symmetry
Investering i balance

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



Nyhedsbrev

1. halvår 2021

Formål med nyhedsbrevet:

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

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

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

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

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

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

Disclaimer:

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

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

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

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

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

Nyhedsbrev

I dette nyhedsbrev vil vi se nærmere på effekten af at optimere arbejdsprocesser og hvordan man anvender sociale medier som en fordel i stedet for en ulempe. Herudover vil vi se på hvordan vi mener en ledelses evne til kapitalallokering bør måles hos en vækstvirksomhed.

H1 2021:

Tabel: Historiske afkast i procent

I tabellen fremgår historiske afkast og nettoeksponering siden stiftelsen i 2013

%	Jan	Feb	Mar	Apr	Maj	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dec	FYTD	Avg. Net Exposure
2013						8,1			7,9			15,0	34,1	N/A
2014			3,2			10,2			2,8			17,0	36,8	N/A
2015			6,8			23,2			-13,3			5,7	20,5	76,0
2016			1,3			10,6			3,5			3,4	19,9	44,3
2017	6,2	3,2	0,7	4,0	5,1	-2,7	1,1	-2,7	0,6	3,3	-2,1	-0,7	16,8	46,5
2018	1,9	-4,5	-4,4	0,8	-0,8	-5,9	-4,5	-1,8	-0,9	-12,8	1,9	0,3	-27,7	75,2
2019	7,3	6,4	4,5	4,5	-2,4	6,3	0,5	-7,1	5,8	0,3	10,0	2,5	44,4	73,3
2020	2,0	-4,1	-37,2	22,6	14,5	10,1	1,2	9,0	-0,2	1,8	17,1	12,9	40,4	74,9
2021	9,0	8,3	8,0	5,0	0,1	-0,5							33,2	73,0

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	33,2%	504,1%	24,1%
MSCI ACWI	12,5%	113,5%	9,5%
Stoxx 600	13,5%	57,3%	5,6%

Vores afkast i første halvår 2021 var igen meget tilfredsstillende. Både ud fra en absolut synsvinkel og målt relativt i forhold til resten af markedet. Endnu mere tilfredsstillende er det at vores afkast har været båret af en bred vifte af aktier og ikke drevet af enkelte gode aktiehistorier. Den væsentligste faktor for vores afkast har været at vi har været meget omstillingsparate. Hvor vi

midten af sidste år og hen mod slutningen tjente flot på vores onlinevirksomheder begyndte vi mod efteråret at omlægge mere og mere til mere klassiske value-aktier såsom Cambria Automotive, Protector Forsikring etc. Da vi samtidig kunne se at inflation kunne blive et problem valgte vi at købe råvarekontrakter for at afdække denne. Nu er vi ikke makroeksperter hos Symmetry så vores mål er ikke at time markedet baseret på et overordnet billede. Vi prøver at holde øje med tendenser i markedet og løbende rebalancere og hedge vores portefølje i forhold til de scenarier vi ser udfolde sig. Som jeg nævnte tidligere prøver vi at skabe en "all-weather" portefølje der kan performe godt i de fleste markedsforhold. Det gør også at vi aldrig gik all-in i eCommerce sidste år, at vi ikke er gået all-in på den grønne bølge eller er skiftet fuldstændig over til klassiske value-aktier såsom banker etc. Vi prøver så vidt muligt altid at have lidt af hvert i porteføljen og rebalancere os når vi ser væsentlige forskydninger. På den måde håber vi at kunne performe godt under de fleste markedsforhold.

Deep work:

Henover foråret havde jeg fornøjelsen af at læse Carl Newports fantastiske bog "Deep Work". Da jeg anser mig selv som en evighedsstudent arbejder jeg altid på at finde måder at optimere min dagligdag og gøre Symmetrys og min egen produktivitet større. Som det også kan ses af vores arbejde og research med Franklin Covey er "human behaviour" et område vi bruger en del tid på at studere.

