuld gennemsigtighed for deres investering, da kapitalbeviserne placeres i kundernes egne depoter, hvorfra man tilsvarende kan handle beviserne. Samtidig er det en stor tryghed for både Symmetry og investorerne, at IFS SEBinvest i den forbindelse har overtaget administrationen af fonden. IFS SEBinvest er et dybt professionelt team med mange års erfaring, der i dag administrerer mange milliarder i AUM for flere forskellige investeringsforeninger, kapitalforeninger mv. Deres indsigt i regnskabsmæssige, regulatoriske og compliance forhold gør, at vi alle kan sove bedre om natten og være trygge omkring vores investering.

I samme forbindelse lancerede vi også internt et nyt IT-system - vores nye egenudviklede Symmetry software applikation, der er udviklet af vores CTO. Han brugte 15 måneder fra sin opstart på at programmere hele vores IT-setup fra bunden af og har sidenhen videreudviklet herpå. Det gør, at vi i dag står et fantastisk sted i forhold til vores arbejdsgange og processer, som er blevet markant optimeret.

Vores software håndterer alt fra porteføljestyring, risikostyring, researchoptimering, CRM mv. I og med at vi har al vores software in-house, kan vi også løbende udvikle de funktionaliteter vi ønsker, relativt hurtigt. Vi kan bruge dette som en konkurrencemæssig fordel i et Smallcap marked, hvor vores konkurrenter enten ikke anvender software eller køber mere generisk 3party software eksternt.



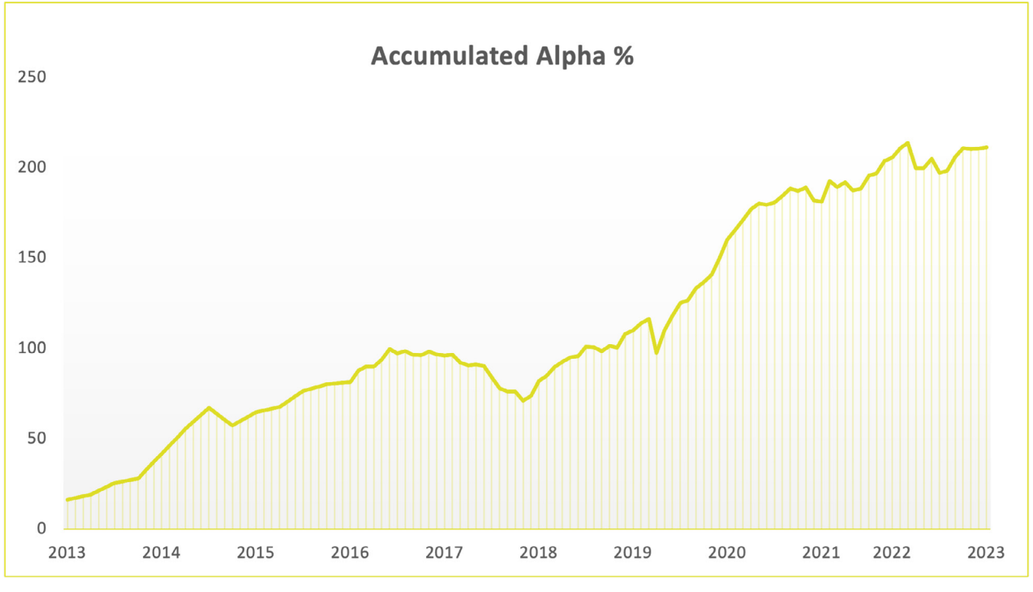
"Vi har det helt rigtige hold til at tage Symmetry til det næste niveau."

Alpha*

En ting er at levere høje afkast, den anden er at se på hvordan disse afkast leveres.

Nedenfor er vist en oversigt over vores afkast på henholdsvis long & short siden stiftelsen (bruttoafkast).

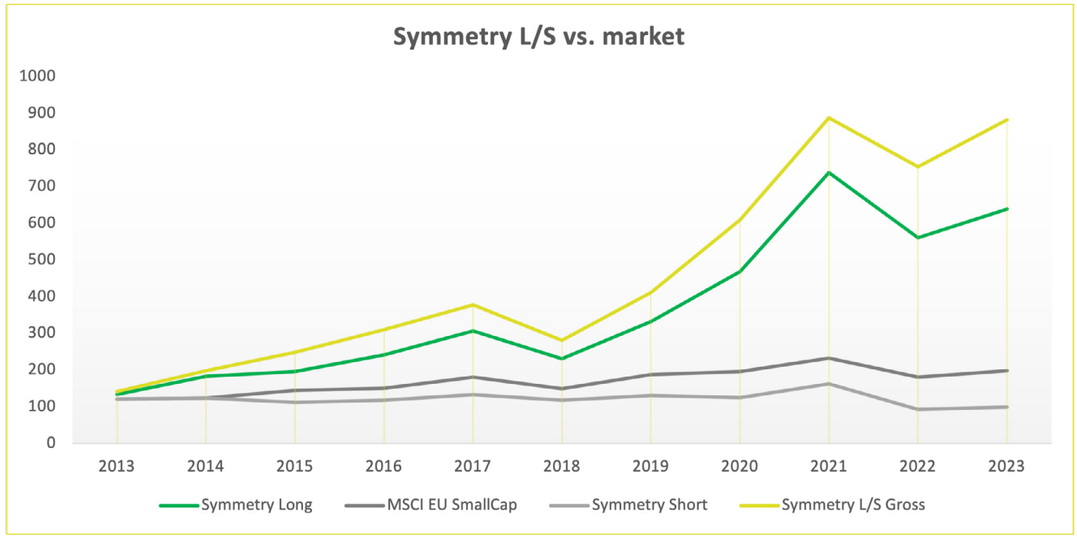
	Long	Short	LS Alpha	Long Alpha	Short Alpha
2023	13,8%	-7,1%	6,7%	4,0%	2,7%
2022	-24,0%	43,0%	19,0%	-6,5%	25,5%
2021	57,3%	-30,0%	27,3%	38,1%	-10,8%
2020	41,0%	3,9%	44,9%	28,7%	16,2%
2019	43,7%	-10,2%	33,5%	19,9%	13,6%
2018	-24,5%	11,0%	-13,5%	-15,0%	1,5%
2017	27,0%	-12,9%	14,1%	9,5%	4,6%
2016	22,9%	-4,5%	18,4%	16,1%	2,3%
2015	7,2%	8,8%	16,0%	7,9%	8,1%
2014	36,8%			29,7%	
2013	34,1%			19,5%	
Average	**21,4%**	**0,2%**	**18,5%**	**13,8%**	**7,1%**



Alpha er en betegnelse for et merafkast og er et nøgletal vi bruger for at vurdere om vi skaber værdi for investorerne målt i forhold til den risiko vi tager. Der er to måder at levere afkast på; ved at slå markedet (kaldet alpha) og ved at tage markedsrisiko (kaldet beta). Hvis markedet stiger 8 %, hvoraf vores lange positioner stiger 12 % og vores shorts stiger 4 %, så har vi lavet en total alpha på 8 % fordelt på lang alpha (12-8) og short alpha (8-4).

Selvom vi er glade for igen at levere alpha på begge sider af markedet, så er vi dog ikke helt tilfredse med 2023. 6,7 % samlet alpha er fornuftigt, men vi har større ambitioner. Vi håber Smallcap markedet bouncer i 2024 og at vi deraf formår at genere endnu højere alpha. Langsigtet kan vi dog stadig være enormt stolte af den alpha, som vi har skabt i vores forretning.

Hele målsætningen for en long/short fond er at skabe alpha. Det man ønsker at se, er at ens lange positioner gør det bedre end markedet og at ens korte positioner underperformer markedet. Kombinerer man de to strategier (lang & short) samtidigt, kan man ofte opnå et endnu bedre afkast, end de to strategier havde leveret hver for sig.



På dette område har Symmetry virkelig leveret varen i vores nu 11-årige historie. Som man kan se på grafen ovenfor, har vores lange positioner (blå linje) gjort det markant bedre end markedet (orange linje). Samtidig ses det, at vores short positioner (grå linje) har gjort det dårligere end markedet (hvilket man selvfølgelig håber på når man er short).

Tager man disse afkast og kombinerer med gennemsnitlig 165 % i gross og 73 % i net eksponering, så får man Symmetrys bruttoafkast siden stiftelsen (gul linje). Mens markedet i de ca. 11 år har leveret et afkast på ca. 100 % har Symmetry før fees leveret et afkast på ca. 800 % eller ca. 8x så højt afkast. Herudover har vi formået at levere konsistent over tid. 2018 er således det eneste år, hvor vi ikke havde en positiv alpha.

Vi vil arbejde hårdt på at fortsætte denne stime de kommende år.

Performance ift. benchmark

I databasen hos HedgeNordic ligger størstedelen af de Skandinaviske hedgefonde, hvilket gør det muligt at lave et performance review. Nedenfor er vist de bedst performende fonde i Skandinavien, som har mindst fem-års track-record:

Fund name	*Avg. RoR*
Svelland Trading	22,80%
Alcur Select	22,70%
Proxy Renewable	19,60%
Symmetry Invest	**18,10%**
Rhenman Healthcare	16,00%

Vi er supertilfredse med, at Symmetry pt. indtager en 4. plads over de bedst performende fonde med over fem års levetid. Det er reelt set kun Alcur, der er direkte sammenlignelig med Symmetry – og vi har personligt stor respekt for Alcur, som vi finder superdygtige. Svelland er en råvarefond og Proxy er en energifond og kan derfor ikke sammenlignes med Symmetry rent produktmæssigt. Zoomer vi længere ud og udelukkende ser på de fonde, der ligesom Symmetry, har haft en levetid på over ti år, indtager vi en klar 1. plads:

Fund name	*Avg. RoR*
Symmetry Invest	**18,10%**
Rhenman Healthcare	16,00%
HCP Focus	13,80%
OAM Absolute	12,90%
Sissener	11,50%

Dette er ikke noget vi tager let på og det er noget, som er leveret ved, at vi år efter år har fastholdt et fokus på at levere gode risikojusterede afkast. Det er værd at huske på, at de fleste fonde oftest ophører få år efter stiftelsen, hvorfor det at vi overhovedet har formået at blive mere end ti år, i sig selv er en bedrift. At vi kan gøre dette som den bedste performende fond i Skandinavien, er endnu et bevis på, at vores hårde arbejde og strategi virker.

En anden sjov betragtning er, at Symmetry aldrig har vundet nogle "præmier" fra HedgeNordic (eller andre), siden vi blev stiftet. Dette på trods af, at vi er den bedste fond over de sidste ti år i Skandinavien. Selvom vi aldrig siger nej til en titel eller to, så er det også lidt "by design", at vi ikke har modtaget en endnu – vores strategi er langsigtede afkast. I og med at de fleste "præmier" uddeles på baggrund af 12 måneders afkast, favoriserer dette derfor ikke Symmetry, hvilket vi har det fint med. Symmetry har Nordjyske gener og hjemsted i Nordjylland, hvor mottoet "den der lever stille, lever godt" ofte gør sig gældende.

Vi vil fortsætte med at fokusere 100 % på at levere afkast til vores investorer – som det eneste ultimative mål.



Portefølje

Som nævnt er formålet med dette årsbrev hovedsageligt at give en opdatering på året som helhed – men også gennemgå vores portefølje i dybden og beskrive vores synspunkter på de væsentligste positioner.

Top3 positions:
Catella
Gaming Innovation Group
JDC Group
Business transformation
IWG
Insurance
Protector
FBD
Greenlight Re
Emerging stars:
Freetrailer
Relesys
Epsilon Net
CTT
Nekkar
US software
Franklin Covey
Par Technology
US conglomerates
IAC
Nelnet
Irish deep value (extensive writeups):
FBD Group
Origin Enterprises

Her er vist vores portefølje ultimo 2023, hvor vi har udeladt enkelte positioner. Enten fordi vi stadig er i gang med at opbygge positionen eller fordi positionerne er mere kortsigtet af natur.
Det viste dækker dog ca. 95 % af vores AUM og giver derfor et godt billede af porteføljen.

Aktierne er inddelt i overordnede kategorier, som beskriver hvordan de passer ind i vores portefølje. Vi vil på de efterfølgende sider kort gennemgå vores investeringscase for hver af aktierne.

Slutteligt vil vi mere dybdegående gennemgå casen for vores to irske aktier FBD og Origin, som vi pt. vurderer til at være markant undervurderet.

