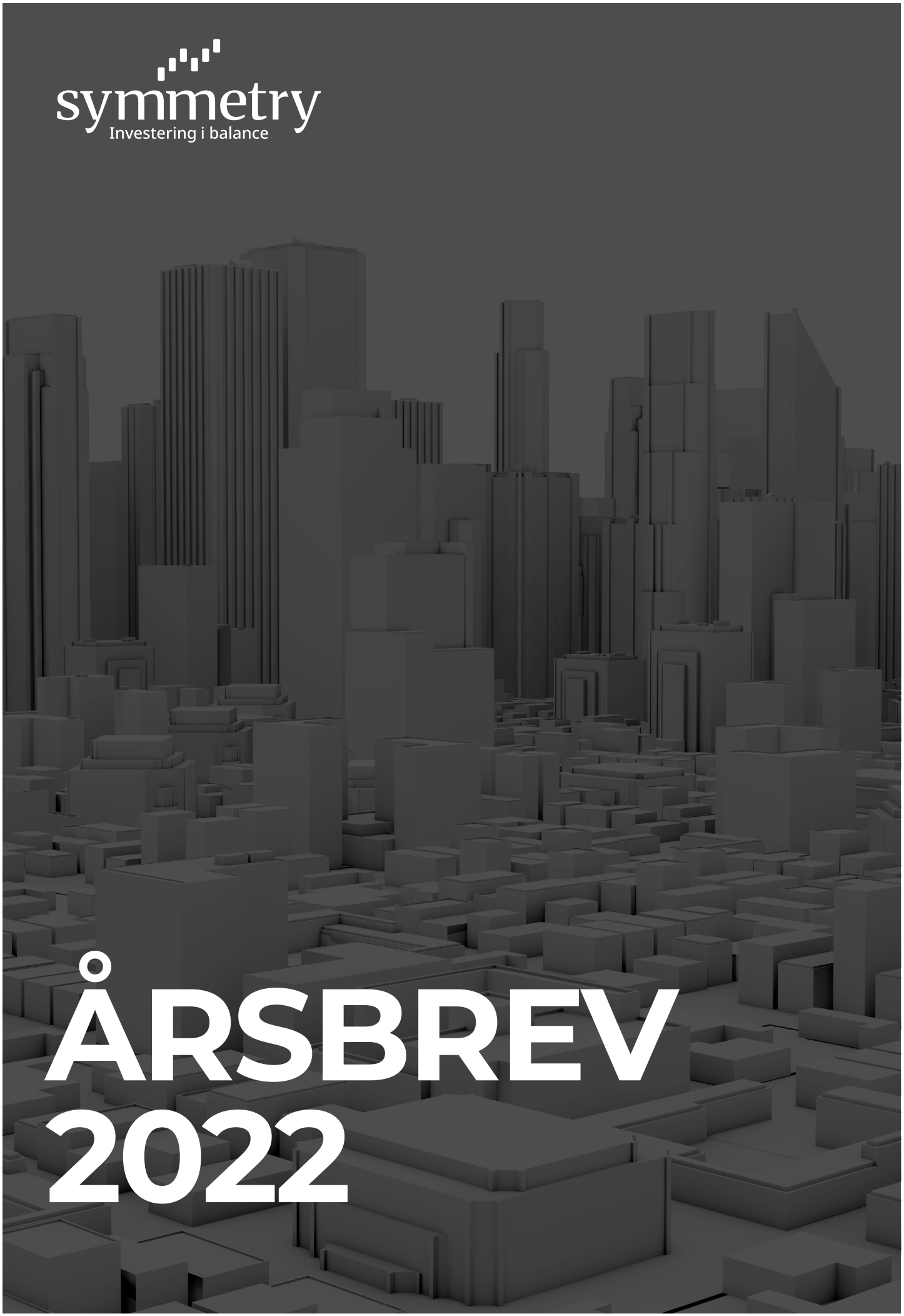
symmetry
Investering i balance



ÅRSBREV 2022



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

Tabel: Historiske afkast i procent*

I tabellen fremgår historiske afkast Net (efter fees) og Gross (før fees) siden stiftelsen i 2013

%	Jan	Feb	Mar	Apr	Maj	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dec	Symmetry Net	Symmetry Gross
FY13						8,1			7.9			15,0	34.1	41,6
FY14			3,2			10,2			2,8			17,0	36,8	40,4
FY15			6,8			23,2			-13.3			5,7	20,5	25,2
FY16			1,3			10,6			3.5			3,4	19,9	24,6
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
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
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
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
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
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

I 2022 faldt vores indre værdi med 16,4 %. Siden stiftelsen er vores indre værdi steget med 422 %. Dette svarer til et årligt afkast på 18,3 % efter fees og ca. 23 % pr. år før fees. 2022 var generelt et vanskeligt år at være investor. Globale aktiemarkeder faldt ca. 18 %, smallcap aktier i Europa faldt 23 % og flere af de højtflyvende aktier fra perioden 2020-2021 faldt over 50 %. Symmetry formåede at outperforme markedet for 4 år i træk.

Det var også bekræftende at se os outperforme i et faldende marked. 2022 var et år hvor vi kunne profitere fra især vores short positioner som havde været et svært punkt i 2021. Mens vi havde flere aktier der performede meget svagt var disse heldigvis nogle af vores mindste positioner. Vores største positioner klarede sig generelt godt.

Vi brugte primært 2022 til at lukke profitable short positioner og købe billige nye lange positioner, mens vi forsøgte at styre vores samlede porteføljerisiko. 2023 har indtil videre udviklet sig som forventet. Masser af volatilitet og muligheder på begge sider af markedet.

