symmetry
Investering i balance

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



Nyhedsbrev

2. kvartal 2020

Formål med nyhedsbrevet:

Symmetry sender hver måned en porteføljerapport ud til selskabets aktionærer. Her fortælles om månedens afkast, nyheder fra vores enkelte aktieinvesteringer samt meget andet. Herudover sendes løbende analyser ud af selskaber samt et årligt investorbrev med gennemgang af vores største positioner. Dette nyhedsbrev har ikke til hensigt at kopiere eller erstatte ovenstående, hvor der er eksklusiv adgang for Symmetrys aktionærer. Nyhedsbrevet, som er helt gratis, vil derfor kun i meget lidt grad beskæftige sig med enkelte aktier, da dette er forbeholdt investorer. I stedet for vil nyhedsbrevet gennemgå forskellige udviklinger og tendenser i det generelle marked samt forklare, hvordan Symmetry navigerer i de forskellige markeder.

Nyhedsbrevet vil fra tid til anden nævne konkrete enkeltaktier. Det kan både være aktier Symmetry er lang i, short i, eller aktier som Symmetry ingen position har i men har en interesse for.

Nyhedsbrevet har til formål at øge kendskabet til Symmetry for alle vores interessenter, herunder nuværende investorer, potentielle investorer samt øvrige personer, der følger med i aktiemarkedet. Symmetry vil løbende beskrive vores strategi og gøre den så let forståelig som mulig for læserne.

Vi vil inddrage citater mv. fra kendte value-investorer og underbygge påstande med grafer og andet materiale, der kan bruges til at understøtte vores pointer.

Vi håber, at så mange som muligt af jer vil finde nyhedsbrevet nemt læseligt og anvendeligt, og at det vil hjælpe med at få så mange som muligt til at tilmelde sig nyhedsbrevet og følge os.

Da investorbrevet er på dansk, men samtidig indeholder investeringsudtryk på engelsk, undskylder vi på forhånd herfor.

Disclaimer:

Nyhedsbrevet er skrevet og udgivet af Symmetry Invest A/S. Nyhedsbrevet indeholder Symmetrys egne meninger, forudsætninger og holdninger. Symmetry garanterer ikke for korrektheden af indholdet i nyhedsbrevet.

Aktier kommenteret i nyhedsbrevet skal ikke ses som en køb, hold eller salgsanbefaling af den pågældende aktie. Symmetry er en registreret forvalter af alternative investeringsforeninger (FAIF) hos Finanstilsynet. Symmetry er IKKE en registreret/autoriseret investeringsrådgiver og giver på baggrund heraf ingen anbefaler om konkrete aktier. Nyhedsbrevet beskriver udelukkende Symmetrys egne holdninger til markedet og enkelte aktier.

Symmetry er under ingen omstændigheder ansvarlig for tab som følge af investeringer baseret på brugen af nyhedsbrevet. Symmetry ejer i nogle tilfælde aktier i selskaber, der nævnes i nyhedsbrevet. Symmetry forbeholder sig retten til at købe eller sælge aktier i selskaber nævnt uden nærmere notifikationer herom. Vores holdning eller kursmål til aktier kan blive ændret løbende efter udgivelse af nyhedsbrevet. Vi forpligter os ikke til at opdatere herom.

Investering i aktier er forbundet med høj risiko, og det anbefales derfor altid at rådføre sig med en kompetent økonomisk rådgiver, inden der disponeres. Billeder og andet materiale anvendt i nyhedsbrevet er copyright beskyttet og kan ikke videredistribueres.

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

Nyhedsbrev

Vi har besluttet fra og med H2 2020 at overgå fra kvartalsvise til halvårlige nyhedsbreve. Vi rapporterer løbende afkast på hjemmesiden samt uploader analyser af nye aktier. Samtidig har skriver vi løbende nyt på twitter og LinkedIn. Vi mener derfor det er bedre at gøre disse nyhedsbreve lidt sjældnere, men forsøge at gøre kvaliteten lidt bedre.

H1 2020:

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							-5,1	72,5

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

Tabel: Performance i forhold til MSCI ACWI

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

	2020	Total	IRR
Symmetry	-5,1%	206,4%	16,5%
MSCI ACWI	-6,2%	58,5%	6,5%
Stoxx 600	-13,3%	25,2%	3,1%

Symmetry har formået at slå markedet i 5 ud af 6 måneder indtil videre i 2020. Alligevel er vi kun marginalt bedre end verdensmarkedet (selvom vi er en del bedre end de fleste øvrige indeks). Dette viser hvor meget det betyder at beskytte sin downside, da enkelte dårlige måneder kan ødelægge en stor del af en ellers god performance. Vi vil henvise til vores Q1 brev for en nærmere

gennemgang af hvad der skete under coronakrisen. Alt i alt må konklusionen på 2020 indtil videre være ”acceptabelt” uden at være prangende. Når man ser på vores afkast ÅTD kunne det ligne at året indtil videre ikke har været særligt begivenhedsfuldt. Men ser man på afkastet i de enkelte måneder længere oppe får man et lidt andet billede. Vi havde vores dårligste måned nogensinde i marts 2020. Denne blev efterfulgt af de 3 bedste måneder nogensinde i april, maj og juni. Selvom vi er glade for volatilitet i markedet, kunne vi godt bruge et lidt mere roligt marked resten af året 😊

Afkast ÅTD og øvrige benchmark:

Vi har nedenfor vist vores afkast ÅTD baseret på lukkekurser den 20/7 2020.