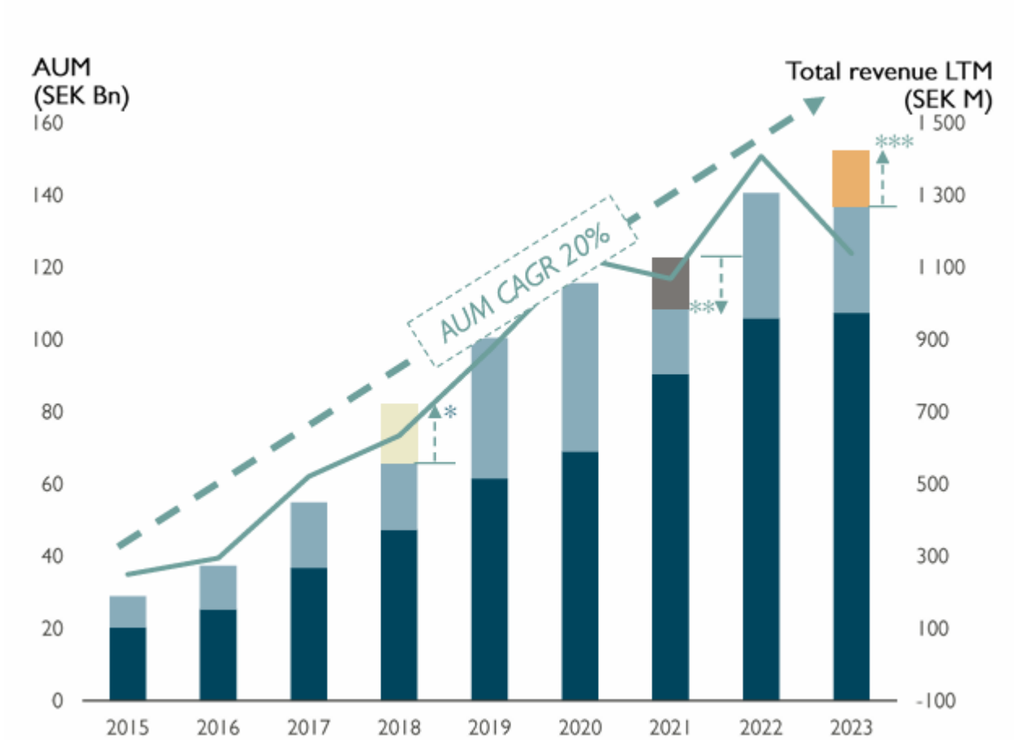


Top 3 positioner

I december 2023 udgav vi vores 2024 top picks: 2024-top-picks.pdf (symmetry.dk).
Alle tre selskaber har efterfølgende rapporteret deres Q4-23 regnskaber med guidance for 2024, som understøtter vores langsigtede forventninger til dem.

Catella

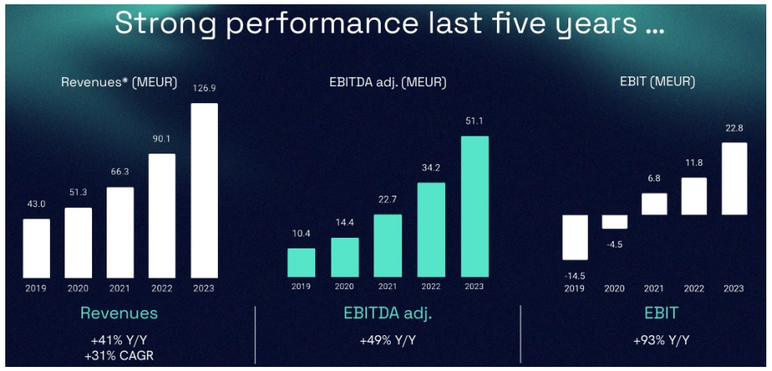
Catella fortsatte i 2023 med at øge deres AUM – dette i et meget svært marked for fundraising af ejendomsfonde. Samtidig brugte Catella året på at reducere sine omkostninger, lancere nye produkter og dermed stå stærkt, når markedet vender omkring H2 2024.



Catella annoncerede samtidig, at man i januar solgte projektet Jönköping med et lille overskud. Men endnu mere vigtigt annoncerede Catella, at de nu gik i gang med de sidste salgsdiskussioner om det store Kaktus projekt i København. Jönköping gav ca. 300 mio. SEK i ny likviditet og Kaktus vil forventeligt give +1 mia. SEK. Catella vil dermed stå i en fantastisk position, hvor de med ledelsens egne ord kan gå fra "defense to offense" og drage fordel af det svage marked og positionere Catella for fremtiden. Vi er helt overbeviste om, at Catella får solgt Kaktus til en god pris i løbet af 2024. Efter dette salg vil Catellas aktie handles til under 3x EV/EBIT, hvilket vi finder alt for billigt.

Gaming Innovation Group (GiG)

GiG havde endnu et fantastisk år i 2023, hvor man voksede omsætningen med 41 % og EBITDA med 49%.

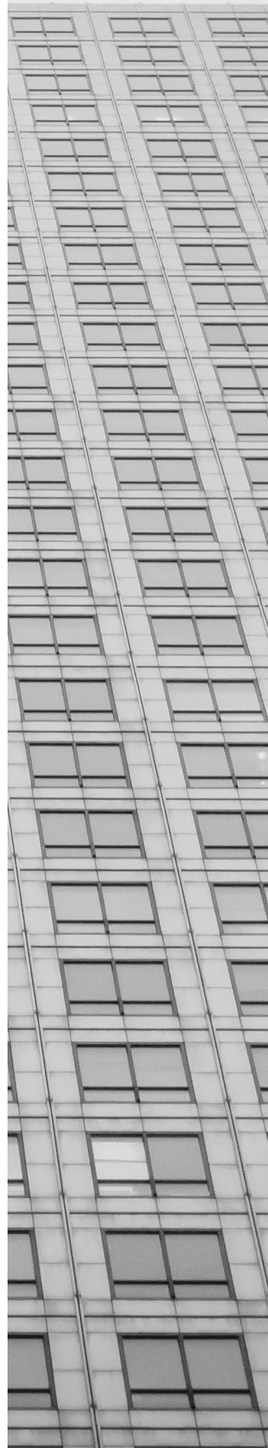


GiG er klar til at foretage opsplitning af deres "Media" og "Platform&Sport" segmenter i juni 2024. Vi mener stadig, at Media forretningens værdi er ca. 80 SEK pr. aktie. Platform-forretningen er mere usikker, men vi mener ikke, at den er værdiløs. Den nye ledelse har iværksat alle de rigtige initiativer til at accelerere væksten og udnytte den stærke teknologi, som GiG har bygget op. Uanset hvad bør der stadig være over 100 % upside herfra med aktien under 35 SEK.

Selskabets insidere syntes at være enige med os i, at aktien er markant undervurderet. De har været de største købere i aktien de sidste 12 måneder:

Buy & Sells | Misc. Transactions | Analysis

REPORTED	OWNER	INSTRUMENT	Δ SHARES	PRICE	VALUE (TSEK)
2024-02-21 15:45	Jonas Warrer	GIG	+ 35 644	31,45	+ 1 108
2024-02-16 16:14	Richard Carter	GIG	+ 200 000	30,5	+ 6 052
2024-02-15 09:12	Juroszek Family	GIG	+ 10 255	29,43	+ 301
2024-02-14 09:59	Hesam Yazdi	GIG	+ 4 000	29,5	+ 118
2023-12-07 09:29	Jonas Warrer	GIG	+ 270 000	30	+ 7 757
2023-11-08 09:50	Hesam Yazdi	GIG	+ 6 500	29,35	+ 186
2023-07-04 07:23	* Juroszek Family	GIG	+ 9 856	24,54	+ 245
2023-06-27 17:54	* Juroszek Family	GIG	+ 52 000	24,83	+ 1 289
2023-06-16 16:35	Juroszek Family	GIG	+ 62 000	25,56	+ 1 595
2023-06-15 18:40	Juroszek Family	GIG	+ 2 528	25,79	+ 66
2023-06-13 19:30	Juroszek Family	GIG	+ 1 934	25,02	+ 48
2023-06-12 18:16	Juroszek Family	GIG	+ 3 947	24,83	+ 98
2023-06-06 09:29	Juroszek Family	GIG	+ 5 206	25,9	+ 133
2023-06-01 15:44	Nicolas Adlercreutz	GIG	+ 8 500	25,96	+ 215
2023-06-01 08:08	Juroszek Family	GIG	+ 400 000	27	+ 10 461
2023-05-30 09:44	Hesam Yazdi	GIG	+ 12 850	26,2	+ 330



JDC

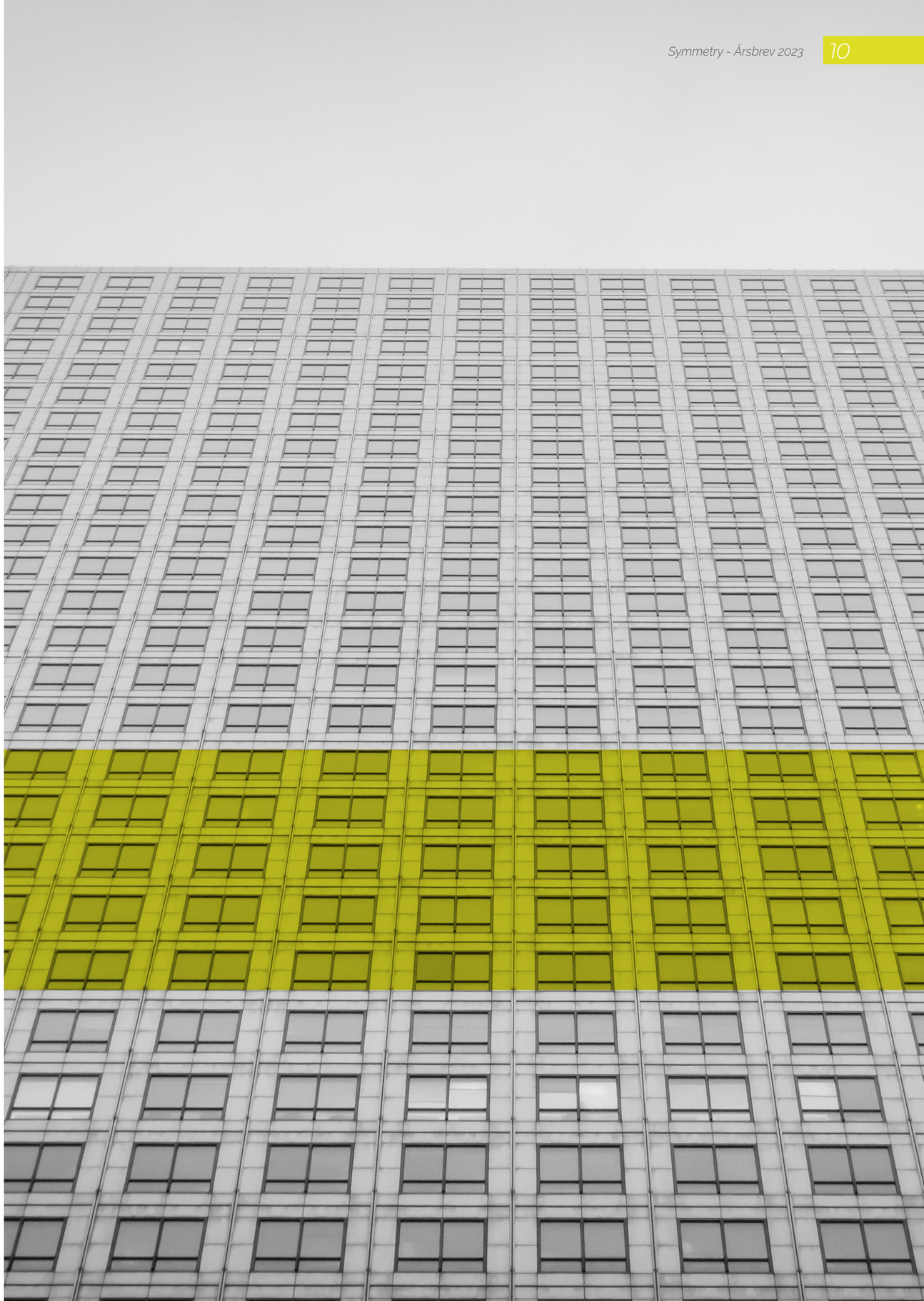
JDC Group havde en svag start på 2023 som følge af nogle af de effekter, vi også så i slutningen af 2022. Nemlig markedet indenfor investering, lån og anden finansiering var meget svagt. Dette blev dog mere end opvejet af deres største og mest værdifulde segment, nemlig forsikring. På den positive side oplevede JDC et stærkt momentum i Q4 og leverede det klart bedste resultat i selskabets historie. Selskabets ledelse rapporterer samtidig, at 2024 er startet stærkt og derfor er ledelsen meget fortrøstningsfulde med deres guidance for 2024.

At a glance

	Q4 - 2023 kEUR	Q4 - 2022 kEUR	Change in %	YTD - 12 2023 kEUR	YTD - 12 2022 kEUR	Change in %
Revenues	48,788	40,252	21.2%	171,702	156,080	10.0%
- Thereof Advisortech	42,394	34,877	21.6%	150,839	132,854	13.5%
- Thereof Advisory	9,582	8,253	16.1%	33,220	34,720	-4.3%
- Thereof Holding/Cons.	-3,187	-2,877	-10.8%	-12,356	-11,493	-7.5%
EBITDA	4,994	2,761	80.8%	11,708	8,966	30.6%
EBIT	3,302	1,172	>100%	5,809	2,914	99.3%
EBT	2,363	537	>100%	3,776	1,102	>100%
Net profit	2,561	483	>100%	3,827	939	>100%

"2023 got off to a weak start but developed better with every month. In the end, we can look back on a fourth quarter in which we were able to achieve an EBITDA of EUR 5 million in just three months for the first time. Strong revenue growth with stringent cost management made this milestone possible," says Ralph Konrad (CFO), explaining the figures "Unlike 2023, 2024 is off to a very strong start in terms of new business activity and portfolio transfers. From today's perspective, 2024 will be a very good year for JDC."