Tabel: Performance i forhold til MSCI ACWI

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

	2022	*Total*	*Net IRR*	*Gross IRR*
Symmetry	-16,40%	422%	18,30%	22,90%
MSCI EU Small Cap	-22,50%	81%	6,20%	
MSCI ACWI	-17,50%	87%	6,30%	
MSCI World Small Cap	-17,00%	82%	6,30%	

Symmetry årsbrev

Som de fleste af jer ved udgiver Symmetry halvårlige nyhedsbreve 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
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

Symmetry som forretning er fortsat med at vokse i løbet af 2022.

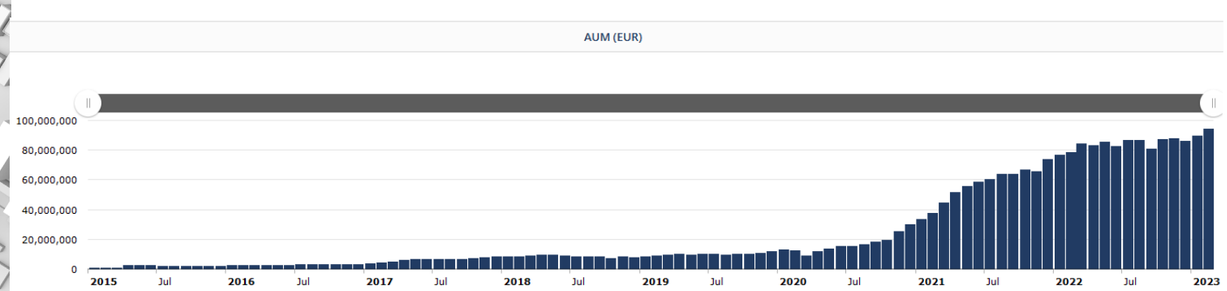
Vores "Asset under management" er vokset fra ca. 490 millioner kroner ultimo 2021 til ca. 700 millioner kroner ultimo februar 2023. På trods af et svagt afkast i 2022 for både Symmetry og resten af markedet, formåede vi at have en meget høj fastholdelse af vores investorer. Vi har siden stiftelsen for 10 år siden haft meget begrænset outflow. På trods af de meget svære markedsvilkår i 2022 havde vi eksempelvis et inflow der var ca. 16x så stort som vores outflow. Denne support fra vores investorer er en af årsagerne til vores flotte afkast, da vi ikke konstant skal bekymre os om outflow, men i stedet kan bruge tiden på at passe porteføljen, hvilket gør vores arbejde nemmere.

symmetry
Investering i balance

Vores team så også en positiv udvikling i 2022 hvor vi gik fra 3 til 6 fuldtidsansatte samt fik vores første studiemedhjælper ind. Vi har nu et stærkt investeringsteam som arbejder godt for at skabe de bedst mulige afkast. Herudover har vi udbygget vores administrative setup, hvor vi har fået en fuldtidsansat kundeansvarlig ind og vores CTO startede tidligt i 2022.

Vi har for nyligt lagt fonden over på SEB (IFS) platform og dermed styrket vores regulatoriske setup. Internt har vi taget vores egenudviklede IT-system i brug. Vi har nu et fuldt udviklet porteføljestyringssystem, research overblik, dashboards, manager rapportering etc. Mens der stadig er mange ting vi ønsker at videreudvikle herpå, kan vi allerede se dette som en klar konkurrencemæssig fordel.

Vores setup er nu langt mere skalerbart til at kunne administrere en øget AUM. Jeg får ofte spørgsmålet hvordan vi kan være så mange ansatte med "så lille" en AUM. Det er altid dyrt at tage disse investeringer og ansættelser upfront. Det er dog den eneste måde at skabe en succesfuld langsigtet forretning. Vi er glade for at vi nu er over den "værste" hurdle og kan begynde at høste frugterne af det hårde arbejde, hvilket forhåbentlig også gerne skulle resultere i bedre afkast og en endnu bedre oplevelse for vores investorer.



Investeringsteam



Andreas Aaen
CEO
Andreas er fondens CEO og har derfor det overordnede operationelle og finansielle ansvar. Andreas er også ansvarlig for investeringerne og deltager aktivt i research af investeringscases.



Henrik Abrahamsson
Porteføljemanager
Henrik er en del af investeringsteamet hos Symmetry og er bl.a. ansvarlig for egen portefølje. Derudover assisterer Henrik med research af nye og eksisterende investeringer.



Sebastian Savic
Analytiker
Sebastian er en del af investeringsteamet hos Symmetry og assisterer med research af nye investeringscases samt løbende review af eksisterende.



Magnus Elefsen
Junior Analytiker
Magnus er en del af investeringsteamet hos Symmetry og assisterer med research af nye og eksisterende investeringscases.

Administration



Casper Munksø Thomsen
CFO
Casper varetager alle fondens administrative opgaver, herunder bogføring, rapportering til investorer, betalinger, optimering af interne processer samt øvrige administrative opgaver.



Kim Hoberg Nielsen
Head of Client Relations
Kim har primært fokus på at opbygge og vedligeholde relationer til vores investorer (nye og eksisterende) i tæt samarbejde med CEO og CFO.