I vores H1 2020 nyhedsbrev sidste år (Q2 2020 Nyhedsbrev) gennemgik jeg hvordan søvn, motion, kost og et godt familieliv ville være en stærk årsag til at forbedre produktiviteten af det arbejde der udføres. Jeg gennemgik herudover enkelte tiltag der kunne hjælpe med produktivitetsforbedringer i arbejdstimerne. Efter at have læst "Deep Work" har jeg kunnet tage dette til at helt nyt niveau.

Deep Work er grundlæggende en bog omkring betydningen af at kunne udføre dybdegående arbejde med høj koncentration og et stærkt output ved at fokusere 100 % på specifikke projekter og fjerne al støj udefra.

> *"this understanding is important because it provides a neurological foundation for why deliberate practice works. By focusing intensively on a specific skill, you're forcing the specific relevant circuit to fire, again and again, in isolation. This repetitive use of a specific circuit triggers cells called oligodendrocytes to begin wrapping layers of myelin around the neurons in the circuits – effectively cementing the skill. The reason therefore, why It's important to focus intensely on the task on hand while avoiding distraction is because this is the only way*

to isolate the relevant neural circuit through usefull myelination. By contrast, if you are trying to learn a new complex skill (say, QXL database management) in a state of low concentration (perhaps with Facebook open), you're firing to many circuits simultanesly and haphazardly to isolate the group of neurons you actually want to strengthen."[1]

Investeringsbranchen er en af de mest dynamiske der findes. Kurser flyver op og ned dagligt, der er et nærmest konstant flow af nyheder, meningsdannere og nye data der kan influere ting. Det kan give en person en følelse af aldrig at må "miss-out" dvs. at konstant skulle være up-to-date med alting. Men ved konstant at skulle søge nye input til allerede specificerede ideer gives der ikke nok plads til at opsøge nye. En af de ting jeg har gjort langt mere ud af er at fokusere udelukkende og intensivt på enkelte opgaver ad gangen. Førhen kunne jeg godt lytte til et conference call mens jeg byggede et excelark op. Min grundtanke var at jeg kunne slå to fluer med et smæk og klarede opgaverne hurtigere. Men slutresultatet var ofte at det tog længere tid at lave excelarket og jeg fik ikke lyttet ordentligt til conference call. I dag sørger jeg for at tage flere timer i træk hvor jeg kun fokuserer på specifikke områder såsom at læse 3-5 annual reports for en ny virksomhed i træk, lytte til en masse conference calls i træk etc.

En anden løsning jeg bruger er at jeg har stoppet ALLE push notifikationer på min telefon. Det være sig e-mail, apps, sociale medier, selv SMS. Hvis folk vil have min opmærksomhed omgående må de ringe mig op. Ellers skal jeg aktivt vælge at tilgå de forskellige kanaler for at bruge dem.

Bogen har også stor fokus på brugen af sociale medier og den måde det distraherer os i dagligheden:

If you can find some extra benefit in using a service like Facebook – even if it's small, then why not use it? I call this way of thinking the any-benefit mindset, as it identifies any possible benefit as sufficient justification for using a network tool. The problem with this approach, of course, Is that it ignores all the negatives that come along with the tools in question. These services are engineered to be addictive, robbing time and attention from activities that more directly support your professional and personal goals. The use of network tools can be harmful. If you don't attempt to weigh pros against cons, but instead use any glimpse of some potential benefit as justification for unrestrained use of a tool, then you're unwittingly crippling your ability to success in the world of knowledge work". [2]

De der kender mig ved at jeg er en stor fan af twitter ifht. at networke, finde potentielle investeringsideer og dele nyheder omkring Symmetry. Jeg kan dog sagtens genkende og godkende Carl Newports pointe omkring at man har en tendens til at forsvare brugen af diverse

[1] "Carl Newport – Deep Work"
[2] "Carl Newport – Deep Work"

redskaber med de positive egenskaber de har uden at forholde sig til de negative. Laver man en reel cost/benefit analyse vil de fleste nok erkende at størstedelen af tiden er ren spildtid.