Vi er vilde med JDC på grund af deres markedsposition, deres teknologi og deres ledelse. JDC har således en førende position indenfor digitalisering af den tyske forsikringsbranche, hvor de har lavet aftaler med alle de største bankgrupper, Fintech-selskaber og direkte agentnetværker. For JDC handler det nu om at få udrullet aftalerne, styrke omsætningen samt skalere marginer – alt imens man laver strategisk M&A og køber egne aktier tilbage.
Vi er stadig superpositive på JDC og Symmetry er den største eksterne investor i JDC med en ejerandel på ca. 4 % – hvis vi ser bort fra ledelsen og de strategiske investorer (Great West, Provinzial og VKB).



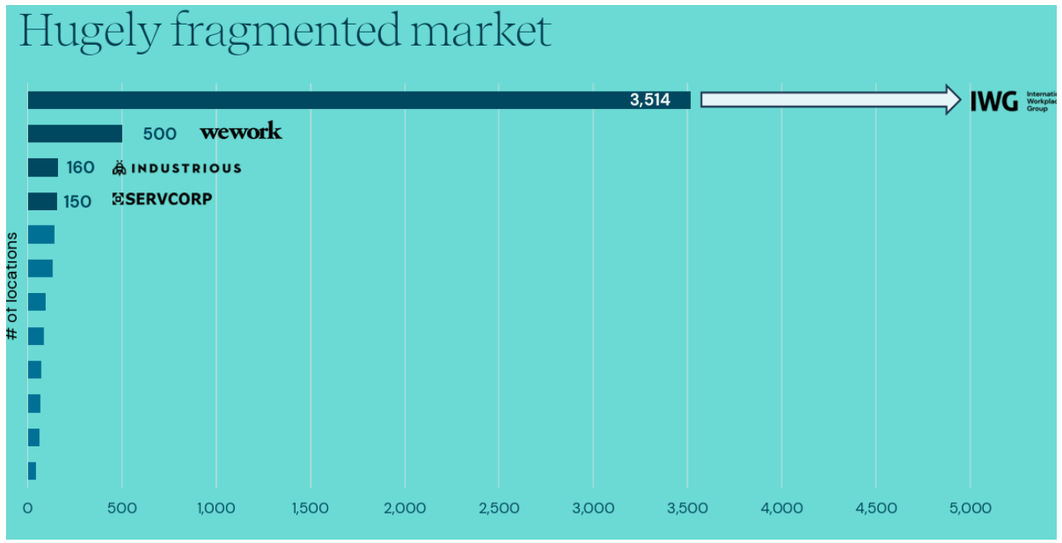
Business transformation

Vores business transformation case består primært af vores position i IWG. Vi mener slet ikke, at markedet har forstået at selskabets karakteristika vil ændre sig fra et ejendomsselskab med lav vækst til at blive en asset light forretning i høj vækst.

IWG

Vores praktikant Itai Parnes lavede i januar 2024 en glimrende analyse af IWG, som vi delte til vores netværk: IWG-Investment-Report-by-Itai-Parnes.pdf (symmetry.dk)

IWG har efterfølgende rapporteret deres Q4 2023 rapport, som underbygger vores investeringscase:



IWG fortsatte med at signe nye asset light lokationer i vildt tempo og i 2023 underskrev man 867 nye centre, hvilket var en stigning på hele 88 % i forhold til året før. 97 % af disse var asset-light. Ifølge deres US CEO forventer de, at dette antal vil stige betragteligt igen i 2024.
Man formåede også at få en stor del af centrene åbne, idet man åbnede 328 centre, hvilket var en stigning på hele 116 % fra året før.

Omsætningen fra Asset light forretningen steg med 50 % YoY, imens EBITDA steg for den samlede forretning med 32 % YoY og cash flow blev mere end fordoblet.
IWG tager rigtig mange steps pt. for at forenkle deres forretning. De går fra 1/1 2024 over til USD-rapportering, de har mange flere relevante KPI i deres rapportering, de vil højst sandsynligt gå over til US-GAAP og senere hen nok også foretage en US børsnotering. Vi mener stadig, at deres legacy forretning leverer et FCF yield på ca. 10 % af nuværende aktiekurs og at man derudover kan få deres asset light forretning oveni + Worka forretningen.

På overfladen ligner IWG en meget kompliceret investeringscase, da deres regnskaber er meget forvirrende og for den almene læser nok svære at forstå. Men underliggende er det en god solid forretning, idet der er en stabil base af lejere, som betaler husleje mv. hver eneste måned – der vokser måned for måned. Samtidig bygger man hele tiden ovenpå og laver nye initiativer og så er IWG markedsledende indenfor en industri, der er fremtidens måde at arbejde på.

Centres signed	2023	2022	YoY change	YoY change in %
Total new centre deals signed	**867**	**462**	405	+88%
Of which capital light[1]	839	421	418	+99%
In %	97%	91%		
Centres opened				
Number of centres open	**3,514**	**3,345**	169	+5%
Centre openings	**328**	152	176	+116%
Of which capital light[1]	301	113	188	+166%
In %	92%	74%		



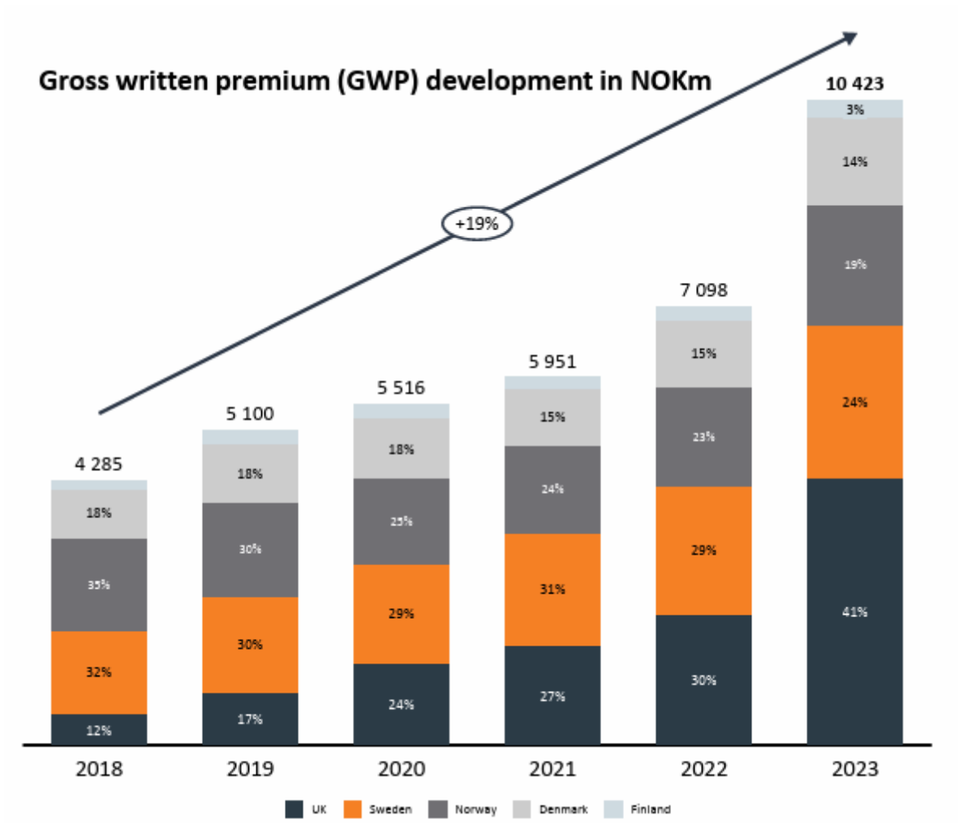
Forsikring

Den sektor vi har tjent flest penge på siden stiftelsen af Symmetry Invest har været forsikring. Som Warren Buffet har vist, så kan man tjene mange penge indenfor forsikring, hvis man opfører sig rationelt og driver sin forretning med et langsigtet fokus.

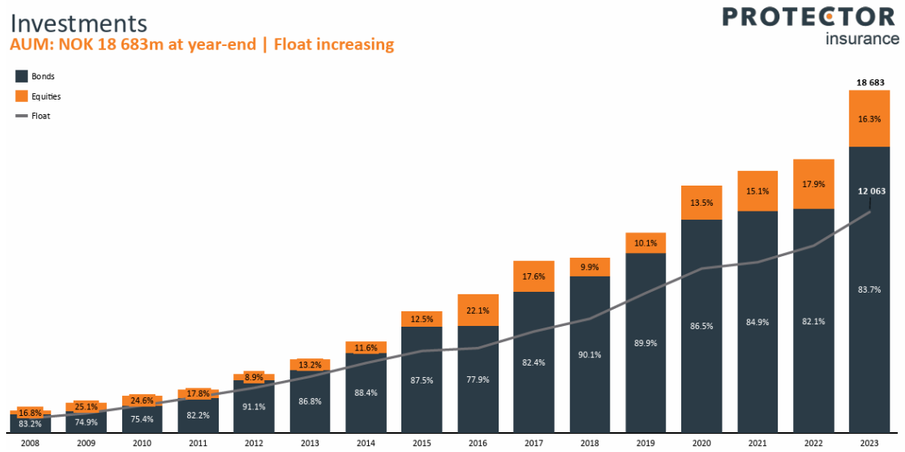
Protector Forsikring

Protector Forsikring har været et absolut homerun for Symmetry Invest. Siden vi stiftede Symmetry i marts 2013 har Protector leveret et årligt afkast på mere end 20 % pr. år. Vores afkast er reelt set endnu højere, da vi solgte aktien i løbet af 2018 og 2019 til kurs 50-100 NOK og genkøbte positionen i 2020 til kurs 20-40 NOK.

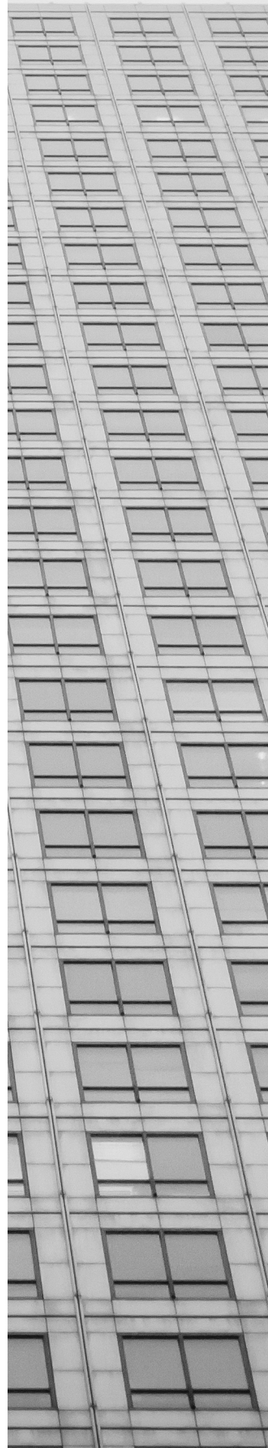
Protector fortsætter med at levere fantastiske resultater og 2023 var ingen undtagelse.



Protector havde et fantastisk 2023 med en præmievækst på 37 % i forhold til 2022 – samtidig har de annonceret endnu en stærk start på 2024. Udover denne høje præmievækst har de også formået at levere en stærk indtjening, da combined ratio endte på 88,5, hvilket var en lille forbedring fra 2022 og lavere end de langsigtede forventninger.



De voksende præmieindtægter øger konstant floatet som Dag Marius og hans team skal investere – hvilket er godt for aktionærerne. 2023 var også endnu et godt år for Protectors investeringer, som gav et totalt investeringsafkast på 7,9 %. På trods af denne stærke track record, så bliver Protector stadig kun til ca. 10 gange overskuddet for 2024. Det finder vi til stadighed alt for lavt sammenlignet med konkurrenter, der handles til 15-20x overskuddet.



Greenlight Reinsurance (GLRE)

Greenlight Reinsurance er David Einhorns genforsikringsselskab, hvor David ejer omkring 20 % af aktierne og investerer floatet. Selskabet har haft en forfærdelig performance fra især 2015-2020, men de seneste år har forretningen virkelig vendt rundt.

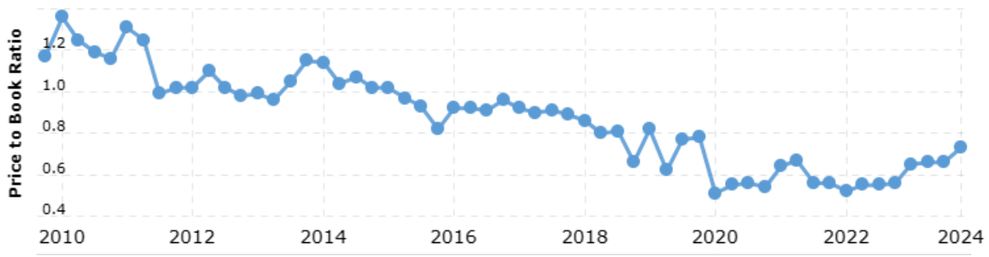
	2017-2021	2022-2026
Underwriting	Soft market	Hard market
Interest rate on float	0%	5%
GLRE investment return	Bad	Strong
Price / Book	<1	>1

Der er tre faktorer, der driver et forsikringsselskab, hvor alle faktorer, der var en modvind tidligere, er blevet til en medvind nu. Selskabet viser konsekvente lave CR i et hårdt forsikringsmarked, renteindtægterne på selskabets kontanter giver et højt afkast og investeringsresultatet har de seneste fem år været stærke med et gennemsnit på 10,5 % pr. år uden et eneste down-år.