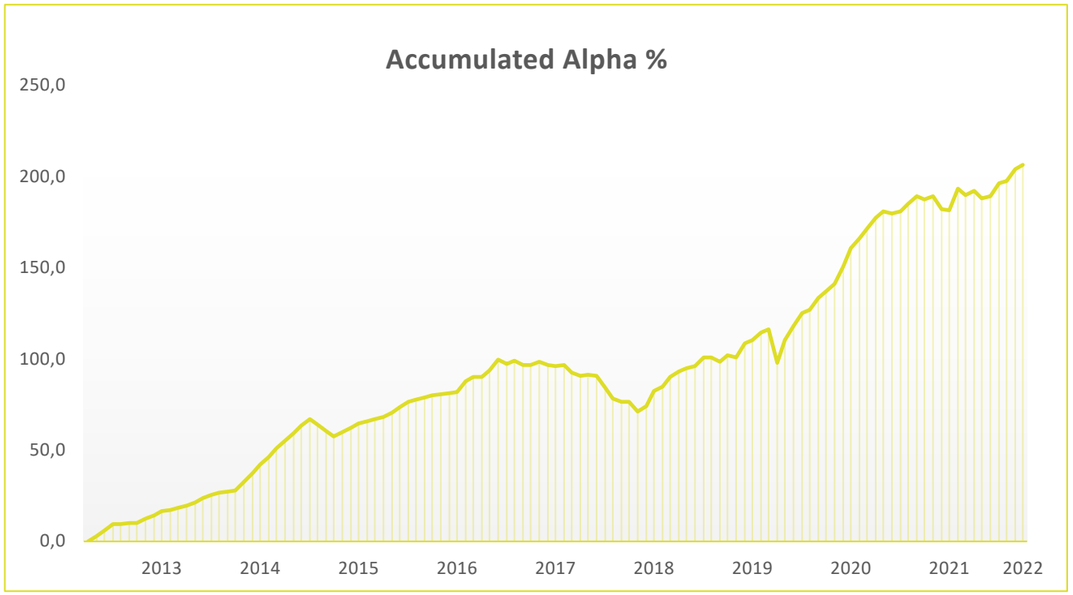
Jon Højlund Arnfred
CTO
Jon arbejder i tæt samarbejde med investeringsteamet omkring indsamling og analyse af data, opbygning af rapporter, Dashboards og KPI's.

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*
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	**22,2%**	**1,1%**	**20,0%**	**14,8%**	**7,6%**



Vi havde igen et flot 2022 med en alpha på ca. 19 %. I modsætning til 2021, hvor vi leverede markant alpha på lang siden, var 2022 karakteriseret ved at vi fik fuldt udbytte af vores short positioner. Vi havde således vores bedste år nogensinde på short siden med et totalt afkast på 43 % af den gennemsnitlige eksponering samt en ren alpha på 26 %. Lang siden var mere udfordret i og med at vi har en stor smallcap eksponering samt eksponering mod IT- og onlineaktier.



*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)

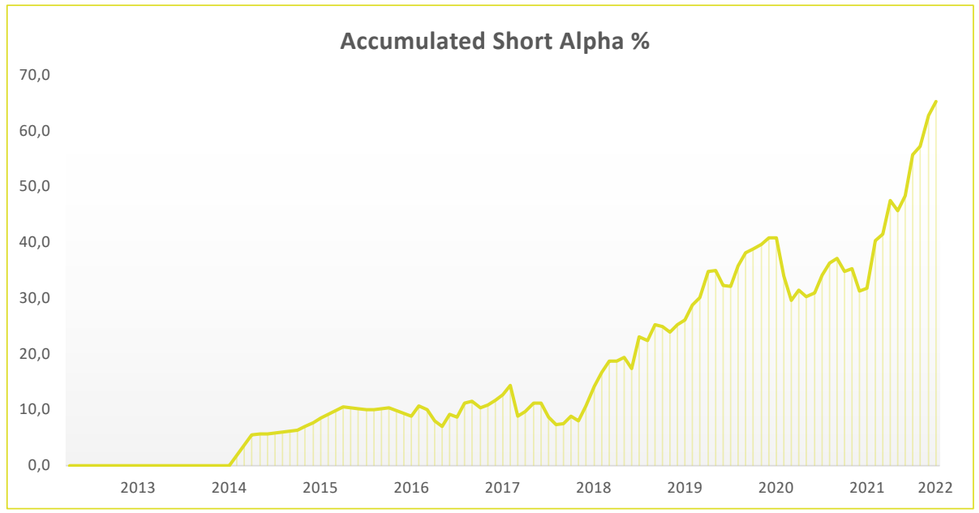
Short alpha

Et væsentligt spørgsmål der altid er relevant er, hvorfor overhovedet lave short selling?

Som vi har forklaret et par gange er der flere årsager hertil:

1. **Vi kan køre leverage på lang siden uden at tage ekstra markedsrisiko**
2. **Vi kan hedge større markedskorrektioner bedre**
3. **Vi kan skabe reelle overskud**
4. **Vi mener man bliver en bedre lang investor ved også at short sælge**

Nedenfor er vist vores akkumulerede alpha på short siden.