	2020	Total	IRR
Symmetry	0,3%	224,1%	17,2%
MSCI ACWI	-1,7%	66,1%	7,3%
Stoxx 600	-9,6%	30,6%	3,7%
Russell 2000	-12,0%		
MSCI Europe Small Cap	-10,7%		

Det er selvfølgelig fantastisk at kunne fortælle at vi nu har formået at levere et lille + ÅTD. Som vi altid har sagt skal man passe på med at fokusere for meget på kortsigtede datapunkter. Markedet svinger og det samme gør Symmetry. Situationen kan være en anden (både til positiv og negativ side) senere hen. Men med det sagt vil vi selvfølgelig hellere rapportere positive afkast end negative. At være i et lille + ÅTD er derfor acceptabelt om end ikke noget vi føler er super spektakulært (vores mål er markant højere).

Når det er sagt har vi også prøvet at illustrere vores afkast sammenlignet med nogle flere benchmarks overfor. ”Normalt” (hvis det findes indenfor investeringsverdenen) mener vi godt man kan bruge MSCI ACWI som et fair benchmark for Symmetry. Men for 2020 hvor indekset er trukket ekstremt op af nogle meget få aktier syntes vi det er fair at sammenligne os lidt bredere med lidt flere forskellige indeks. Hertil har vi derfor vist både Russell 2000 og MSCI Europe Small cap som er small cap indeks der bedre matcher Symmetrys strategi.

”The all weather portfolio”:

En af de ting jeg prøver meget på over tid er at gøre Symmetrys portefølje til en portefølje der kan være modstandsdygtig og levere alpha i alle salgs vejr. Hvis vi ser på vores afkast ÅTD har vi haft en enorm spredning indenfor forskellige sektorer.

Vores portefølje indenfor gaming og spilrelaterede aktier såsom GAN (solgt), Kambi, Endor og EVO har leveret fantastiske afkast på +100 % ÅTD. Andre af vores abonnementsforretninger såsom Naked Wines (samt andre) har også klaret sig flot. Vi har dog også aktier indenfor mere deep value såsom Cambria Automotive etc. der har klaret sig dårligt ÅTD som følge af Covid. Jeg kender managers der udelukkende fokuserer på online gambling som har lavet + 50-100 % afkast ÅTD og jeg kender deep value managers der er i minus med 25-40 % ÅTD stadigvæk. Symmetry prøver at skabe en portefølje der er agnostisk og som kan tilpasse sig de markeder vi ser. Samtidig vil vi gerne skabe en portefølje som har sektordiversifikation, faktordiversifikation og landediversifikation. For at kunne skabe konstant alpha på tværs af markedsforholdene både indenfor længere og kortere tidsperioder.

Siden stiftelsen af Symmetry har vi formået dette med nogle få undtagelser. Vi har været udsat for nogle meget kortvarige og kraftige drawdowns primært som følge af likviditetsbrister i markedet. Man kan måske spørge om vi ikke bare kan ignorere det faktum at vores strategi leverer disse kortvarige drawdowns når den genererer markant merafkast over tid. Men for mig er det ikke acceptabelt. Symmetry er en hedgefond, vores strategi er hedgefond baseret og vores fees er hedgefond baseret. Vi kan derfor ikke acceptere så store drawdowns.

Som nævnt flere gange er min plan at drive Symmetry de næste +50 år. Det er derfor vitalt konstant at undersøge muligheder for at optimere det langsigtede potentiale. Vi er åbne overfor at ændre ting der vil skabe et strukturelt bedre grundlag for fremtiden. Men vi undersøger ting forsigtigt for at være sikre på at vi ikke ødelægger noget der allerede fungerer rigtigt godt.

Hvordan smarte mennesker ender i investeringsbranchen?

Jeg ender nogle gange med at have ”dårlig samvittighed” over mit valg af erhverv. Det lyder måske underligt for en person der elsker sit arbejde og betragter det mere som en hobby end et arbejde. Men nogle gange tænker jeg på om jeg ikke kunne have udrettet noget mere i et andet erhverv? Jeg kunne have læst til læge og hjulpet folk, læst til ingeniør og bygget flotte bygninger etc. Som investor flytter vi groft sagt penge rundt mellem forskellige aktier i konkurrence med alle andre.

For år tilbage læste jeg en artikel der beskrev hvor stor en % del af de dygtigste personer fra de amerikanske universiteter der endte i Wall Street jobs. I artiklen fremgik det at IBM, General Electric etc. var i stor mangel på denne dygtige arbejdskraft. Men ingen mulighed havde for at konkurrere på lønnen med de store wall street banker. Jeg vil tro at problemet er en del mindre i dag. Hvis man ser på ønskejobs fra topstuderende fra universiteterne står Google, Apple og Microsoft ofte langt over Goldman Sachs og Morgan Stanley etc.