INVESTMENT RETURNS

	Jan	Feb	Mar	Apr	May	June	July	Aug	Sept	Oct	Nov	Dec	Year to Date
2024	2.9	-1.4											1.4%
2023*	-0.8	1.1	-1.4	3.4	1.9	5.2	-0.7	0.0	0.2	2.1	1.5	-3.1	9.4%
2022	-0.7	3.4	-0.9	6.9	4.5	-6.1	1.1	4.0	-1.5	6.9	2.8	3.1	25.3%
2021*	-7.3	2.1	7.1	2.0	2.5	-5.3	1.3	1.2	-5.1	3.0	-0.1	6.9	7.5%
2020	-2.6	-0.4	-5.3	-1.1	2.6	-1.1	1.3	-0.1	0.2	2.1	4.0	2.1	1.4%
2019	8.6	-0.7	-1.6	4.8	-1.4	-0.6	0.5	-1.7	2.5	-1.7	0.8	-0.1	9.3%

Forsikringsselskaber med dårlige nøgletal handles oftest til kurs/indre værdi multipler på under 1. Dette kan også ses ved Greenlight, som dykkede fra 1,2 til 0,5 i den periode, hvor performance var dårlig. Men pt. leverer selskabet fantastiske afkast på alle nøgletal, hvilket normalt burde føre til en kurs/indre værdi på over 1 – Greenlight handles dog stadig til en multipel på ca. 0,65 pt. Vi mener, at der er over 70 % afkastpotentiale de næste 12 måneder med minimal risiko i takt med at selskabets multipel indsnævres.



FDB Group

Se gennemgang under "Irish deep value"

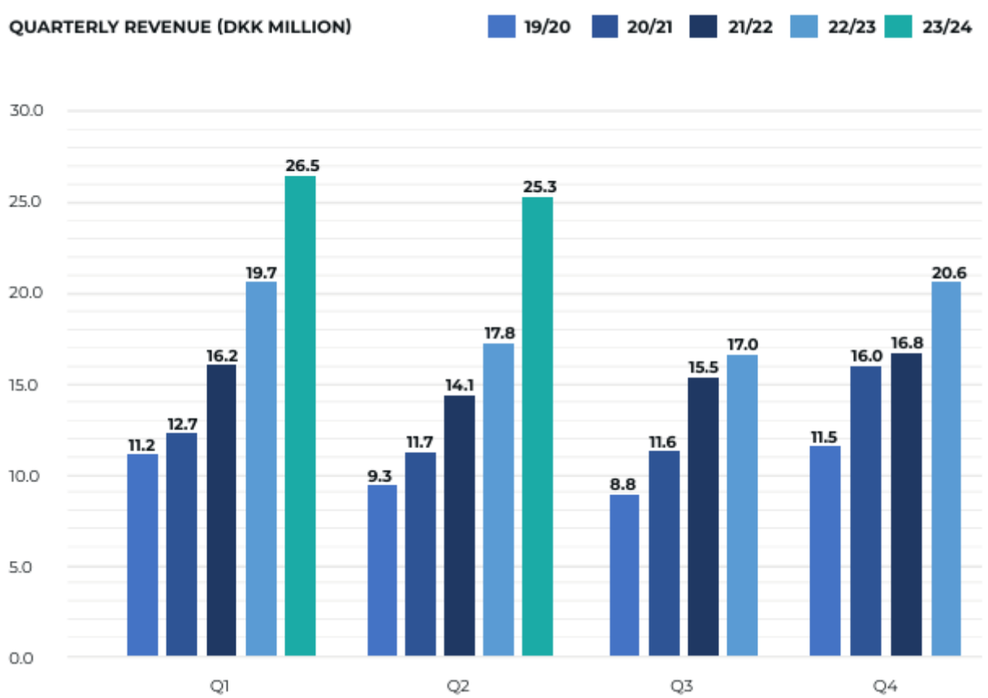


Emerging Stars

Vores "emerging stars" segment er mindre selskaber målt på både markedsværdi og størrelsen hos Symmetry. Det er ofte mindre likvide aktier, hvorfor vi på trods af et meget stort upside-potentiale har mindre positioner.

Freetrailer

Flere personer i vores netværk var lidt skeptiske over, at vi valgte at placere en del af vores penge i Freetrailer aktien. Vores research viste en forretningsmodel, som havde et kæmpe potentiale, hvis den blev ledet som en vækstvirksomhed. Den nye CEO Nicolai har virkelig fået sat skik på forretningen, væksten er accelereret markant og man opbygger nu en forretning, der kan blive mange gange større.



Freetrailer har de seneste to kvartaler vokset omsætningen med +35 % og indtjeningen endnu mere. Man ekspanderer nu kraftigt i nye markeder, imens man stadig vokser 20 % i Danmark. Vi ser et enormt potentiale i Freetrailer for de kommende 5-10 år i takt med, at produktet udrulles til flere og flere byer.

Epsilon

Epsilon Net havde igen et fantastisk 2023 hvor man voksede omsætning og EBITDA med 24 %.

Epsilon er fortsat med deres vækstrejse, som er en kombination af organisk vækst og egenfinansieret (ingen dilution) M&A. Epsilon har fortsat med at lave små billige opkøb hen mod slutningen af 2023 og ind i 2024. Dette kombineret med ny lovgivning samt lanceringen af NBG-samarbejdet tegner lovende for, at Epsilon vil fortsætte deres vækstrejse i 2024 og årene derefter.

Key financial data for the period 01/01/2023 – 31/12/2023

without applying accounting treatment based on the "fair value" method for Stock Options according to IFRS 2

GROUP FINANCIAL FIGURES (in thousand €)	01/01/2023-31/12/2023	01/01/2022-31/12/2022	Change
Revenue	**93,231.69**	**75,107.33**	**24.13%**
Earnings after Taxes	**21,931.00**	**18,303.32**	**19.82%**
Adjusted EBITDA	**31,081.22**	**25,053.49**	**24.06%**



Correios de Portugal (CTT)

CTT er et portugisisk selskab, som vi for nyligt har købt en del op i. Selskabet er det ledende postselskab i Portugal, hvilket garanteret får de fleste til at løbe skrigende bort – når de fleste danskere kender PostNord. Men CTT har diversificeret forretningen indenfor andre attraktive vertikaler og handles til en ekstremt lav værdiansættelse.

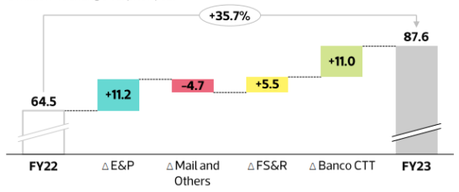
E&P became the biggest contributor for revenues and rec. EBIT in 4Q23

ctt

Group CTT - Financials
€ million

	4Q23	FY23
Revenues	€269.8m (+10.6%)	€985.2m (+8.7%)
Recurring EBIT[1]	€19.5m (-24.3%)	€87.6m (+35.7%)

Recurring EBIT[1] evolution
€ million; % change vs. prior year



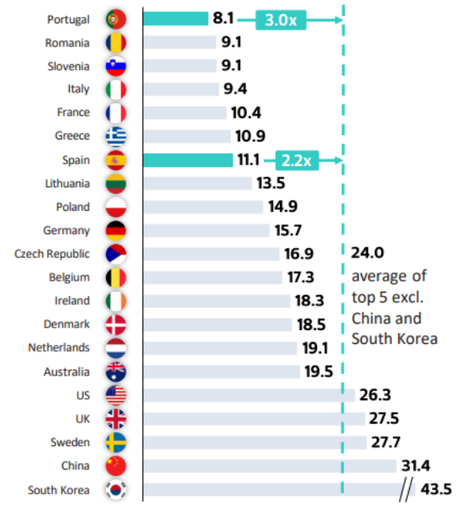
	Express & Parcels		Mail & Other[2]		Financial Services & Retail		Banco CTT	
	4Q23	FY23	4Q23	FY23	4Q23	FY23	4Q23	FY23
Revenues	€111.1m (+55.9%)	€340.6m (+31.5%)	€111.1m (-3.8%)	€434.1m (-5.8%)	€8.0m (-62.3%)	€62.8m (+3.4%)	€39.6m (+10.2%)	€147.7m (+17.3%)
Recurring EBIT[1]	€7.7m (+103.6%)	€19.7m (+131.5%)	€1.1m (-82.0%)	€6.0m (-44.1%)	€3.5m (-68.9%)	€36.4m (+18.0%)	€7.3m (+49.6%)	€25.4m (+76.1%)

Guldkalven hos CTT er deres Express & Parcels business, idet man ejer et gigantisk logistiknetværk i Portugal og Spanien (Iberia), hvor man står for last-mile delivery af pakker. Man har store synergier med sin brevforretning, som har faldende volumener. E-commerce (pakker til hjemmet) er stadig i sin spæde start i disse lande og vil medføre høj vækst i de kommende år. Dette er en forretning, som kræver store skalafordele, da man både skal drive store logistikcentre samt aflønne personale, der leverer pakker. Og det er bare meget mere finansielt attraktivt at levere fem pakker på den samme villavej i stedet for to pakker. Det betyder også at i takt med, at CTT vokser, så vil de skalere deres margin og udvide deres fordel til konkurrenterne.

Udover Express & Parcel har CTT også deres mail-forretning, som dog langsomt falder samt to attraktive finansielle enheder. Banco CTT og Financial services er attraktive forretninger, som CTT har bygget fra bunden. De har været åbne omkring, at de ikke er den bedste langsigtede ejer af en bank og at man over tid nok vil afhænde den.

En af grundene til at vi godt kan lide CTT er, at Portugal og Spanien stadig er underpenetreret på E-commerce sammenlignet med andre lande. Vi ser derfor store vækstmuligheder i de kommende mange år for CTT indenfor dette område.

e-commerce[1] penetration, 2022
e-commerce share of total retail, %



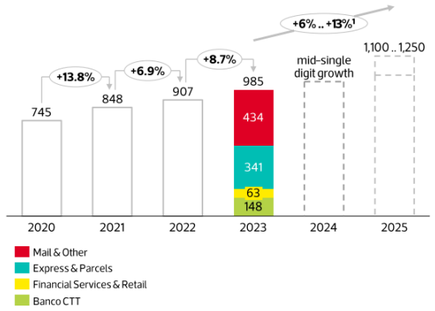
Hvis man først kigger på CTT udefra, ligner det en gammel brevforretning, som ikke virker attraktiv. Men ser man på hvordan de booster både omsætning og recurring EBIT får man et andet indtryk. Samtidig er deres "mix" fuldstændig skiftet og Mail forretningen er i dag på EBIT niveau en ubetydelig del af CTT.

En anden attraktiv faktor ved CTT er deres værdiansættelse. Aktien handles til ca. 6x EV/FCF. Vi mener en sådan multipel er alt for lav, da aktien som minimum burde handle til det dobbelte. Selskabets balance sheet er undervurderet, hvor der f.eks. er ej monitoreret ejendomme til en værdi af flere 100 mio. EUR. Vi vurderer derfor, at CTT-aktien kan mere end fordobles i værdi over de kommende år. Samtidig med dette, så betaler CTT et attraktivt udbytte på +4 % og køber egne aktier tilbage svarende til 4-5 % af aktiekapitalen årligt.

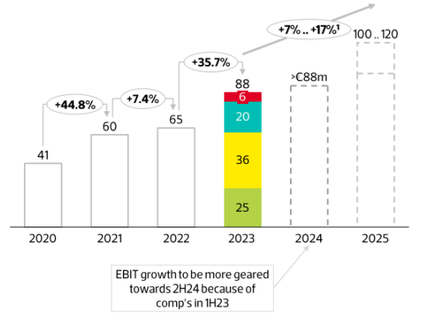
Continued growth in 2024, follows a beat of the twice upgraded 2023 guidance

ctt

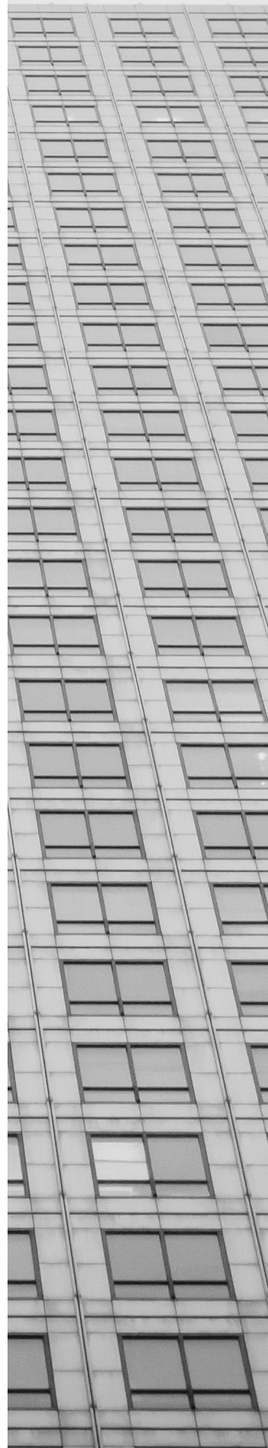
Revenues
€ million



Recurring EBIT
€ million



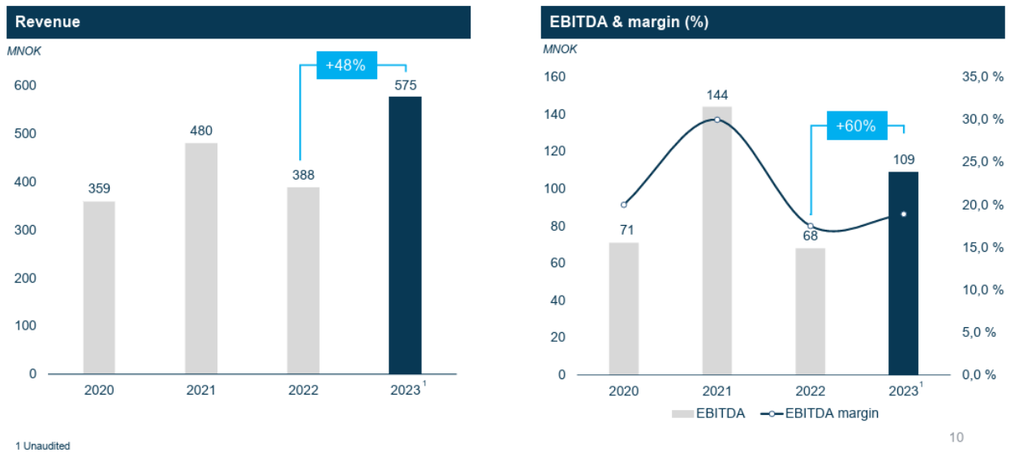
Growing revenues and EBIT towards the CMD 2025 ambition