> *"But part of what makes social media insidious is that the companies that profit from your attention have succeeded with a masterful marketing coup. Convincing our culture that if you don't use their products you might miss out".* [3]

Dette er en af grundene til at det er svært at slukke for de aktuelle redskaber. Hvad hvis jeg har fået en vigtig mail? Hvad hvis der er en nyhed på twitter jeg ikke opdager? Hvad hvis mine venner skriver noget på Facebook pt. jeg gerne vil se? Denne følelse af at der er nogen der har info du ikke har eller der sker noget du ikke opdager er angstprovokerende for mange. Jeg har løst dette ved at forklare folk i min nære omgangskreds, mine investorer etc. at hvis de skal bruge mig omgående må de ringe mig op. Ellers skal de forvente at der kan gå op til 24 timer før jeg svarer. Af andre "tricks" jeg kan anbefale er:

1) Som nævnt før, fjern alle push notifikationer
2) Fjern/gem "bookmarks". Min oprindelige tanke ved at have dem på favoritlinjen var at jeg ville spare tid ved nemmere at kunne tilgå min mail, mit handelsprogram etc. men i realiteten lokker de dig konstant til at tilgå dem hver gang du skal bruge din browser til at søge relevant information du bruger på et researchprojekt. Ved at gemme dem væk, skal du aktivt klikke 2-3 gange for at tilgå dem, hvilket nedsætter tilbøjeligheden markant og lader dig fokusere på vigtigere opgaver.
3) Find faste tidspunkter hvor det er OK at bruge sociale medier. Som nævnt før er jeg stor fan af twitter. Jeg har derfor ikke lyst til at lukke ned (og jeg mener heller ikke det giver mening for Symmetry). I stedet har jeg faste tider på dagen hvor jeg kan bruge servicen. Normalt vil jeg tjekke nyheder, email, selskabsopdateringer, twitterfeeds, PM etc. fra 7-9 om morgenen inden markedet åbner. Jeg er dermed sikker på at jeg er "up-to-date" på de ting der har betydning for vores portefølje. Derefter vil jeg fokusere min tid på aktiv research og andre projekter der kræver fokus. Ved middagstid (ofte omkring eller under middagsmaden) vil jeg igen skimme emails etc. Jeg vil også normalt tjekke aktiekurserne første gang her. Er der intet vigtigt der kræver min umiddelbare fokus vil jeg igen gå tilbage til research henover eftermiddagen indtil jeg skal hjem. Når konen og børnene sover om aftenen vil jeg normalt bruge 1-2 timer på at besvare dagens e-mails, gennemlæse mit twitterfeed for vigtige nyheder, svare eventuelle PM jeg har fået i løbet af dagen etc. Her vil jeg også ofte tjekke lukkekurser for aktiemarkedet for at se hvordan dagen er gået og om jeg skal have e-mailet min broker med eventuelle handelsordrer for den følgende dag. Disse

[3] "Carl Newport – Deep Work"

arbejdsprocedurer har personligt hjulpet med at frigøre væsentlig tid (6-8 timer dagligt) til at udføre reel research og analyse etc. Dette virker for mig, men det er ikke sikkert det vil virke for alle. Herudover er jeg stadig ikke perfekt. Jeg kommer nogle gange til at tjekke twitter udenfor fastsatte tidspunkter etc. men jeg har gjort store fremskridt.

4) Fokuserer på læs, lyt or lær om formiddagen. Personligt bruger jeg ofte det meste af formiddagen på at læse rapporter, regnskaber, analyser, lytte til conference calls og tage notater. Mens jeg om eftermiddagen ofte er mere engageret i at lave regneark, snakke i telefon, afholde onlinemøder osv. Det har fungeret godt at bruge tiden om formiddagen hvor hjernen er allermest frisk til at suge informationer til sig.
5) Udnyt øvrige aktiviteter såsom at dyrke motion eller at gå tur med hunden. Ofte bruger jeg løbeture eller ture med hunden til at lytte til podcasts eller i nogle tilfælde conference calls. Det er dog værd at bemærke at hvis man ikke føler man kan optage informationen imens skal man ikke gøre det.