Men hvorfor tiltrækker investeringsbranchen så mange "dygtige hoveder"?

I nogen grad kan det selvfølgelig forklares i muligheden for at tjene mange penge. Men det kan ikke være hele forklaringen. Var jeg blevet i revisionsbranchen var jeg blevet statsautoriseret revisor for et par år siden og havde højst sandsynligt haft en højere indkomst i dag end hvad jeg tjener fra Symmetry. For mig er den dominerende faktor i valg af erhverv friheden. Selvfølgelig ligger der et økonomisk aspekt i at hvis Symmetry bliver ved at udvikle sig flot fremover så vil jeg forhåbentlig også tjene gode penge på sigt. Men friheden i at kunne strukturere sin hverdag og fordybe sig i forskellige emner er for mig det mest afgørende. I hvilken anden branche har man ellers mulighed for at bruge en dag på at læse og lære omkring online vinhandel, for i stedet næste dag at fordybe sig i læsestof omkring produktion af elektronikkomponenter? Der er ikke noget mere spændende end at finde en potentiel investeringsmulighed i en ny branche og prøve at lære om den branche. Både ved at læse og lytte, men også ved at snakke med branchefolk, investorkollegaer etc.

At kunne strukturere sit arbejde som man vil, gælder ikke kun på hvad man arbejder med, men også hvordan man arbejder. Jeg har en god kollega i branchen som er udpræget B-menneske. Han har utroligt svært ved at stå ud af sengen før middagstid hver dag. Omvendt kan han sidde og arbejde med investeringer til langt ud på natten og leverer fantastiske resultater til sine investorer. I hvor mange andre job er dette muligt? Han ville blive betragtet som udpræget doven hvis han fortalte han ikke kan lide at stå tidligt op (selvom det ofte er genetisk bestemt). Det gælder også når man har børn. Muligheden for at arbejde "around the clock" er helt fantastisk. Det er meget få jobs hvor man kan arbejde så mange timer uden det skaber en negativ effekt på familielivet, netop fordi friheden til at strukturere hvornår man arbejder er så stor.

En anden faktor (og noget som jeg skriver lidt mere om senere i dette brev) er at man lærer utroligt meget om sig selv i denne branche. Du er under konstant pres for at levere resultater til dine investorer. Selvom det i sidste ende handler om et levere gode langsigtede resultater tror jeg de fleste managers vil skrive under på at man ikke kan undgå at fokusere bare en lille smule på hvordan det går på kort sigt. Når andre folk stoler på dig med deres hårdt optjente penge er det et

stort ansvar at få det bedste resultat ud af det. Man får testet sig selv konstant og får mulighed for at træne sig selv.

Det er dog også kun en delvis sandhed at der blot flyttes penge rundt i aktieverdenen uden at der skabes værdier. Det er et fakta at der spildes alt for mange penge på unødvendig handel, fees, kurtage etc. Men aktiemarkedet spiller en meget vigtig rolle i at fordele kapitalen til de højeste afkastmuligheder. Ved at sørge for at ressourcerne bliver allokeret til virksomheder med det højeste afkast på kapitalen hjælper aktiemarkedet samfundet med at øge det gennemsnitlige afkast på kapitalen.

Et eksempel kunne være en døende Blockbuster og en fremadstormende Netflix. Jo færre smarte deltagere i markedet, jo færre ville der være til at købe netflix og sælge blockbuster aktier. Men hvad var der sket hvis ikke markedet havde flyttet de to aktier? De to selskaber ville have haft en "ens" cost of capital. Dvs Blockbuster ville kunne rejse den samme mængde penge som Netflix til samme omkostning. De ville (højst sandsynligt) kaste denne sum penge ind i et stort hul mens Netflix ville mangle disse ekstra penge til at investere i fremtiden. Men ved at markedet sender Netflix aktien op og Blockbuster aktien ned fordyrer man cost of capital hos Blockbuster og gør den billigere hos Netflix, hvilket betyder at Netflix kan rejse mere kapital billigere mens det bliver sværere for Blockbuster. Markedet går dermed indirekte ind og forebygger destruktion af kapital ved at forhindre dårlige virksomheders adgang til kapital (ved at straffe aktien) og give gode virksomheder adgang til mere kapital (ved at sende aktien op).

Ovenstående er selvfølgeligt et meget illustrativt eksempel. Men det giver alligevel et indblik i nogle af de positive indvirkninger et effektivt marked har og dermed hvad Symmetry bidrager til.

Invester i dig selv

Jeg fik henover sommeren tid til at genlæse Stephen Coveys fantastiske bog "7 Habits of highly effective people". Af en eller anden grund gjorde bogen ikke indtryk på mig første gange jeg læste den for 4-5 år siden. Men måske fordi jeg står et andet sted i livet i dag fangede den mig virkelig. Bogen giver en masse guidelines til hvordan man bliver en bedre udgave af sig selv. Ikke kun som forretningsmand, men også som far og ægtemand.