Nekkar

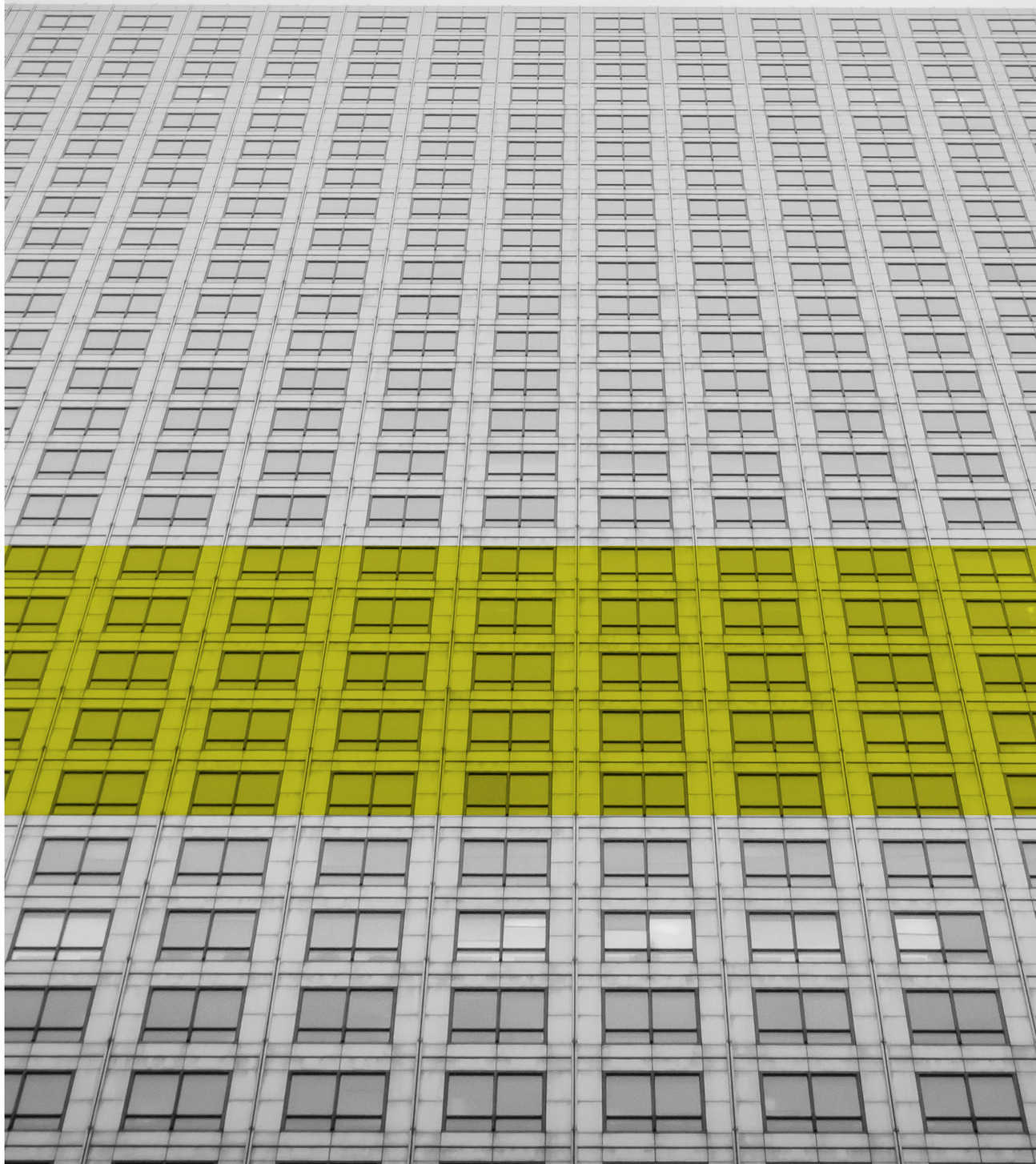
Norske Nekkar havde også et stærkt 2023 med en omsætning, der voksede 48 % og indtjening der voksede 60 %.

Key financials | Per year



1 Unaudited

Nekkar handles til lave multipler, hvilket selskabet pt. udnytter ved at tilbagekøbe deres egne aktier og dermed øge Symmetrys ejerskab i selskabet.
Nekkar står stærkt med markedsledende positioner indenfor forskellige nicher, som vi finder attraktive. Derudover har selskabet været dygtig til at foretage kapitalallokering og opstarte nye områder.



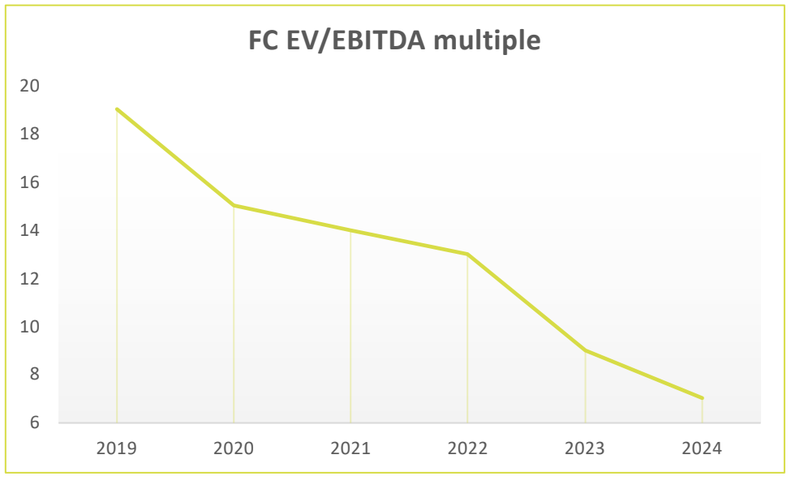
US Software

Symmetry bliver aldrig eksperter i at analysere og investere i softwareselskaber, da det kræver en meget stor teknisk forståelse at kunne dette. Vi kan dog drage fordel af vores kendskab til forskellige brancher og ad den vej udnytte muligheder indenfor software.

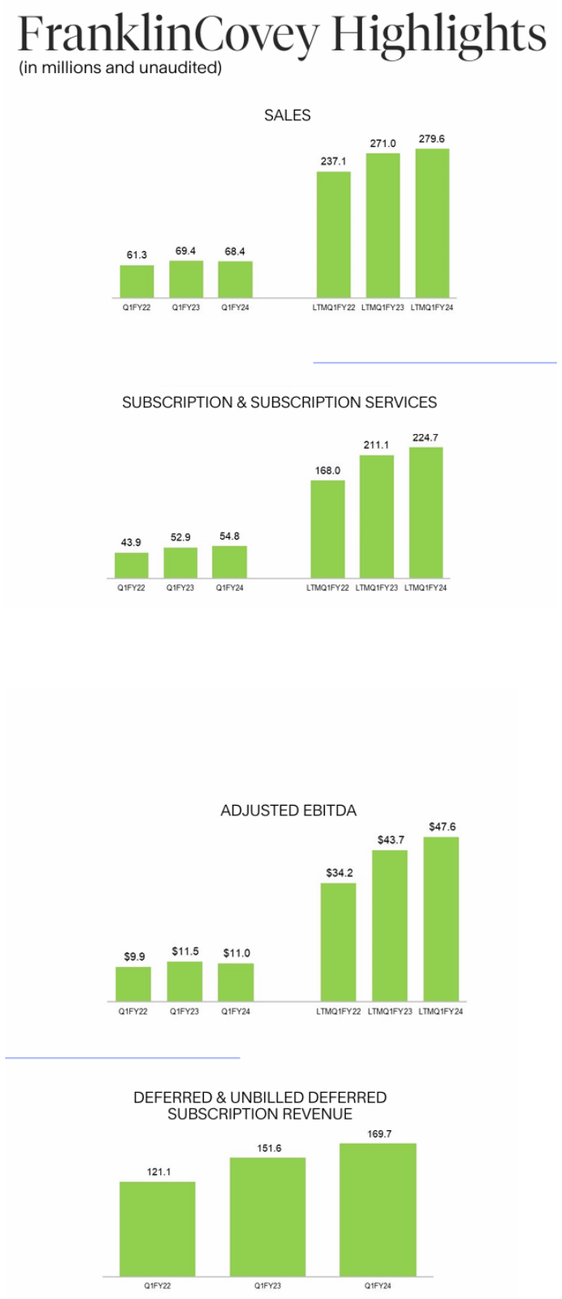
F.eks. JDC med software til forsikringsmæglere, GiG med software til gaming-selskaber og Epsilon med regnskabssoftware. Vi kommer aldrig til at blive en fond, der betaler +10 gange omsætningen for en højtflyvende ny software eller AI-aktie. I USA ejer vi to "software-selskaber" som handles til lave multipler, med stærke forståelige forretningsmodeller og med ledelser, som vi har en dyb respekt for.

Franklin Covey

Franklin Covey er en aktie, som vi har ejet i over seks år nu. Aktien har haft forskellig vægtning i vores portefølje – alt fra 2 % til 15 % - afhængig af aktiens relative prisfastsættelse sammenholdt med resten af vores investeringsunivers. Franklin Covey har over de sidste fire år haft en faldende EV og en stigende EBITDA. Det betyder deres EV/EBITDA multipel nu er lavere end på noget andet tidspunkt.



Franklin Covey performer stadig godt og EBITDA forventes at stige med 21 % i FY24 sammenlignet med FY23. Det er sjældent, at man kan købe aktier til ca. 6-7x EBITDA for selskaber som vækster med +20 %. Heldigvis for os udnytter Franklin Covey selv den lave værdiansættelse til at købe en større mængde egne aktier tilbage. Jo længere der går før aktien stiger, jo større ejerandel vil Symmetry ende op med.





PAR Technology

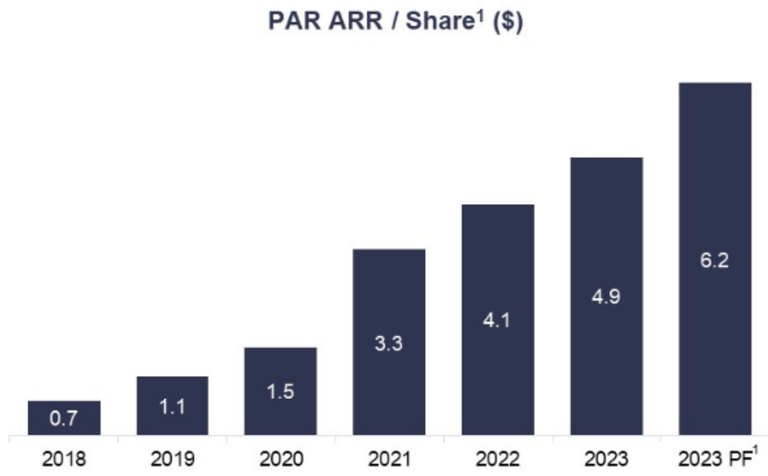
Vores investering i PAR er et resultat af deres stærke markedsposition indenfor POS software mod QSR-restauranter i USA. Deres CEO Savneet Singh har siden han overtog PAR i 2019 skabt det PAR vi ser i dag.



PAR har senest vundet en kæmpe ordre med Burger King og Savneet bekræftede på det seneste conference call, at deres tender pipeline aldrig har været bedre. PAR vinder, fordi de har en unified commerce platform, hvor restauranter kan få adgang til et stort antal moduler og nymoderne software. Det gør, at de kan anvende et meget lavere antal leverandører og øge deres tech-sikkerhed og produkt til slutkunden.

Vi mener PAR stadig er meget tidlig på rejsen. Vi forventer, at man fortsat kan vokse ARR med 25-30 % årligt i de kommende år, imens man fra Q3/Q4 2024 bliver profitable og cash flow positive. Der er nok kapital til at funde sin vækst og samtidig er der store muligheder for attraktive M&A.