En anden væsentlig pointe fra bogen er at det er okay at "kede sig", eller sagt på en anden måde tage sig tid til at reflektere. Jeg har tidligere nævnt i mine nyhedsbreve at jeg mener en af de væsentligste "edge" man kan have i markedet nu til dags ikke er informational edge (hvem har mest data/informationer) men i nogen grad analytical edge og i særdeleshed behavoual edge. Jeg er derfor enig med Carl Newport omkring ideen med at tage sig tid til at reflektere informationer og ikke konstant opsøge nye. At give hjernen den ro den kræver til at behandle indtryk og danne konklusioner er et vigtigt grundlag for at træffe de rigtige investeringsbeslutninger.

> *In 2013, the British TV licensing authority surveyed television watchers about their habits. The twenty-five- to thirty-five-year-olds taking the survey estimated that they spend somewhere between fifteen and sixteen hours per week watching TV. This sounds like a lo, but it's actually a significant underestimate. We know this because when it comes to television-watching habits, we have access to the ground truth. The broadcaster's audience research board, places meters in a representative sample of households. The meters record, without bias or wishful thinking, exactly how much people actually watch. The twenty-five-to-thirty-five-year old's who thought they watched fifteen hours a week, watched more like twenty-eight hours or close to double up". This bad estimate of time usage is not unique to British television watching. When you consider different groups self-estimating different behaviors, similar gaps stubbornly remain. In a Wall Street journal article on the topic, business writer Laura Vanderkam pointed out several more such examples… Another study found that people who claimed to work sixty to sixty-four hours per week were actually averaging more like forty-four hours per week…the examples underscore an important point. We spend much of our day on autopilot – not giving much thought to what we're*

doing with our time. This is a problem. It's difficult to prevent the trivial from creeping into every corner of your schedule if you don't face, without flinching, your current balance between deep work and shallow work, and then adopt the habit of pausing before action and asking, "What makes the most sense tight now". [4]

Det er ret iøjnefaldende. Personerne ovenfor bruger i snit 15 timer mere om ugen end de tror på at se TV, mens de samtidig arbejder 20 timer mindre end de tror. Det er ikke underligt at mange mennesker ikke aner hvor deres tid bliver af? Da jeg læste dette lavede jeg et eksempel som i læsere kan lave med jer selv. Jeg skrev ned på et papir hvor mange timer jeg tror jeg har brugt min telefon over de sidste 7 dage. For alle der har en iPhone kan man efterfølgende tjekke dette ved at se "skærmtid". Det var nærmest chokerende så meget jeg underestimerede min brug af min telefon. Heldigvis har jeg også ændret kraftigt på dette jf. eksemplet senere.

Ud i en anden boldgade er det samme gældende for mine børns brug af iPads. De bruger(brugte) langt mere tid her end min kone og jeg oprindeligt troede. De fleste forældre syntes ikke deres børn skal sidde for meget med deres iPads eller computere. Og de fleste forældre tror heller ikke børn gør dette. I dag bruger vi forældrekontrol der gør at skærmene låser på vores børns iPad når de har opbrugt deres tid. Så kan de selv lære at udnytte deres dedikerede tid henover dage.