> "This is the single most powerful investment we can ever make in life – investment in ourselves, in the only instrument we have with which to deal with life and contribute". [1]

[1] 7 Habits of Highly effective people

Jeg har i tidligere nyhedsbreve nævnt at jeg mener alt for mange investorer har en forkert prioritetsrækkefølge af sin tid. En naturlig investeringstilgang vil være:

1) Indsamle data
2) Bearbejde/analysere data
3) Træffe beslutninger

I min verden bruger alt for mange investorer alt for meget tid på især nummer 1 men også nummer 2 og alt for lidt tid på at optimere nummer 3. Men baseret på min historik med Symmetry mener jeg nummer 3 er klart den vigtigste egenskab og den der bør investeres mest tid i. Hvis jeg ser på de bedste og værste investeringsbeslutninger siden stiftelsen af Symmetry er de kun meget sjældent påvirket af nummer 1 og 2. Dermed ikke sagt at de ikke er vigtige. Hvis ikke man har en ordentlig dataindsamling eller dataanalyse har man ikke noget grundlag for at træffe gode investeringsbeslutninger. Men alt for ofte ser jeg investorer bruge alt for meget tid på at bygge ekstremt avancerede excelark eller fokusere på et hav af irrelevante dataindsamlinger fordi det ser fancy ud. Men verden udspiller sig aldrig ifht. en eksakt model. Hvis man er alt for fokuseret på detaljen overser man ofte det store billede.

En af de ting jeg er meget opmærksom på er at optimere min tid. Ambitiøse forretningsfolk vil gøre alt for at skaffe mere tid til arbejdet. Men fakta er at der kun er 24 timer i døgnet. Den eneste måde at skaffe mere tid til arbejde er at skære ned på de 3 andre områder vi bruger tid på: Søvn, motion og fritid (familieliv etc.).

Jeg læste for lidt tid siden Matthew Walkers bog *"Why we Sleep"*. En fantastisk bog der især gav mig to væsentlige indtryk. Det ene er at en god nats søvn ikke er et valg, det er en nødvendighed for alt andet:

> *" I doubt you are surprised by the fact (that most people don't get adequate sleep), but you may be surprised by the consequences. Routinely sleeping less than six or seven hours a night demolishes your immune system, more than doubling your risk of cancer. Insufficient sleep is a key lifestyle factor determining whether or not you will develop Alzheimer's disease. Inadequate sleep, even moderate reductions for just one week, disrupts blood sugar levels so profoundly that you would be classified as pre-diabetic. Short sleeping increases the likelihood of your coronary arteries becoming blocked and brittle, setting you on a path toward cardiovascular disease, stroke and congestive heart failure. Fitting Charlotte Brontes prophetic wisdom that a ruffled mind makes a restless pillow, sleep disruption further*

contributes to all major psychiatric conditions, including depression, anxiety and suicidality."[2]

Udover søvn er den anden faktor fra bogen jeg bed mærke i nedbrydeligheden af koffein i kroppen. Jeg har altid været glad for at drikke kaffe (jeg er nok ikke alene her, kaffe er verdens andet mest handlede råvare efter Olie). Hvad jeg ikke var klar over er hvor lang tid det tager for kroppen af nedbryde koffein. For det gennemsnitlige menneske er halveringstiden for mængden af koffein i kroppen efter indtag ca. 5 timer. Dvs. efter 5 timer har du reduceret indholdet i kroppen med 50 %, efter 10 timer med 75 % og efter 15 timer med 87,5 %. Dvs. 15 timer efter indtag af kaffe har du stadig ca. 10-15 % af koffeinindholdet i blodet. De fleste mennesker er klar til at skulle gå i seng igen 15-17 timer efter de vågner. Jeg hører ofte argumentet (og har brugt det selv) at "*jeg har ikke noget problem med at falde i søvn efter at have drukket kaffe*". Der hvor bogen gjorde indtryk på mig var at selvom man godt kan falde i søvn vil kroppen kæmpe mod koffeinen imens du sover, hvilket giver en betydelig dårligere søvn. Personligt har jeg derfor forsøgt meget at holde mit kaffeindtag til de første 1-2 timer efter jeg vågner og derefter ikke drikke kaffe resten af dagen (jeg har heldigvis aldrig været den store fan a cola, RedBull og andre koffeindrikke).

Når man endelig er kommet til den forståelse at det er nødvendigt at bruge 8 timer i døgnet på at sove, 0,5-1,0 time i døgnet på motion og samtidig have tid til familie og venner har man også accepteret at der kun er en hvis mængde tid til at arbejde. Når man har erkendt dette (og mange kan ikke erkende dette), kan man også fokusere på det væsentlige. Nemlig at optimere produktiviteten af de timer man har til rådighed. Når først man har erkendt at man har brug for søvn og motion er man godt på vej. Er man veludhvilet og i god form har man højere produktivitet. Den anden væsentlige investering er i kost og livsstil. Det er forskelligt fra person til person hvad man beskriver som en sund kost og hvor fanatisk man vil være. Man kan dog starte med de "nemme" tiltag såsom at stoppe med at ryge (heldigvis har jeg aldrig været ryger), skære kraftigt ned på alkoholindtag (heldigvis har jeg heller aldrig haft et alkoholmisbrug) osv. Nu er dette et investorbrev og ikke en sundshedsblog, så jeg skal spare jer for alt for mange råd i den sammenhæng. Den eneste læring jeg vil nævne som virkelig har fungeret for mig er at spise mindre portioner mad henover dagen og især undgå at fylde mig med kulhydrater til frokost. Hvis kroppen fyldes med kulhydrater klokken 12, vil den ofte skulle bruge 2-3 timer på at nedbryde dette, hvilket vil give en følelse af træthed og koncentrationsbesvær henover eftermiddagen (hvilken igen vil give trang til kaffe etc.).