PAR har senest offentliggjort to attraktive opkøb, der vil give dem adgang til henholdsvis det internationale marked samt C-store markedet. PAR udbygger således sit produktudvalg indenfor flere områder og geografier – samtidig med, at de køber selskaber, der er billigere end PAR målt på ARR og som også er mere profitable.





US conglomerates

Historien om Berkshire Hathaway og Warren Buffett er legendarisk og kendt af stort set alle indenfor investeringsverdenen. Hos Symmetry leder vi ofte efter nogle mindre og mere moderne udgaver heraf – selskaber der kan forrente deres kapital med høje afkast internt og dermed forrente aktionærernes kapital.

IAC

IAC er et investeringsselskab, der er ejet af Barry Diller og ledet af Joey Levin. IAC opererer primært med offline-to-online transformation af forskellige sektorer indenfor online markedspladser mv. IAC havde stor succes efter Corona epidemien brød ud (ligesom andre digitale forretninger), mens selskabet var igennem en svær periode i 2022. Joey Levin beskriver hvordan 2023 var året, hvor de kom "back on track" i hans Q4 letter:

IAC Q4 2023 Shareholder Letter

February 13, 2024

Dear Shareholders,

Feels nice to say for the first time in a while that the year finished stronger than we had hoped. Our three biggest consolidated businesses (Dotdash Meredith, Angi, and Care.com) all generated healthy profit growth, and our large minority investments (MGM and Turo) generated record fourth-quarter revenues again. The "Back to Basics" theme for 2023 largely worked. We got the synergies going at Dotdash Meredith and cleaned up the P&L at Angi, lifting IAC's cashflow and Adjusted EBITDA materially. Work is never done, but what a difference a year makes.

Our market capitalization is still roughly equal to the sum of the cash and publicly-traded securities we hold, effectively implying no value for all the other assets in IAC. The progress across the company hasn't yet shown up in our share price, so investors can still get a lot of assets – and option value – for the implied bargain price of nearly zero, and we believe the cash and public securities have upside, too.

Flere af de største forretninger hos IAC er nu back on track. Især det største selskab Dotdash-Meredith var tilbage med 10 % vækst i Q4 og forventer +10 % igennem 2024 nu. Angi laver det største overskud længe og Turo og MGM sætter nye højder. IAC-aktien har dog ikke fulgt med op, hvilket også betyder, at man i dag reelt set kun betaler for MGM og Angi, når man køber IAC aktien. Alle deres andre aktiver inkluderende DDM (EBITDA på 300 mio. $ i 2024) får man "gratis".

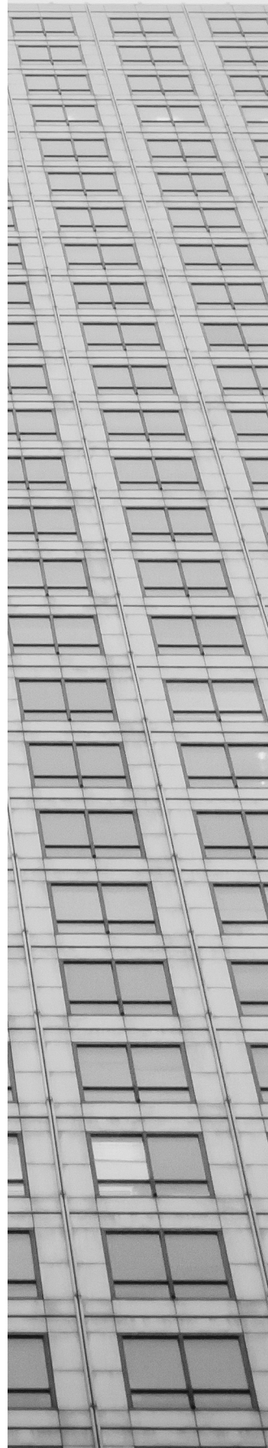
Nelnet

Nelnet er et selskab, som vi har fulgt længe – men først købte i løbet af 2023. Aktien blev i en stor del af efteråret handlet til eller under indre værdi, hvilket vi finder markant undervurderet. Nelnet blev børsnoteret i 2004 og har over de sidste 19 år vokset de bogførte værdier med 16,2 % årligt. Den underliggende udvikling er endnu stærkere.

Nelnet's Corporate Performance (Annual Percentage Change)

	Nelnet Per Share Book Value With Dividends Included	Nelnet Per Share Market Value With Dividends Included	S&P 500 With Dividends Included	Net Income Reinvested[2] (in millions)
2004	49.2%	20.2%	10.9%	$149
2005	41.5%	51.1%	4.9%	$181
2006	6.3%	(32.7%)	15.8%	$6
2007	(1.6%)	(52.5%)	5.5%	($63)
2008	6.6%	13.3%	(37.0%)	$24
2009	21.0%	20.7%	26.5%	$135
2010	23.7%	41.6%	15.1%	$115
2011	22.6%	4.9%	2.1%	$160
2012	16.7%	27.5%	16.0%	$89
2013	26.1%	42.8%	32.4%	$271
2014	21.1%	10.9%	13.7%	$273
2015	16.0%	(26.6%)	1.4%	$153
2016	15.4%	52.7%	12.0%	$166
2017	8.8%	9.1%	21.8%	$80
2018	9.9%	(3.2%)	(4.4%)	$156
2019	6.2%	12.7%	31.5%	$72
2020	15.6%	23.7%	18.4%	$247
2021	14.7%	38.4%	28.7%	$301
2022	11.9%	(6.1%)	(18.1%)	$273
2023	3.4%	(1.6%)	26.3%	$24
CAGR/Total	16.2%	8.4%	9.7%	$2,812

På overfladen ser et afkast på 3,4 % i 2023 dårligt ud, men dette afkast gemmer over en del engangsudgifter, som ikke vil komme igen i 2024. Samtidig er Nelnet (lidt ligesom Berkshire) i større og større grad gået over til at have asset light forretninger, hvor indtjeningen ikke afspejles i indre værdi. Sidst men ikke mindst har man nogle forsigtige regnskabsprincipper, der gør den rapporterede indre værdi lavere end den faktisk er. Selskabet har derudover tre guldæg, som ikke er afspejlet på balancen:



1

Man ejer to asset light forretninger, der tilsammen vil levere et overskud på 150 mio. $ i 2023. Disse er kun bogført til 240 mio. $ på balancen. Den ene af disse forretninger er en recurring software forretning, som vokser organisk med tocifrede vækstrater. Vi mener disse to forretninger alene er ca. 2 mia. $ mere værd end de bogførte værdier.

2

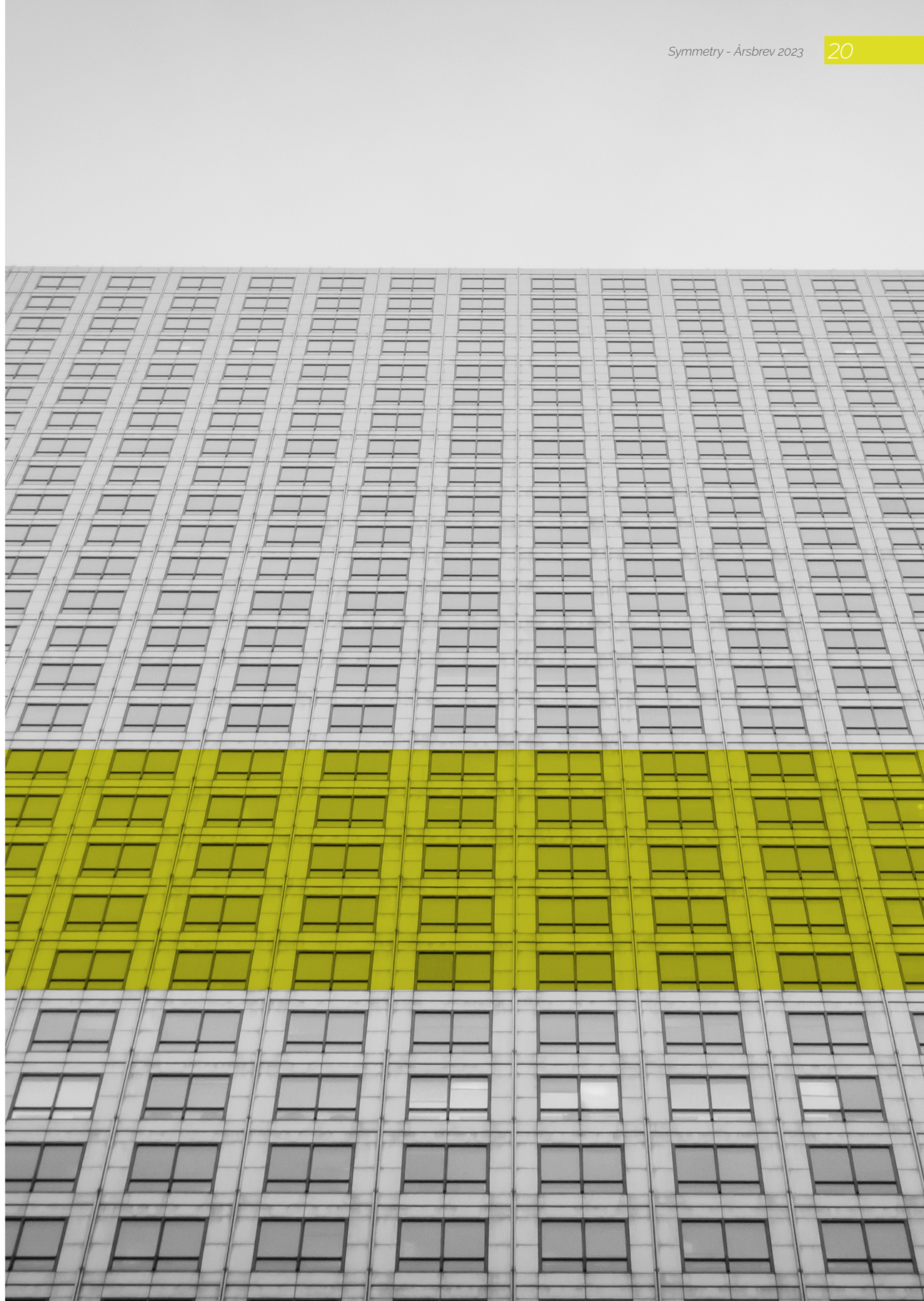
Selskabet ejer 45 % af Allo Fiber, hvor man på grund af skattemæssige/regnskabstekniske forhold har nedskrevet den bogførte værdi til 0 (ultimo Q1-24). Men Allo performer superstærkt og har senest vist, at de kan optage asset-backed lån for tæt på 800 mio. $. Vi mener derfor, at værdien af Allo ligger et sted mellem 300-500 mio. $.

3

Den helt store joker kommer fra selskabets ejerskab på ca. 20 % af Hudl. Hudl er bogført til ca. 170 mio. $ -baseret på en værdiansættelse, som Bain købte sig ind til i maj 2020 under Covid (hvor al sport var lukket ned). Baseret på vores estimater er Hudl vokset mange gange siden da og blevet en kæmpe virksomhed. Hvad Hudl ultimativt er værd er svært at estimere. Men ud fra de estimater vi kan lave (baseret på Hudl omsætning, antal ansatte etc.) vurderer vi, at selskabets ejerandel vil være ca. 0,5-1,0 mia. $ værd eller tæt på 1/3 af markedsværdien i upside.

Der findes andre mindre poster, hvor vi også ser en pæn upside til de rapporterede værdier. Samlet set mener vi, at den faktiske indre værdi i Nelnet er mere end dobbelt så høj som de bogførte værdier – og at aktien dermed har massivt upside potentiale over de kommende 3-5 år.

For folk der er interesseret i at lære mere om Nelnet kan jeg anbefale dette nylige podcast: https://open.spotify.com/episode/4fhCn43tFVzKBwXuJMdkY7?si=su8yW_OPS32XmABVYagrkA



Irish deep value

Nogle gange er man som investor i stand til at finde geografiske lommer, hvor der findes ekstraordinære gode investeringsmuligheder. For Symmetrys vedkommende har vi fundet dette i Irland, hvor vi via to investeringscases ejer aktier, der handles til ekstraordinære lave multipler i forhold til hvad man ellers kan finde.



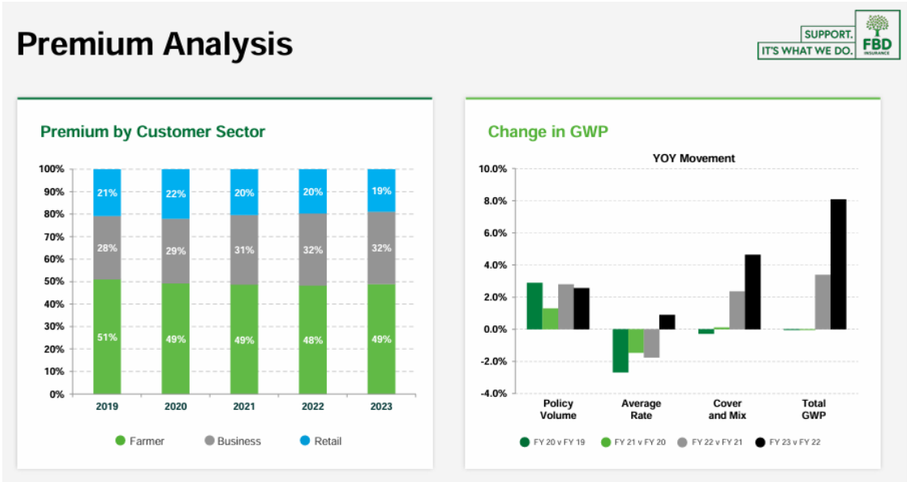
Andreas var i november 2023 en tur i Dublin for at deltage i den årlige Goodbody investorkonference, hvor han havde muligheden for at møde ledelsen for både FBD og Origin fysisk.