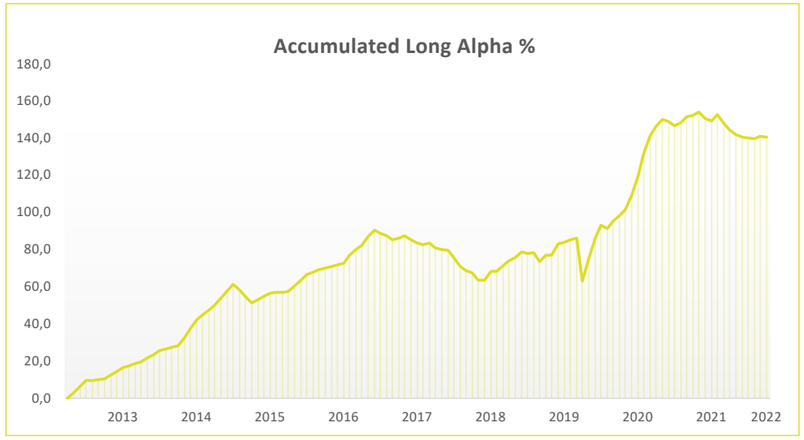


Som vi gennemgik sidste års brev var 2021 umådeligt vanskeligt år at shorte aktier. Både fordi det generelle marked steg meget, men også fordi der var flere idiosynkratiske events i markedet såsom Gamestop (Symmetry havde ingen eksponering) der gav afledte reaktioner. Vi fastholdt dog vores eksponering og risikostyring og høstede frugterne af det hårde arbejde i 2022. Dette gav os en markant alpha, der var medvirkende til at vi som fond slog markedet på trods af at vores lange positioner underperformede. Det er bekræftende for os, at vores shorts "virker når de skal" og dermed formår at beskytte vores downside og investorernes kapital i kriseperioder, men stadig gør det muligt for os at klare det godt i opgangsperioder.

Long alpha

Vores alpha på lang siden er mere volatil. Dette skyldes primært, at vi er mere koncentreret på lang siden, men også fordi vi ofte investerer i mindre selskaber, der også er mindre likvide. Dette betyder ofte større udsving i aktiekurserne. Herudover er det kun få af vores lange positioner som er en del af større benchmarks/ETF mv. da de er for små selskaber, mens en større del af short porteføljen er mere korreleret med markedet.

Som det kan ses nedenfor leverer vi pæn alpha over tid, men det kommer i bølger. Som det kan ses var vi markant bedre end markedet på lang siden de første 4 år af fonden. Derefter havde vi 3 år hvor vi blot fulgte eller var lidt efter markedet. Så havde vi 2 år hvor vi slog markedet markant, efterfulgt at 1-1,5 år hvor vi igen har fulgt eller underperformet. Dette er sådan vores portefølje er sammensat. Vi investerer koncentreret i små aktier. Vi forventer disse vil slå markedet, men vi kan ikke time hvornår. Dette er også en af grundene til at vi også shorter aktier. Det giver os flere muligheder for at levere alpha, selv i perioder hvor vores lange positioner ikke kan.



Performance benchmark

HedgeNordics database følger størstedelen af de Skandinaviske hedgefonde og har dermed performance reviews. Nedenfor er vist de bedst performende fonde i Skandinavien med minimum 5 års track-record:

Fund name	*Avg. RoR*
Svelland Global Trading	26,40%
Symmetry Invest	**19,10%**
Lucerne Nordic Fund	17,80%
Rhenman Healthcare	16,40%
Accendo	15,00%

Vi er super tilfredse med at Symmetry pt. indtager en 2. plads over de bedste performende fonde med over 5 års levetid. Den bedst performende fond er en råvarerelateret fond og dermed en meget anderledes strategi end Symmetry.

Spoler vi længere ud og udelukkende ser på de fonde der ligesom Symmetry har haft en levetid på over 10 år indtager vi en klar 1. plads:

Fund name	*Avg. RoR*
Symmetry Invest	**19,1%**
Rhenman Healthcare	16,40%
Accendo	15,00%
Taiga Fund	12,90%
OAM Absolute return fond	12,40%

Dette er ikke noget vi tager let på. 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, at de fleste fonde lukker indenfor få år fra stiftelsen, hvorfor det faktum at vi overhovedet har formået at eksistere i 10 år er en bedrift i sig selv. Samtidig med at vi kan gøre dette som den bedste performende fond i Skandinavien, er endnu et bevis på at vores hårde arbejde virker.

Navn	ATD Afkast (%)	1 Års Afkast Annualiseret(%)	3 Års Afkast Annualiseret(%)	5 Års Afkast Annualiseret(%)	10 Års Afkast Annualiseret (%)
Fidelity Funds - Global Technology Fund Y-Acc-EUR	14,60	2,82	28,42	18,75	21,06
Threadneedle (Lux) - Global Technology Class ZU (Accumulation Shares) TRE	12,15	−7,72	31,26	16,78	20,16
Fidelity Funds - Global Technology Fund A-DIST-EUR	14,39	1,96	27,32	17,74	20,09
Luxembourg Selection Fund - Active Solar C USD	−0,46	0,15	46,29	24,69	19,39
Threadneedle (Lux) - Global Technology Class AU (USD Accumulation Shares) TRE	11,97	−8,46	30,21	15,84	19,32
JPMorgan Funds - US Technology Fund C (acc) - USD	17,34	−11,91	20,84	15,45	19,17
JPMorgan Funds - US Technology Fund C (dist) - USD	17,33	−11,93	20,82	15,44	19,16
BNP Paribas Funds Disruptive Technology I Capitalisation TRE	13,64	−2,92	25,53	16,69	18,89
Danske Invest Teknologi Indeks KL	15,47	−8,16	18,93	14,60	18,82
JPMorgan Funds - US Technology Fund A (acc) - EUR	17,50	−12,32	19,73	14,44	18,16

Forrige 1 2 3 Næste

Viser 1 - 10 af 23373 resultater

Symmetry Invest A/S - 19,1 %

Hvis vi tager et kig på Morningstar samler de også data ind for 23.373 globale aktiefonde. Nu rapporterer Symmetry ikke til Morningstar (endnu), men vores afkast ville have placeret os på en flot 8 plads. Men vi mener faktisk det er et skævt sammenligningsgrundlag, da de 7 fonde over Symmetry primært er Largecap fonde med fokus på teknologiaktier. Symmetry er en L/S Small- og Midcap fond med et bredt sektorfokus og vores "alpha" har derfor været markant større end ovenstående. Eksempelvis har Smallcap leveret ca. 7 % årligt mens Nasdaq har leveret ca. 16 % årligt i perioden. Det betyder, at den bedste fond alene har slået Nasdaq med 5 % årligt, hvor vi har slået vores benchmark med 12 % årligt.