En mere relevant ting i investeringssammenhæng for at opnå bedre produktivitet er at afhjælpe og nedbryde dårlige vaner. Dette er svært og tager tid. Fra 7 Habits:

[2] Matthew Walker – why we sleep

Also in the book Stephen Covey talks about an episode where he was helping a friend doing pushups in the Gym:

"Finally, as I looked at his face, straining with the effort, his blood vessels practically jumping our of his skin, I though, this is going to fall and collapse his chest. Maybe I should take the weight. Maybe he's lost control and he dosent even know what he's doing. But hed get it safely down. Then hed start back up again. I couldn't believe it.

When he finally told me to take the weight, I said, "why did you wait so long?"

"Almost all the benefit of the exercise comes at the very end Stephen. I'm trying to build strength. And that dosent happen until the muscle fiber ruptures and the nerve fiber registers the pain. Then nature overcompensataes and within 48 hours, the fiber is made stronger".

I could see his point. It's the same principle that works with emotional muscles as well, such as patience. When you exercise your patience beyond your past limits, the emotional fiber is broken, nature overcompensates, and next time the fiber is stronger". [3]

Da jeg læste dette i bogen kunne jeg straks genkende dette fra dagligdagen. Alle ved hvor hårdt det er i starten at skulle skille sig af med en dårlig vane eller træne op til noget større og bedre. Hvor mange har ikke prøvet at være på en diæt og gå forbi fryseren med is eller slikskabet uden at smage. Det kræver træning. To eksempler (og der findes mange andre) fra hverdagen:

1) Stop med at tjekke aktiekurser og P&L statement flere gange dagligt.

Som flere andre ambitiøse unge managers har vi en tendens til hele tiden at ville vide "hvordan det går". Det vil sige at vi gerne vil sidde og kigge på om aktierne stiger eller falder og om vi tjener penge eller ej. Men det skaber absolut ingen positiv indvirkning på forretningen om jeg tjekker markedet 1 gang dagligt eller 10 gange dagligt. Det er rent tidsfordriv. Alligevel har det (i hvert fald for mig) krævet mentaltræning ala hvad Stephen Covey nævner ovenfor at skære ned. Jeg kan sidde fordybet i en vigtig rapport som jeg skal læse og forstå og få en trang til lige at tjekke markedet på mobilen. Kan jeg sige jeg aldrig falder i? Nej. Kan jeg sige jeg er blevet markant bedre efter at have haft fokus på det? Ja. Men ligesom med andre dårlige vaner er man aldrig totalt "afvænnet". Det kræver løbende vedligeholdelse.

2) Fjern uproduktive tidsrøvere

En anden erkendelse er at fokusere på hvad der er "need to have" og "nice to have". Førhen kunne jeg godt følge et hav af personer på twitter, være medlem af diverse aktiegrupper på

[3] 7 Habits of Highly effective people

facebook, lytte til forskellige podcasts jeg fandt interessante etc. Men en stor del af dette var i sidste ende uproduktivt tidsfordriv. Ifht. twitter har jeg valgt maksimalt at følge 100 personer (kvalitet fremfor kvantitet) og dermed gøre mit feed bedre. Samtidig vil jeg kun tjekke og opdatere (ligesom med aktiekurserne) twitter færre gange dagligt. Ifht. facebook grupper er jeg meldt ud af alle undtagen 1 (hvor der kun er 20 andre meget dygtige investorer med).

Der findes ingen slutløsning på at få produktiviteten i vejret. Det handler om konstant at optimere sin tid, fjerne dårlige vaner og gøre det en lille smule bedre hver eneste dag.

Til sidst tror jeg ikke man skal undervurdere effekten af et lykkeligt familieliv på sin performance. Heldigvis er jeg så heldig at være lykkelig gift og have 3 dejlige børn. Men alle der er i et parforhold ved at der er gode og dårlige dage. Og de fleste kan nok også nikke genkendende til at det påvirker effektiviteten på arbejdspladsen. Det er derfor ikke en "omkostning" at investere i et godt familieliv, det bidrager faktisk til produktiviteten.