Mens vi syntes Smallcap markedet har været hårdt i Skandinavien er det intet at sammenligne med, hvad de oplever i UK/Irland. Der er nærmest ingen interesse for disse selskaber, aktivt forvaltede fonde får outflow og skal dermed tvangssælge positionerne og der er ingen købere.

Det er lige præcis i sådan et marked, at Symmetry gerne vil købe aktier op – til 4-5x indtjeningen.

FBD Group

FBD Group er det markedsledende forsikringsselskab i Irland indenfor forsikringer til landbruget. Vi estimerer, at FBD har en markedsandel på +60 % af alt landbrug i Irland – En markedsandel som har været voksende de senere år. Landbrug udgør ca. 50 % af omsætningen hos FBD og samtidig har FBD flere landbrugsorganisationer, som storaktionærer.



En af de væsentligste forudsætninger for at forstå FBD i dag er at forstå deres historie. Går man tilbage til perioden 2008-2016 havde selskabet således en "broget" historie med flere episoder med større tabshensættelser samt investeringsfejl, herunder fokus på segmenter, som ikke gav værdi for dem.
En anden vigtig faktor er, at forsikring er en people business. Et forsikringsselskab er aldrig bedre end de folk, der arbejder der. Som følge af de de fejl, der blev lavet i årerne 2008-2015 begyndte man i 2016 en større "oprydning" på personalefronten, hvor man ansætte nye folk med stærke kompetencer samt forfremmede andre. Denne proces fortsatte helt indtil januar 2021, hvor den nuværende CEO startede.

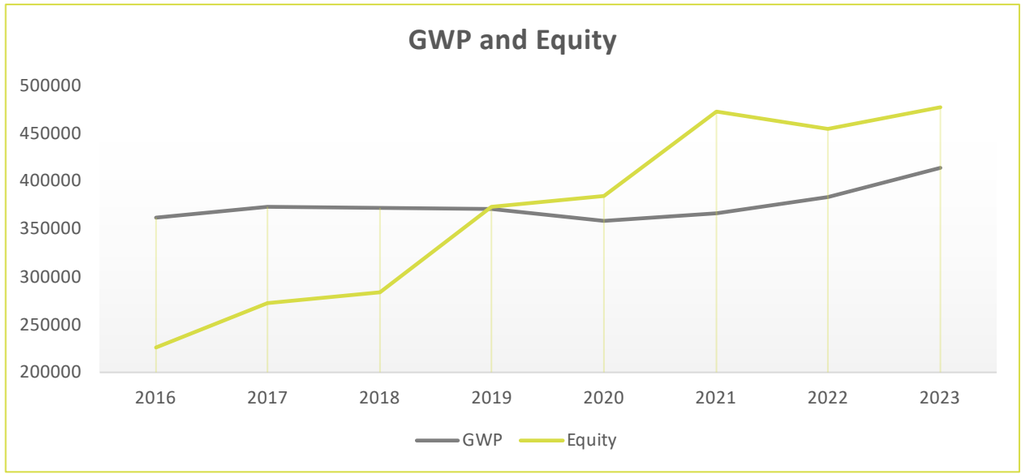


Name	Position	Start	Former FBD Roles
Liam Herlihy	Chairman	May-17	BOD from 1/9 2015
Thomas O-Midheach	CEO	jan-21	
Kate Tobin	CFO	jan-24	Head of underwriting from 2018
Derek Hall	Chief Risk officer	okt-21	
John Cahalan	Chief Commercial Officer	jul-17	
Jackie McMahon	Chief Claims Officer	okt-16	IT implementation before
Enda Kyne	Chief Technology officer	jan-17	
Carolyn O'Hara	Human Resources Officer	okt-18	Sales Rep before
Hadine Conlon	Company Secretary	okt-21	
Kevin Coughlan	Chief Strategy officer	apr-22	

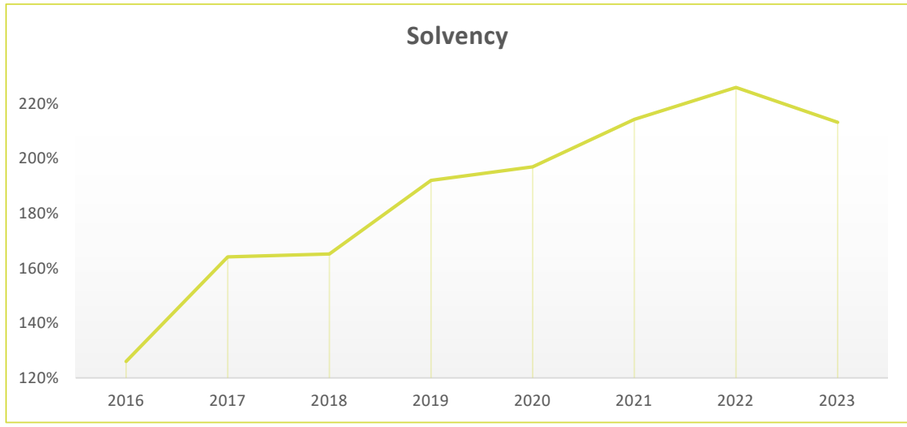
Denne nye ledelsesgruppe har formået at levere stærke resultater over de seneste syv år. Vi mener deres track record er så stærk, at det ikke giver mening, at vurdere FBD baseret på fortidens fejl. Man bør som investor alene fokusere på det FBD, der er i dag og den track record, som de personer der driver selskabet i dag har leveret.

Income Statement | TIKR.com	31.12.08	31.12.09	31.12.10	31.12.11	31.12.12	31.12.13	31.12.14	31.12.15	31.12.16	31.12.17	31.12.18	31.12.19	31.12.20	31.12.21	31.12.22	31.12.23
Operating Income	(26,52)	0,10	8,37	55,42	61,31	52,47	(16,16)	(105,10)	11,66	57,23	68,08	115,02	9,69	113,04	101,73	122,79

2023 var endnu et godt år for FBD, hvor man igen leverede på de mål man havde. Man voksede omsætningen med 8 %, leverede en stærk Combined Ratio, havde et positivt investeringsafkast samt udbetalte høje udbytter til aktionærerne.

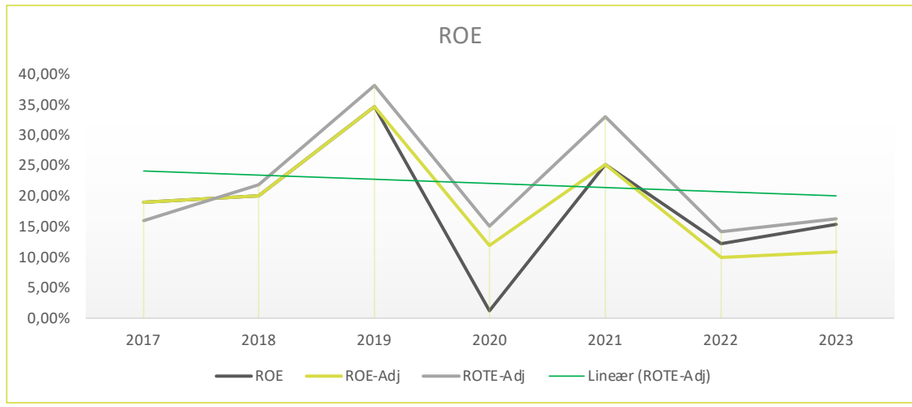


I samme periode har man formået at vokse omsætningen (GWP) roligt ved at hæve priserne og tage de rigtige kunder ind, mens man har skåret ned på ikke profitable kunder og områder. Derudover har man på grund af den høje indtjening formået at opbygge en stor egenkapital, der er blevet fordoblet over de syv år – trods høje udbyttebetalinger i 2022/2023.



FBD har over de seneste syv år øget deres solvens til 213 % ultimo 2023 (efter fradrag af udbytte og aktietilbagekøb). Selskabet har en målsætning om at ligge på 150-170 % i solvensdækning, hvilket betyder at FBD pt. er markant overkapitaliseret (med ca. 1/4 af markedsværdien). Denne overdækning arbejder man løbende på at returnere til aktionærerne via ekstraordinære udbytter og aktietilbagekøb over de næste 3-5 år.

Den bedste måde at vurdere om et forsikringsselskab er veldrevet er at kigge på dets evne til at forrente egenkapitalen. Ser man på FBD har de over de sidste syv år formået at forrente egenkapitalen med ca. 19 % i gennemsnit.





Vi mener den underliggende forrentning er endnu stærkere. Hvis man måler på den forrentning FBD laver på deres "target equity" og fjerner den overkapitalisering, som de har haft især de seneste par år, så vil ROE stige til ca. 22 % i årlig forrentning. Sagt på en anden måde, FBD har over en længere årrække nu vist, at de er et veldrevet forsikringsselskab der kan forrente deres egenkapital.

Men faktisk er der et forhold, der gør at fremtiden ser endnu lysere ud. Over de sidste otte år har FBD haft et investeringsafkast på 0,8 % pr. år i gennemsnit. Dette skyldes en yderst defensiv strategi i et marked, hvor sikre obligationer gav et afkast på ca. 0 %. Dette har dog ændret sig kraftigt over de sidste par år og FBD geninvesterer pt. til en rente på over 3 %. Herudover har man nu risikoaktiver (aktier, ejendomme og high-yield) på ca. 14 % af formuen. Dette betyder, at det forventede investeringsafkast over de kommende tre år vil stige markant i takt med, at obligationer der giver 0-1 % i årlig rente udløber og bliver geninvesteret i obligationer med en højere rente.

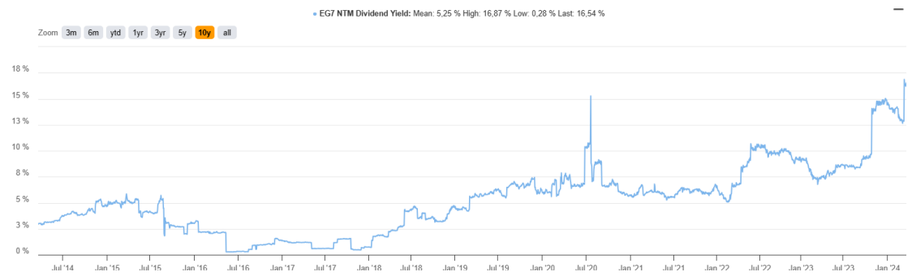


Vores forventning er, at selskabets combined ratio måske kan komme lidt under pres og stige fra ca. 81 % i snit til ca. 86-89 % i snit over de kommende år. Men dette vil blive mere end opvejet af et højere investeringsafkast og en lavere solvens/egenkapital.

Den sidste faktor vi godt kan lide ved FBD er, at den handles til nogle vanvittigt billige nøgletal. Den første KPI vi kigger på er selskabets udbytte yield. Her er deres forward-yield pt. på 16,5 %, hvilket er det højeste nogensinde for selskabet. En mere normal yield for et forsikringsselskab er 4-8 %, hvorfor vi finder FBD meget attraktiv, da vi mener de er i stand til at fastholde dette høje udbytte i hvert fald de næste fem år.

På andre målepunkter handles aktien også vildt billigt, da aktien stadig handles under indre værdi (K/I ca. 0,9). P/E er omkring 5,7 baseret på den nuværende solvens og ca. 4,5 normaliseret.

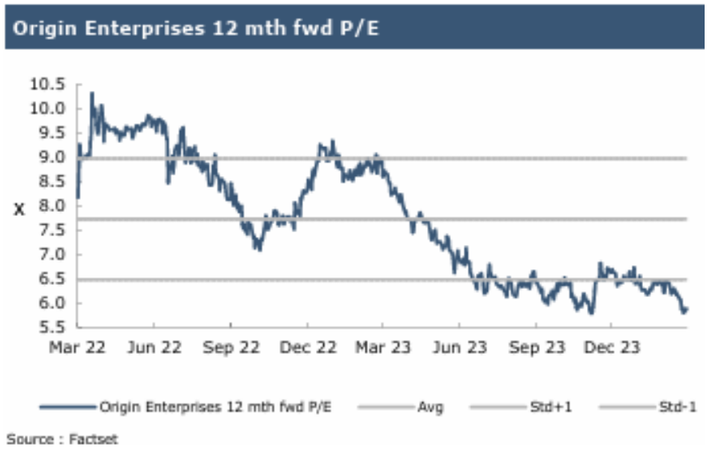
Veldrevne forsikringsselskaber med markedsledende positioner handles ikke til P/E 4,5 eller K/I 0,9 eller dividend yield på +16 %. For at FBD skulle handles på niveau med sammenlignelige selskaber ser vi ca. 150-200 % upside i aktien over de kommende 12 måneder.