Portefølje

Ultimo februar 2023 bestod vores portefølje af 15 aktier der udgjorde mere end 1 % af den samlede AUM hver.

Symmetrys politik er, at vi kun 1 gang årligt i forbindelse med dette årsbrev gennemgår hele vores portefølje. Øvrig kommunikation om køb/salg af aktier samt aktierelaterede nyheder foregår sporadisk i den mængde, som vi finder passende. Vi mener en gang årligt er en passende frekvens til at give det fulde billede af vores portefølje. Ultimo februar 2023 bestod vores portefølje af 15 aktier, som hver udgjorde mere end 1 % af den samlede AUM. Positionerne vægter forskellig størrelse i vores portefølje. Aktierne er sorteret alfabetisk nedenfor og listen skal derfor ikke ses som et udtryk for størrelsen af positionerne.

Selskab (alfabetisk)
Catella
Crayon Group
Epsilon Net
FBD Holdings
Franklin Covey
Gaming Innovation Group
IAC
IDT Corp
JDC Group
Kaspi JSC
Origin Enterprises
Par Technology
Protector Forsikring
Relesys
Schibsted

På de efterfølgende sider vil vi gennemgå de 15 investeringscases, som vi ser dem i dag.

Vær opmærksom på at denne del kun er tilgængelig for investorer hos Symmetry og derfor ikke er medtaget i den offentlige version.

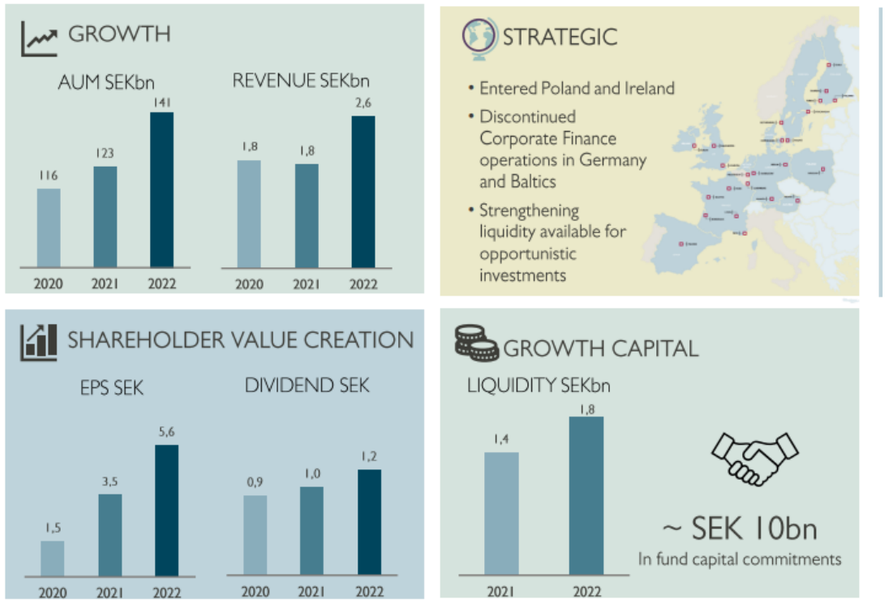


Catella

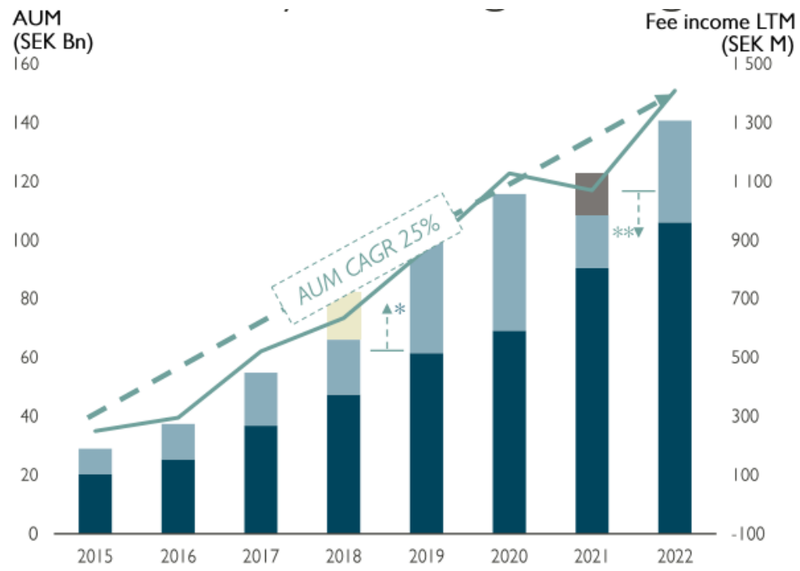
Investeringscase:

1. Veldrevet "property asset manager" med en stærk track record for at levere værdi til aktionærer
2. En stærk balance og kapitalstruktur kombineret med en "asset light" model giver dem mulighed for at drage fordel af et svagt ejendomsmarked
3. En super dygtig ledelse med skin-in-the-game som vi har opbygget en stærk relation til

2022 in brief



Catella formåede i 2022 at vækste EPS med 60 % til 5,6 SEK per aktie. I forhold til den nuværende aktiekurs svarer det til en P/E på 6,4. Man øger samtidig udbyttet og har opbygget en stor likviditetsreserve, der giver dem muligheder for at lave attraktive investeringer i et faldende ejendomsmarked. Samtidig formåede man at lukke underskudsgivende lande og i stedet opbygge nye stærke platforme i vækstområder.