Et godt eksempel herpå er hedgefund manager Bill Ackman. Ackman har en sublim track rekord over 20 år med ca. 16 % IRR. Men over den 20-årige periode har han fantastisk 3 elendige år hvor 2-3 fejlinvesteringer (Valeant, Herbalife etc.) kostede ham dyrt. Foruden de par år ville hans IRR være +20 % årligt. Er det så helt tilfældigt at det lige var under hans dårlige 2-3 år at Ackman gennemgik en langsommelig (og dyr) skilsmisse? Eller at hans performance blev stærk igen efter han fandt en ny kone og blev far igen? I nogle af hans senere interviews nævner han indirekte at kaos i hans privatliv påvirkede hans investeringsbeslutninger negativt.

Jeg vil gerne lige understrege at alt dette er ting som har virket for mig. Mennesker er forskellige og andre prioriteter og dagligdagsrytmer kan fungere for andre investorer.

Porteføljenyt?

På trods af Corona har vores portefølje klaret sig rigtig godt. Mange af vores aktier har leveret overraskende gode regnskaber både for Q1 og Q2. Det tyder dermed ikke på at Corona har været nogen stor negativ begivenhed for vores portefølje totalt set. En af årsagerne er selvfølgelig at vi gik grundigt igennem porteføljen i januar og februar og sørgede for at vi ikke lå positioneret i aktier der ville blive hårdt ramt af Corona. Vi valgte dog også at fastholde positioner i mindre aktier hvor vi så en langsigtet værdiskabelse på trods af kortsigtede corona-udfordringer. Vi valgte aktivt at fastholde vores positioner i Cambria Automotive og Where Food Comes From selvom vi forventede at begge ville blive udfordret af Corona på kort sigt. Vi ejer en stor % af free float i

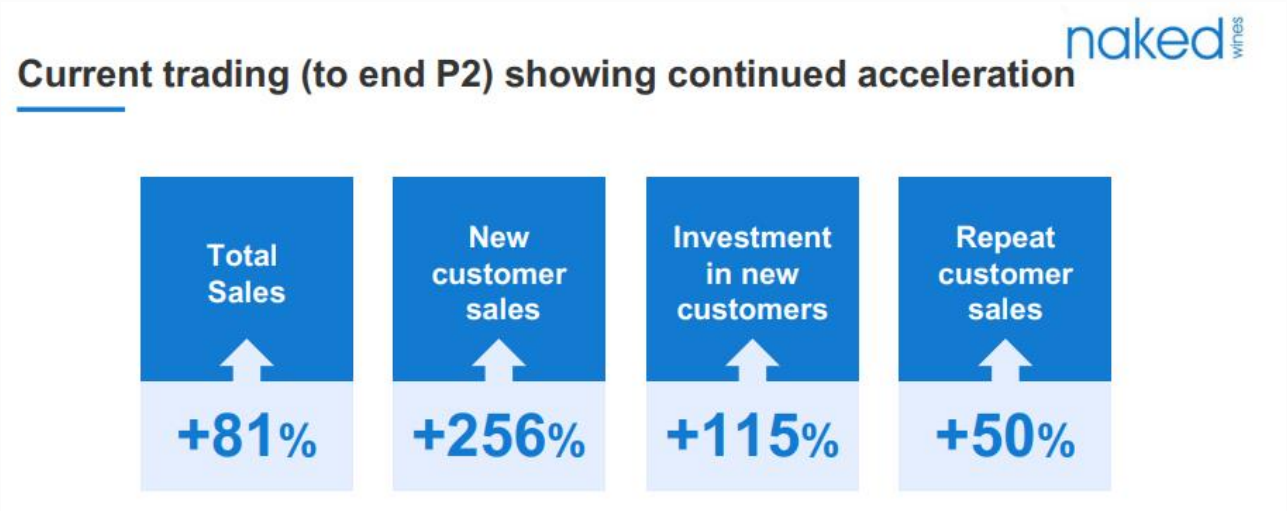
begge aktier og har stor respekt for den langsigtede værdiskabelse både Mark Lavery og John Sounders vil lave. Vi valgte derfor at se igennem de kortsigtede problemer begge selskaber ville få for at udnytte det langsigtede potentiale. Samtidig havde begge selskaber en stærk balance de kunne bruge offensivt i en krisetid. Cambria har således "tabt" 2-3 måneders indtjening mens deres dealerships har været lukket. Salget af brugte biler og service er allerede stort set tilbage mens nysalget stadig har lidt at indhente. Men det er tydeligt at Cambria nu er ovre på den anden side og begynder at se positivt cash flow og kan se fremad igen. Vi ser derfor på en aktie hvor det værste er overstået og hvor man kan købe aktien til en normaliseret P/E omkring 4-5 stykker og til under indre værdi. For WFCF består deres kortsigtede problemer i adgangen til landmænd samt de supply chain problemer der er opstået. Landmændene skal dog have lavet deres audit før eller senere så WFCF ser mere ind i en omsætning der bliver skubbet til Q4 + Q1 2021. Ja Q2 vil blive dårligt (de har i flere tilfælde ikke haft adgang til fysisk farm audit). Men de strukturelle trends for bedre fødevaresikkerhed og verifikation vil kun blive styrket af denne krise hvilket er en langsigtet fordel for WFCF.