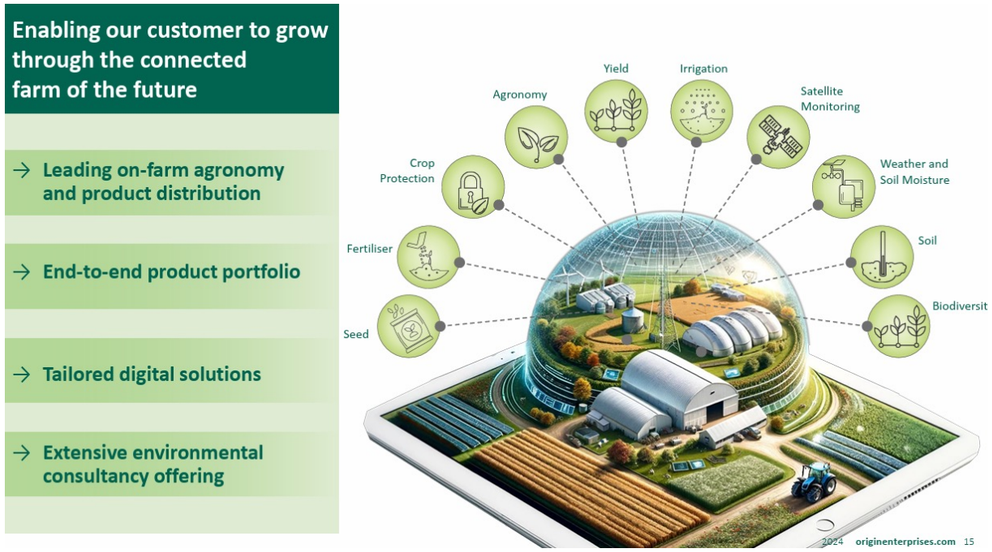


Origin Enterprises

Origin er en irsk aktie, der ikke har lavet andet end at falde de sidste fire-fem år. Dette på trods af, at ledelsen har positioneret selskabet langt stærkere end for fem år siden, man betaler +6 % udbytte-yield og samtidig har tilbagekøbt næsten 20 % af alle udestående aktier de sidste tre år. Det betyder, at selskabets P/E jf. nedenstående nu handles til kun 5,5x, hvilket endda er baseret på FY24 regnskabet, som har negativ indtjening grundet dårlige vejrforhold. Målt på FY25 er P/E omkring 5,0.



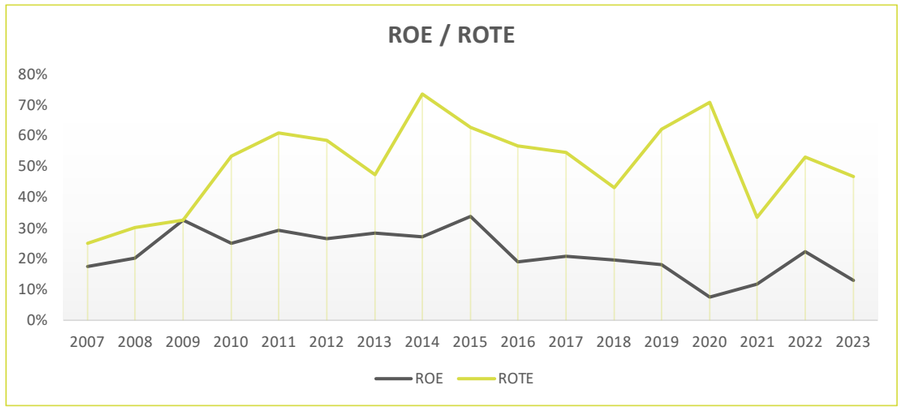
Source : Factset



Origin opererer indenfor landbrugssektoren, hvor de udvikler, distribuerer og rådgiver omkring alle input en landmand har. Det kan være alt fra frø, gødning, pestkontrol mv. Origin tjener deres penge primært via produktsalg og delvis via rådgivning. Origin skal på mange måder ses som en "value-add" logistikforretning. Man ejer distributions- og havnefaciliteter på steder i UK & Irland, som gør at man kan få leveret og distribueret frø og gødning attraktivt. Samtidig har man over årene udviklet en stor knowhow og en brand-portefølje af value-added produkter i eget navn, som optimerer og forbedrer "yielden" for en farmer. Disse sælges ind sammen med rådgivningen og brugen heraf.

Origin bliver i markedet set som en value-trap – en aktie der ser billig ud på overfladen, men også fortjener en lav multipel, fordi den er kapitaltung og har lav vækst. Dette mener vi ikke er korrekt. Det er korrekt, at selskabets legacy UK/Irland Ag-forretning ikke er nogen vækstforretning mere – men omvendt kommer over 50 % af indtjeningen nu fra deres Latam, Continental Europe og Amenity forretning. Disse 3 områder er endda alle vækstområder.

En anden misforståelse er efter vores mening, at selskabet skulle være kapitaltungt. Dette er efter vores mening på ingen måde tilfældet.



Som man kan se ovenfor, har Origin haft en egenkapitalforrentning på 22 % i snit de sidste 17 år med det dårligste år på 8 %. Dette inkluderer endda en del opkøb/ immaterielle aktiver, som blev købt af den tidligere ledelse (til lidt for høje kurser). Ser man bort fra de immaterielle aktiver, så har Origin leveret en gennemsnitlig egenkapitalforrentning på over 50 % årligt de sidste 17 år.

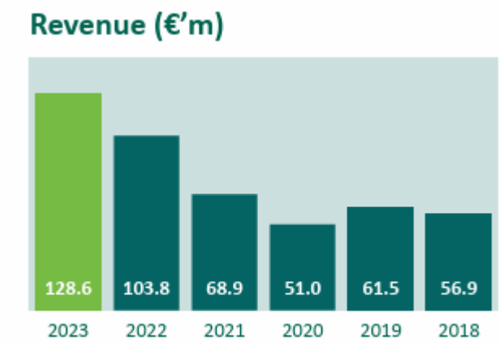
Selskabet genererer en stor del kontanter som kan bruges til at betale udbytter, foretage aktietilbagekøb samt til mindre bolt-on M&A.



Origin havde i mange år hele deres indtjening i UK/Irland indenfor AG-området. Dette gjorde selskabet meget følsomt overfor vejrforhold og i perioder med dårligt vejr måtte selskabet derfor se sin omsætning og indtjening dykke markant. Simpelthen fordi landmændene ikke kan så/gøde markederne, når det er for vådt (eller for tørt).

Man udviklede derfor en strategi om at diversificere sin forretning for at skabe en mere stabil indtjening. Samtidig ville man gerne ind i markeder, som havde en større strukturel vækst. Man har formået over de sidste fire-fem år at skabe denne diversificiering indenfor tre nye områder, således at UK/Irland AG-forretningen i dag er under 50 % af indtjeningen.

En af disse forretninger er deres Amenity, Environmental and Ecology-forretning. Her har man både vokset organisk og via en masse små bolt-on opkøb skabt en ledende spiller indenfor en masse nicheforretninger i UK/Irland. Dette kan være alt fra striberne på fodboldbaner, til beplantning og pasning af træer i offentlige parker mv. Forretningen er delvist drevet af produktsalg og delvist af rådgivning. Fælles for forretningerne er, at de vedører "grønne områder" og dermed har en del synergier med Ag-forretningen. Denne forretning udgør i FY24 ca. 15 % af indtjenigen, hvilket forventes at vokse til 25-30 % i FY26. Dette er primært en asset-light forretning med 7-10 % organisk vækst som burde handles til en 10-12x EBIT.





Operational Review: Amenity, Environmental and Ecology

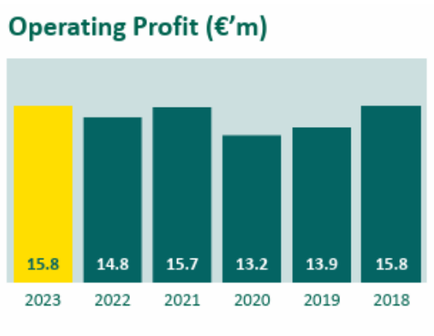
		Change on prior year	
	2023 €'m	2022 €'m	Change %
Revenue	128.6	103.8	23.9%
Operating profit[1]	11.1	8.8	26.1%
Operating margin[1]	8.6%	8.4%	20bps

1. Before amortisation of non-ERP intangible assets and exceptional items

Share of Group operating profits increased to 12.2% (2022: 7.3%)

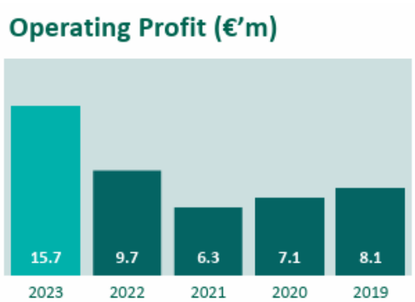
En anden faktor man ønskede var en geografisk spredning af sin forretning, således at man ikke var afhængig af vejret i et specifikt område (UK/Irland).

Man startede med at gå ind i Østeuropa via fire opkøb i Polen, Rumænien & Ukraine. Dette har delvist været en succes, da Polen og Rumænien har udviklet sig flot, mens krigen i Ukraine har gjort at man har måtte lukke dette land ned. Alligevel havde man i FY23 en rekordindtjening på 15,8 mio. EUR i dette segment (2018 inkluderede en belgisk forretning som er blevet solgt).





En af de store vækstområder og et af guldæggene hos Origin er deres brasilianske forretning, som blev købt i 2018. De første par år døjede man lidt med en meget svag valuta, som skyggede for en stærk underliggende indtjeningsfremgang. I 2022 og 2023 har man fastholdt denne indtjeningsfremgang, mens valutaen er vendt til det bedre.







Origin ledes i dag af en super dygtig CEO i form af Sean Coyle, der begyndte som CFO i september 2018 og blev forfremmet til CEO halvanden år senere. Origin har udviklet sig stærkt de seneste par år under Seans ledelse.



Sean Coyle
Chief Executive Officer

Sean Coyle was appointed Group CEO on 1 July 2020. Sean joined Origin in September 2018 as Chief Financial Officer and was appointed to the Board



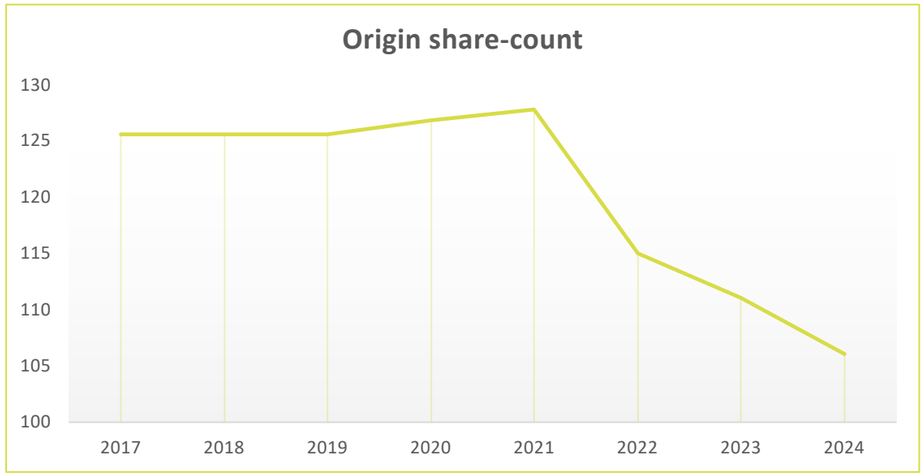
TJ Kelly
Chief Financial Officer

TJ Kelly was appointed Group CFO and an Executive Director of Origin on 18 January 2021. TJ joined Origin from Hostelworld Group plc, the global hostel-

Det der imponerer os ved Sean er, at han kombinerer en stærk operationel drift med en forståelse for kapitalallokering. Over de sidste tre-fire år har han lukket områder og segmenter, som ikke var rentable, mens han har taget working capital ud af andre områder for at forbedre forrentningen. Samtidig har han foretaget små bolt-on opkøb til 3-7x EBITDA og ad den vej bygget deres Amenity forretning.

Samtidig har man over de sidste tre år udnyttet, at aktien har været billig og tilbagekøbt ca. 18 % af alle de udestående aktier. Det er vores forventning, at selskabet vil fortsætte med at købe egne aktier så længe aktien bliver ved med at være billig.

Det er ikke kun Symmetry, som finder aktien attraktiv og har købt op for nyligt. Selskabets ledelse (CEO + CFO + bestyrelse) har også selv været meget aktive i det åbne marked og købt en del aktier.



Insider	# Shares	Price	Date
Ralph (Alan)	15.000	3.04	11.3.24
Britton (Gary)	10.000	3.56	10.3.24
Coyle (Sean)	50.000	3.16	6.3.24
Kelly (T J)	5.000	3.26	5.3.24
Coyle (Sean)	14.075	3.83	21.12.23
Kelly (T J)	5.700	3.76	29.11.23
Coyle (Sean)	5.925	3.72	19.11.23
Kelly (T J)	8.700	3.62	5.10.23
Kelly (T J)	6.000	3.48	28.9.23
Ralph (Alan)	20.000	3.47	28.9.23
Coyle (Sean)	30.000	3.38	27.9.23
Richards (Christopher G. J.)	4.275	3.57	8.8.23
Richards (Christopher G. J.)	(4.275)	3.56	8.8.23
Coyle (Sean)	20.000	3.59	24.7.23
Coyle (Sean)	8.910	2.2	29.6.23
Kelly (T J)	4.000	3.69	29.6.23
Coyle (Sean)	10.000	3.64	28.6.23



symmetry

Investering i balance

CVR: 35 05 64 67

aa@symmetry.dk

www.symmetry.dk