Den vigtigste langsigtede driver for Catellas indtjening er deres formue under forvaltning. Denne voksede igen pænt i 2022 på trods af et svært ejendomsmarked. Over de sidste 7 år har Catella vokset AUM med 25 % pr. år. Vi forventer stadig vækst i 2023, men på et lavere niveau end historisk.

Opsummering

Vi er meget positive overfor den langsigtede udvikling i Catella. Deres dygtige ledelse kører en lavrisikomodel og formåede at sælge ejendomme i et "hot" marked i 2020-2022. Det gør, at de har opbygget likviditet til nu at kunne drage fordel af et svagt marked og købe billigt op. Kortsigtede investorer kan pt. ikke lide Catella, fordi det "er en ejendomsaktie" i et svagt ejendomsmarked – men vi ser det helt modsat. Vi ser nemlig et selskab, der på lang sigt vil drage stor fordel af et svagt marked, da de pt. kan indgå meget attraktive transaktioner, som vil skabe stor aktionærværdi de kommende 5-10 år.



Crayon Group

Investeringscase:



1

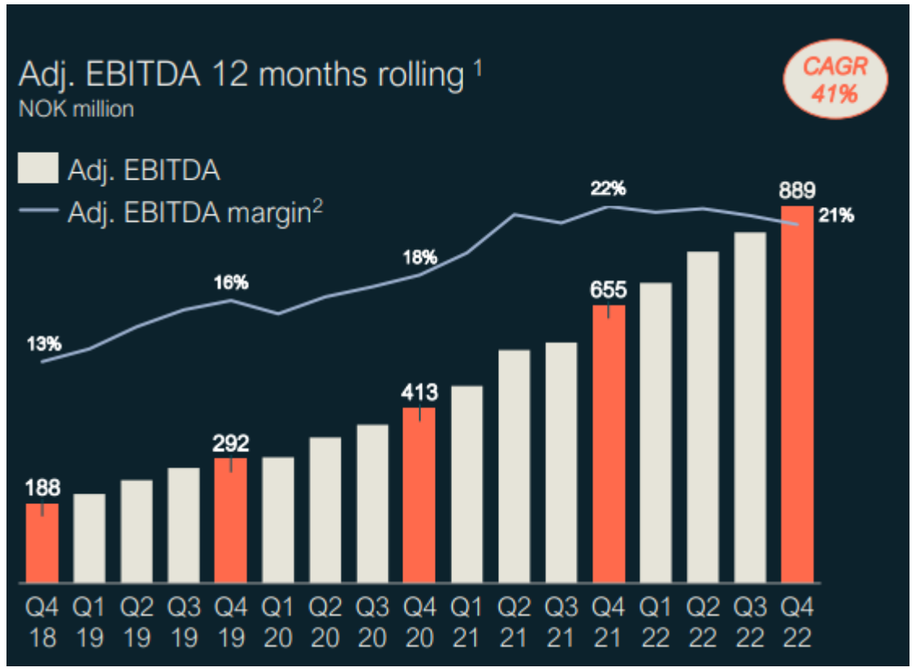
Crayon Group er et nyt selskab som vi købte til porteføljen i slutningen af 2022 efter aktien faldt massivt

2

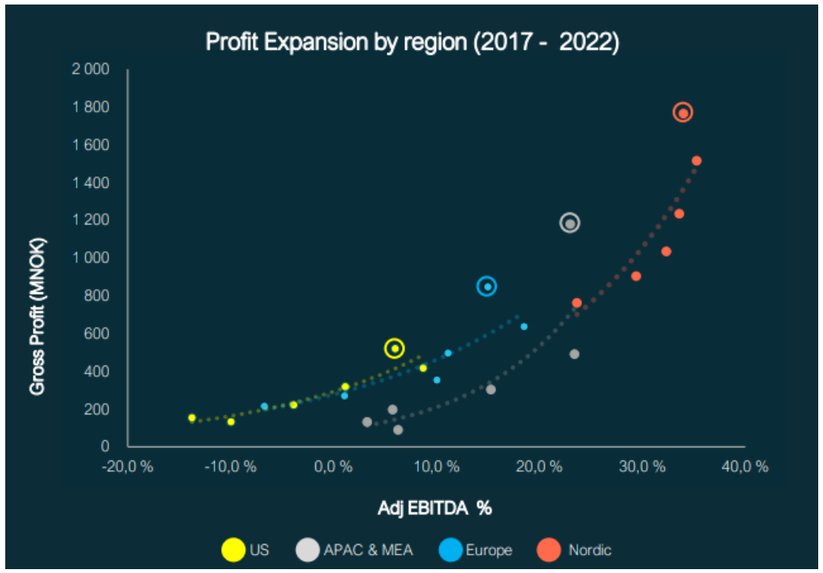
Den svage aktiekurs er primært en konsekvens af eksterne faktorer – mens den underliggende forretning går godt

3

Crayon handles til ca. 10x FCF, hvilket vi finder billigt for en strukturel højvækstaktie



Crayon har som forretning leveret nogle fantastiske resultater over de seneste 5-10 år. Bare over de sidste 5 år har man vokset EBITDA med 41 % i snit pr. år. Symmetry var tidligere aktionær i Crayon fra 2020 til 2021 hvor aktien leverede nogle fantastiske afkast til os. Vi solgte aktien alene på grund af en for høj værdiansættelse. I 2022 er aktien faldet markant, primært båret af nogle store aktiesalg fra specifikke investorer i aktien (ikke fundamentalt drevne salg). Vi mener derfor, at faldet er en god mulighed for igen at blive langsigtede aktionærer i Crayon.