På den anden front har vi også aktier i vores portefølje der har en klar fordel af Covid. Det vi har kigget meget efter er at eje aktier hvor Covid blot forstærker en langsigtet trend i stedet for at skabe kortvarig efterspørgsel. For to af vores aktier har Covid klart styrket den langsigtede trend.

Tyske Endor AG havde allerede leveret en årlig omsætningsvækst på ca. 40-50 % om året over de sidste 10 år. Og voksede 80 % i 2019 og 90 % i Q1 2020 før covid. Det var derfor et selskab der allerede var inde i en fantastisk langsigtet vækst. Covid har bare accelereret dette betydeligt. Endor befandt sig således i en situation hvor man simpelthen ikke kunne levere produkter hurtigt nok til at møde deres ordrer. Dette resulterede i et Q2 hvor omsætningen steg ca. 130 % YoY og 100 % QoQ og hvor indtjeningen voksede disproportionalt mere. Samtidig fortæller man om en backlog (modtagne ordrer der endnu ikke er leveret) som er 200-300 % højere end året før, hvilket selvfølgelig tegner godt for resten af året. På trods af aktiens flotte stigning i år betaler man stadig kun 15-20x P/E for et gældfrit selskab der er markedsleder i en "megatrend", hvor direktøren ejer 40 % af aktierne etc. Den eneste grund til at aktien ikke handler 2-5x højere er fordi de er noteret på en minibørs i München og kun rapporterer regnskaber (hvis man kan kalde dem det) på tysk. Selv hvis de gik på hovedbørsen i Frankfurt med tiden ville vi se en fordobling af aktien. For ej at tænke på hvilken multipel de kunne få på Nasdaq.

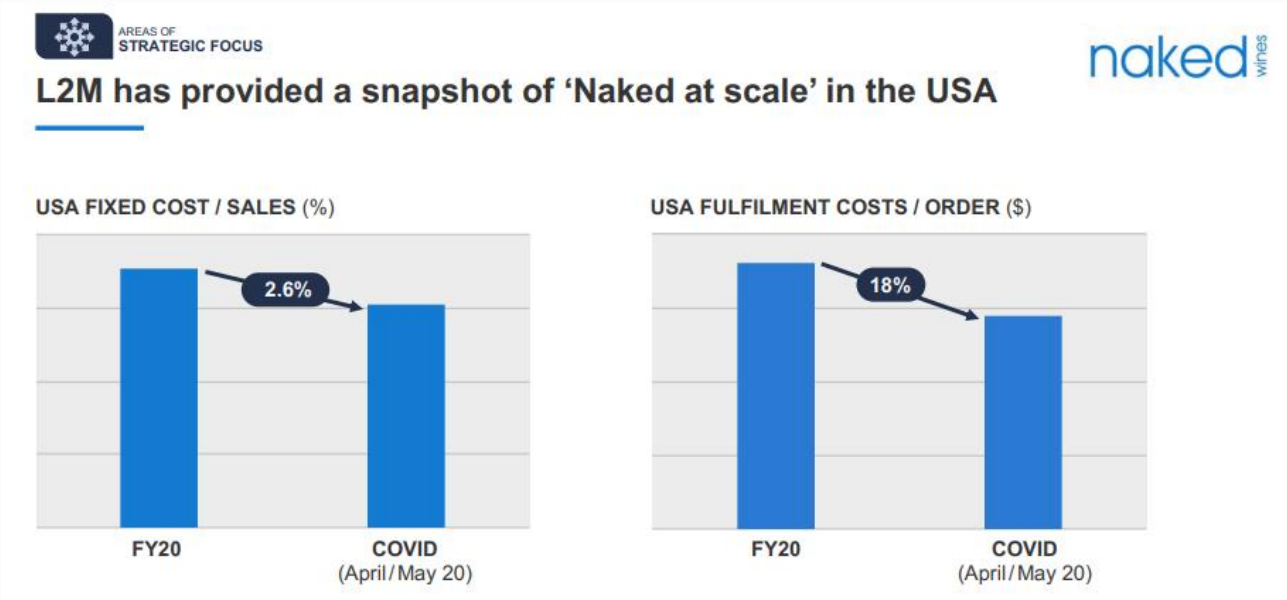
Den anden case i vores portefølje der har fået et strukturelt skub fra Covid er Naked Wines. Naked Wines stod i en situation hvor man havde investeret stort i infrastruktur i USA + solgt deres retailforretning og fået en masse kontanter. Man stod dermed med høje fixed expenses, en god forretningsmodel og kapital klar til at investere. Vi mener stadig markedet markant undervurderer to ting ved WINE. Markedet ser pt. Covid som et kortsigtet boost der går over igen før WINE

kommer tilbage til 10-20 % vækst (hvilket i sig selv er pænt). Vi ser dog god mulighed for at WINE kan vokse omsætningen 25-50 % årligt de næste 3-5 år som følge af det boost Covid giver.