Jeg har personligt kunnet korte min "skærmtid" ned med 60-80 % over de sidste par måneder ved nogle "enkelte" metoder:

1) Som nævnt tidligere fjerne alle push-notifikationer dvs. ting der gør dig tiltrukket til telefonen.
2) På kontoret har jeg altid telefonen liggende 3-5 meter væk fra min arbejdsplads. Da jeg ingen notifikationer (bip, lyde, vibrationer etc.) får ved SMS, Apps etc. har jeg ingen grund til at tage telefonen medmindre nogen ringer til mig. Dvs. i størstedelen af arbejdsdagen (når jeg er på kontoret) bruger jeg kun telefonen når nogen ringer til mig.
3) Når jeg kommer hjem vælger jeg aktivt at lade både min telefon være i bilen. Jeg har kun mit iWatch (som ingen apps, mail etc. har installeret) på mig, så jeg kan besvare eventuelle "nødopkald". Dette gør at jeg kan have 100 % fokus på at være tilstede ved min familie når jeg er hjemme og ikke fristes til "lige at tage et kig" på telefonen. Det gør også at jeg godt kan forsvare at komme lidt senere hjem (og dermed frigøre tid på kontoret hvor jeg kan lave reelt arbejde) fordi jeg er til stede når jeg er hjemme.
4) Fjern din telefon fra "natbordet" når du går i seng. Hvis du ikke har din telefon lige ved siden af din seng bliver du ikke fristet til at tage den. Som nævnt i H1 2020 nyhedsbrevet nævner Matthew Walker også denne teknik i bogen "*why we sleep*" som et trick til at opnå

[4] "Carl Newport – Deep Work"

bedre søvn. Din underbevidsthed drages mod telefonen selv når du sover hvis den er lige ved siden af. Du bliver fristet til at tjekke nyheder midt om natten osv.

Ender jeg nogle gange med at læse telefon mens jeg lejer med børnene? JA. Ender jeg nogle gange med at have telefonen på natbordet? JA. Er jeg blevet markant bedre til at undgå dette? JA. Succesfuld investering handler om konstant at blive dygtigere og bedre. Som CEO for Evolution Martin Carlesund ville sige *"vi vil sørge for at blive bare en lille smule bedre hver evig eneste dag og konstant øge afstanden til konkurrenterne".*

Internal capital allocation

En af de ting vi har brugt mere og mere tid på når vi investerer er at studere selskabernes kapitalallokering. Og her tænker vi ikke kapitalallokering i traditionel forstand. Normalt snakker man om kapitalallokering på et high-end niveau hvor selskaberne skal vælge mellem M&A, Buyback, Dividend, Interne investeringer osv. Disse beslutninger er selvfølgelig super vigtige. Det kan være forskellen mellem om et selskab vil levere 8 % årligt eller 14 % årligt etc. Det vi har fundet ud af over de seneste år er at næsten alle de selskaber vi investerer i altid har de bedste muligheder for kapitalallokering internt. Det er derfor sjældent et spørgsmål om de skal udbetale udbytter eller investere internt. I stedet er det vigtigere for os at forstå om selskaberne forstår at allokere kapital internt i virksomheden bedst muligt. De selskaber vi investerer i har ofte muligheder for at allokere kapital til 30-50-100 % intern ROIC. Vi bruger derfor tid på at snakke med ledelsen omkring deres prioriteter og tanker omkring dette.

Naked Wines er et super eksempel. De har reelt 3 områder i selskabet hvorpå de konstant skal vurdere ifht. kapitalallokering. I takt med at Naked Wines vokser opnår de skalafordele i deres forretning. Dette øger konstant deres contribution margins. De skal derfor vurdere hvordan de forholder sig til disse voksende marginer:

1) Skal de beholde de øgede marginer selv og bruge pengene andre steder i forretningen
2) Skal de sænke priserne på deres vin for at skabe en bedre oplevelse for deres Angels så de får mere value for money
3) Skal de hæve afregningspriserne til deres leverandører således at disse tjener flere penge og bliver incentiveret til at producere mere og bedre vin til Nakeds platform.