Crayon guider stadig selv for 20 % årligt omsætningsvækst. Herudover viser ovenstående graf det store marginpotentiale, der stadig er i forretningen. Flere af de steder hvor de vokser mest, men stadig har mindst skala, har markant lavere marginer end Norden og APAC. Når US og Europa vokser, og opnår samme skalafordele, bør dette give øgede marginer.

Opsummering

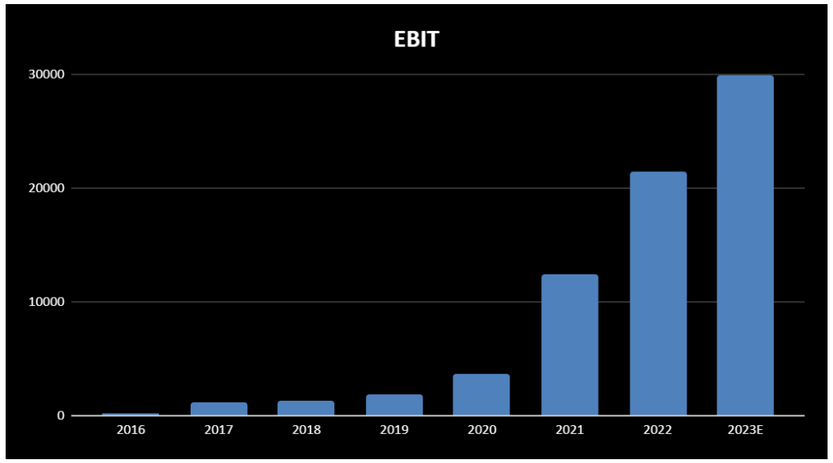
Vi mener Crayon er et stærkt selskab som er positioneret indenfor en attraktiv branche (softwaresalg med et primært fokus på Cloud, AI og ML). Crayon spiller en vigtig rolle som bindeled mellem Microsoft/Amazon etc. og slutkunderne. Samtidig er selskabet diversificeret på mange kunder og geografier. Efter det seneste års fald i aktien handles den nu til en meget attraktiv multipel.



Epsilon Net

Investeringscase:





Basic Financial Figues of 1/1/2022 - 31/12/2022:

GROUP FINANCIAL FIGURES (in thousand €)	1/1/2022-31/12/2022	1/1/2021-31/12/2021	%
Turnover	**75,107.33**	**50,511.28**	**48.69%**
EBITDA	**25,053.49**	**15,093.58**	**65.99%**
Net Profit	**18,303.32**	**10,778.82**	**69.81%**

Epsilon Net havde et fantastisk 2022, hvor de så omsætningen vokse ca. 49 % og indtjeningen steg med ca. 70 %, hvoraf størstedelen af væksten var organisk. Herudover havde de lavet små bolt-on opkøb til attraktive kurser som var finansieret via eget cash flow. Den græske økonomi er en af de bedste performende i Europa i øjeblikket. Landet er stadig en af de mindst digitaliserede. De er dog hastigt ved at indhente resten af Europa og Epsilon spiller en stor rolle heri.

De fleste selskaber ville blot kunne drømme om at levere en indtjeningsvækst, som den Epsilon har leveret de seneste par år. Og Epsilon er nærmest kun lige kommet i gang. Flere af de større EU finansierede funding programmer, der skal digitalisere Grækenland vil fortsætte de næste par år. Samtidig kan Epsilon fortsætte med at lave små opkøb til attraktive multipler, der vil styrke deres positioner indenfor nye vertikaler.

Opsummering

På trods af en fantastisk udvikling over de seneste par år handles Epsilon stadig kun til ca. 12x vores estimater for deres indtjening. Vi finder en sådan multipel alt for lav, når vi kigger på sammenligneli-ge selskaber i Europa samt i forhold til Epsilons potentiale. Vi mener især deres nye fintech satsning sammen med National Bank og Greece har et ekstremt stort potentiale.

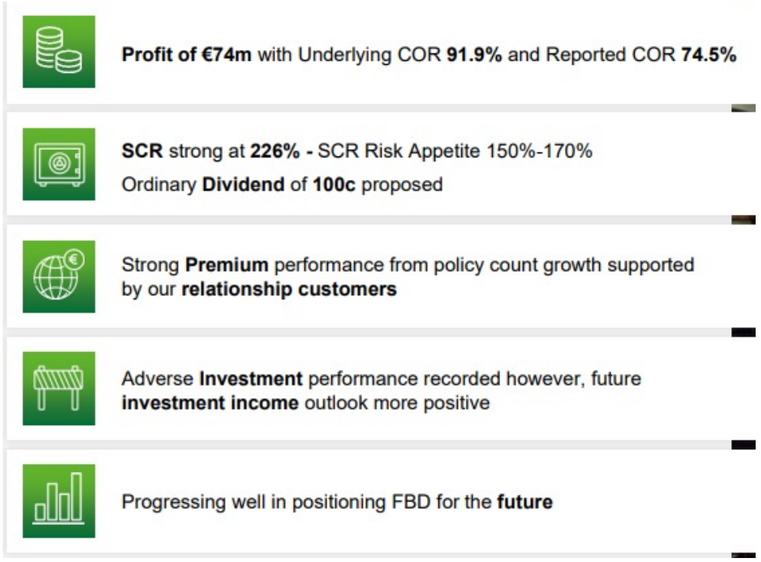


FBD Holdings

Investeringscase:



Summary



FBD leverede endnu et fantastisk regnskab med en Combined Ratio på kun 74,5 som følge af en stærk underliggende forretning og flotte tilbagekøbsgevinster. Deres solvency position er meget stærkt på 226 i forhold til deres målsætning på 150-170. De har annonceret i udbytte på 1 EUR (7 % direkte afkast) og vil "gå i dialog med aktionærer om at udbetale mere". Vi tolker dette citat som at de vil udbetale pæne "ekstra udbytter" eller lave større aktietilbagekøb over de kommende 1-3 år for at få solvency ned på deres 150-170 målsætning.