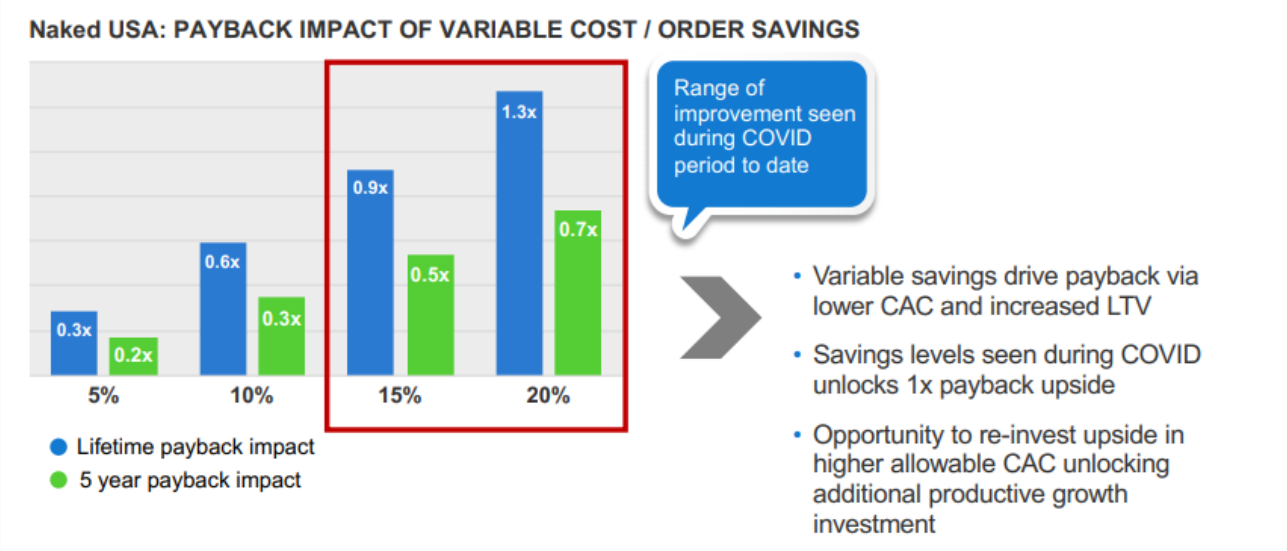
Som man kan se oplevede man i april og maj måned en vækst i antal nye kunder på 256 %. Men det skete med kun 115 % øgede investeringer. Dvs. man har fået mere end halveret sin CAC for nye kunder. Dette skyldes både kortsigtede ting (som lavere reklamepriser på facebook etc.) men også generelle bedre conversions.

Det vi tror markedet overser her er hvor meget det betyder for Naked at skabe skala på deres variable og fixed expenses:



Som det kan ses ovenfor faldt de faste omkostninger med 2,6 % af omsætningen i april + maj i USA (for et selskab med 8-12 % langsigtede EBIT-marginer er en 2,6 % besparelse MARKANT). Samtidig

formåede man at spare 18 % per ordrer i variable omkostninger på grund af skaleringen. Dette kommer selvfølgelig fordi man investerede tidligt i vækst og nu opnår skalafordelene.



Det jeg tror markedet ikke har opfattet endnu er hvad disse skalafordele betyder for den langsigtede vækst. Når WINE opnår bedre enhedsøkonomi som følge af deres skala har de råd til at investere hårdere i CAC og til højere CAC og stadig skabe gode livstidsværdier. Alle der har prøvet at købe reklamer online ved hvor meget ekstra markedsføring man kan købe hvis man har råd til at hæve sine priser med 10-20 %.

Vi tror det bare er et spørgsmål om tid før markedet opfatter potentialet i WINE og ser en aktie der kan handles op mod 1.500-2.000p indenfor 2-3 år i forhold til 400p i dag.

Organisatoriske ændringer:

På den organisatoriske front er der også sket positivt nyt i Symmetry regi. Fra den 1. august vil Henrik Abrahamsson starte som fuldtids porteføljeforvalter hos Symmetry. Jeg har kendt Henrik over flere år hvor vi har drøftet aktiemarkedet som helhed og samarbejdet om relevante cases. Flere af de bedste investeringscases hos Symmetry over de seneste år er cases hvor jeg har haft et tæt samarbejde med Henrik omkring. I løbet af sommeren opstod der en mulighed for at tilknytte Henrik fuld tid til Symmetry hvilket vi heldigvis kunne blive enige om en struktur omkring.

Jeg er før blevet spurgt omkring om jeg ikke ville tage studentermedhjælpere eller trainees ind hos mig. Men som jeg gennemgik tidligere i dette brev er der kun et begrænset antal timer i døgnet og tidsforbruget der går til at oplære en ny fra bunden har aldrig tiltalt mig. Ved at tage Henrik ind

som allerede har lang erfaring med investeringer skaber vi i stedet en win-win hvor Symmetry nu for et dobbelt antal timer til rådighed til at kunne finde gode investeringer.

Som en sidebemærkning er både Henrik (svensker) og jeg selv (dansker) bulgarsk gift. Lad os håbe vi kan enes om gode aktiecases i fremtiden. Her er vi i hvert fald enige om geografisk valg af vores partner 😊

I ønskes alle en fortsat god sommer

Med venlig hilsen

Andreas Aaen