Når de har besluttet hvor meget de skal have i contribution margin generer de kapital til at investere. Denne kapital kan de investere i at få nye Angels ind på platformen. Indenfor salg og markedsføring har de mange forskellige kanaler såsom insert marketing (vouchers), digitale platform (Facebook etc.), influencers, refer a friend programmer etc. WINE skal dermed konstant fokusere på at investere deres markedsføringskroner med det højeste potentielle afkast. Deres

mål er at investere så meget de overhovedet kan indenfor en LTV/CAC på ca. 2x (5år). De søger derfor konstant at investere så meget de overhovedet kan så længe de kan opnå den payback de kalkulerer med. Dette uanset hvordan disse investeringer påvirker deres resultater på den korte bane.

På den anden side skal de samtidig vurdere hvor meget de vil investere i faste udgifter. Dette kunne være bedre IT, udvikling af hjemmesiden, bedre kundesupport etc. Disse udgifter er selvfølgelig de sværeste at vurdere ROIC på fordi de er med til at forbedre den samlede oplevelse for forretningen.

Men WINE skal ikke kun forstå ROIC indenfor disse områder, de skal også forstå hvordan beslutninger indenfor et enkelt område interagerer med de andre. Eksempelvis hvis de vælger at sænke priserne på deres vin eller investere i bedre IT vil de have færre penge til rådighed til at skaffe flere kunder. Omvendt vil det også gøre det nemmere at skaffe flere kunder billigt når man investerer i sit produkt. På samme måde vil investering i flere kunder give øget skala til deres netværk, hvilket igen vil frigøre flere penge til at investere. WINE skal konstant vurdere hvordan de kan styrke disse netværkseffekter og skabe den stærkeste ROIC ud fra den kapital de har til rådighed. Samtidig skal de løbende se på om de har så mange muligheder indenfor alle områder at det kan betale sig at rejse ekstra kapital fra sine aktionærerne.

Vi har brugt lang tid på at drøfte dette med CEO Nick Devlin og øvrige personer fra WINE. Herudover også baseret vores eksterne due diligence omkring dette område. Vi er 100 % overbeviste om at Nick og teamet forstår dette til fulde. Ellers havde vi ikke allokeret så stor en portion af vores kapital til WINE.

"There is nothing new on Wall Street or in stock speculation. What has happened in the past will happen again and again. This is because human nature does not change, and it is human emotion that always get in the way of human intelligence"[5]

[5] Jesse Livermore, how to trade in stocks, McGraw Hill (2001)

Porteføljeopdatering:

Vores aktier har som helhed fortsat med at klare sig flot i 2021, hvilket selvfølgelig også er det der bliver afspejlet i vores performance.

Vi offentliggjorde for nyligt vores seneste investering i JDC Group AG. JDC er en aktie vi forventer os rigtigt meget af over de kommende 3-5 år. Vi er super glade for at kunne blive partnere med Sebastian og Ralph. Nedenfor link til vores Q&A med ledelsen:

https://www.symmetry.dk/wp-content/uploads/2021/06/zoom_0.mp4

Og her til vores nyhedsmail omkring aktien:

https://preview.mailerlite.com/g8c2b2

En anden aktie vi nævnte for første gang i H1 2021 var Franklin Covey hvor vi offentliggjorde en rapport i februar måned. Rapporten og præsentation kan findes her:

Galleri – Symmetry

Franklin Covey har allerede klaret sig godt med et afkast på ca. 40 % på kun 4 måneder. Vores investeringscase blev senest bekræftet da Franklin Covey rapporterede deres Q3 regnskab:

Q3 regnskabet var hvad jeg vil kalde et blowout quarter. Det var markant bedre end næsten alle havde turdet håbe på. For at tjekke efter kan folk læse min analyse hvor jeg estimerer at aktien er 80$ værd. Her estimerer jeg en EBITDA omkring 22 i indeværende år. Den nuværende guidance er omkring 26-27 så det er allerede markant foran selv mine optimistiske drømme. Vi mener Franklin Covey har potentialet til at blive en home-run investering. De kan se at deres unit-economics er super stærke og de trykker nu på speederne ifht. at ansætte nye client partners til at accelerere salget, de laver opkøb der styrker deres platform (Strive) og de for løbende mere content til hvilket styrker deres netværkseffekter. Vi ser frem til at opdatere på casen efter deres Q4 regnskab i november.

Af de øvrige aktier i vores portefølje har vi stadig store aktieposter i Gaming Innovation Group, Naked Wines, Protector Forsikring og Kambi.

Vi var super glade for Kambis kapitalmarkedsdag de afholdte for et par uger siden. Vi har altid været lidt kritiske overfor ledelsens tendens til altid at underspille dem selv for meget. Det var derfor dejligt forfriskende at se dem være mere positive på fremtiden. Samtidig gav de en meget

dybdegående gennemgang af deres teknologi og hvorfor de bør have vedvarende konkurrencefordele og bør kunne fortsætte med at tage markedsandele.

Naked Wines blev i første omgang sendt kraftigt ned på deres årsregnskab. Årsregnskabet var som vi allerede vidste flot, men selskabets guidance for FY22 skuffede markedet i første omgang. Sidenhen er aktien dog kommet stærkt tilbage. Dette skyldes at folk højst sandsynligt har fået mulighed for at grave længere ned i casen. For det første guider de efter vores mening konservativt da de ikke ved hvordan deres kunder vil reagere efter en fuld genåbning (selvom de første tegn ser super gode ud). Det andet er at deres trading update for de første 2 måneder faktisk var meget stærk. Man har således en 30 % vækst i salget til eksisterende kunder på trods af meget svære sammenligningstal. Når man samtidig inkluderer en valutamodvind er det ikke svært at forestille sig at Naked Wines vil levere 15-20 % CC-vækst i FY22 på trods af meget svære sammenligningstal. På den baggrund ser deres langsigtede guidance for 20 % årligt vækst heller ikke anstrengt ud. Flere UK-analytikere og investorer forstår efter vores mening ikke selskabet ordentligt. De bliver skuffet over de høje omkostninger etc. Vi ser selskabets omkostninger som investeringer der vil styrke selskabet langsigtet.

Vi mener stadig GiG er alt for billig. Dette på trods af at aktien allerede har haft en flot optur siden vores analyse i november sidste år. Det er derfor stadig en af vores største aktier. Deres Media forretning kører fremragende og vokser hastigt og deres platformsforretning begynder at kapitalisere på de regulatoriske ændringer der sker rundt omkring samtidig med at den nu er profitabel. Baseret på nuværende aktiekurs omkring 18 NOK handles GiG til 8x 2021 EBITDA og 5x 2022 EBITDA. Det er absurd billigt for et selskab med høj organisk vækst i en strukturel vækstindustri.

Protector Forsikring aflagde for nyligt deres Q2 regnskab der igen viste at de har godt momentum i forretningen. De formåede at holde en høj omsætningsvækst (+20 %), en fremragende stærk combined ratio og et flot investeringsresultat. Samtidig betaler de nu pæne udbytter fordi de er overkapitalisere. De holder en flot risikostyring på investeringerne og er disciplinerede til at sælge når aktierne når fair værdi. Vi har svært ved at se hvorfor Protector stadig handles til en normaliseret[6] P/E på 6-7 med 2-cifret organisk vækst og et udbytte yield på ca. 8-10 %. Protector kunne stige 100 % mere herfra og stadig handle med en rabat til konkurrenterne.

> *The reason that capital markets are, have always been, and will always be inefficient is not because of a shortage of timely information, the lack of analytical tools, or inadequate*

[6] Normaliseret investeringsafkast og kapitalsituation

capital. The internet will not make the market efficient, even though it makes far more information available, faster than ever before, right at everyone's fingertips. Market is inefficient because of human nature – innate, deep-rooted, permanent. People don't consciously choose to invest with emotion – they simply can't help it"[7]

I ønskes alle en fortsat god sommer.

[7] Heins & Tilson, The Art of Value Investing (2013)