Impact on bond portfolio
Sovereign bond total return for 2022: -€32.2.m
Corporate bond total return for 2022: -€51.5m

Mens de højere renter i 2022 gav et kortsigtet "mark-to-market" tab på FBD's obligationsportefølje vil dette blive mere end opvejet af markant højere renteindtægter de kommende år. Den risikofrie rente er steget med ca. 3 % alene i 2022. Dette vil alene øge FBD investeringsindtægter med 36 millioner årligt og dette vil i sig selv fordoble deres underliggende indtjening samt halvere deres P/E til tæt på 4x.

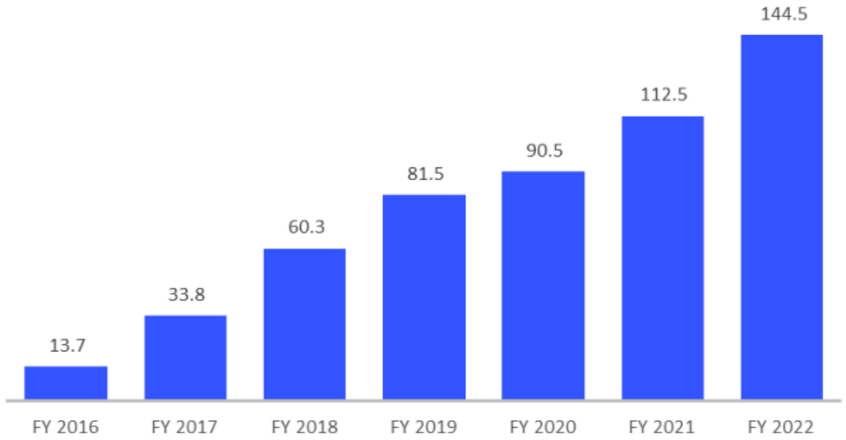
Opsummering
FBD er klassisk forsikringsselskab med en markedsledende position indenfor forskellige nicher i Irland. Aktien handles til ca. 1x book value og 4x indtjeningen, hvilket er en markant discount til sammenlignelige selskaber. Vi ser aktien re-rate op til en P/E på omkring 12, hvilket vil svare til et afkast på 200 % det kommende år oveni deres høje udbyttebetalinger.



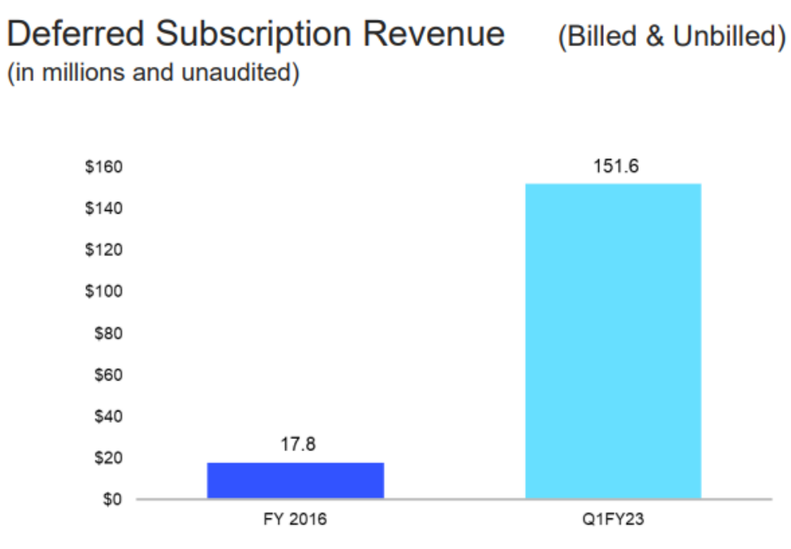
Franklin Covey

Investeringscase:





Franklin Covey fortsætter ufortrødent med at levere stærke resultater uanset om de står overfor Corona, inflation eller recession. Deres abonnementsforretning All Access Pass spurter stadig derudad, samtidig med at de konstant formår at øge deres marginer og bruge deres cash flow til at købe egne aktier retur. Franklin Coveys ydelser rammer direkte ned i en masse supertrends og behov hos virksomhederne. Vi mener derfor stadig, at de står foran pæne vækstrater de kommende år.



Franklin Coveys aktie har været holdt tilbage de sidste 12 måneder, da markedet frygter at "træningsydelser" og "konsulentydelser" vil blive skåret markant ned af virksomheder, som ser ind i en eventuel recession. Vi er enige i, at en større recession vil lægge pres på nysalget og at de vil se lidt højere churn. Vi mener dog, at markedet overser den transformation Franklin Covey har været igennem de sidste 5 år. I dag kommer størstedelen af indtægterne fra abonnementer og over 60 % af kontrakterne er "multi-year". Dette er tillige projekter virksomheder investerer i på den lange bane.

Opsummering

Når man finder en fantastisk investeringscase, som man investerer i, så er det sværeste ofte "at gøre ingenting". Vi mener, at det blot er et spørgsmål om tid før aktien reagerer positivt på den stærke underliggende indtjening og ser derfor stadig en fair værdi på over 100 $ pr. aktie, hvilket er en stor upside fra den nuværende kurs.



Gaming Innovation Group

Investeringscase:



1

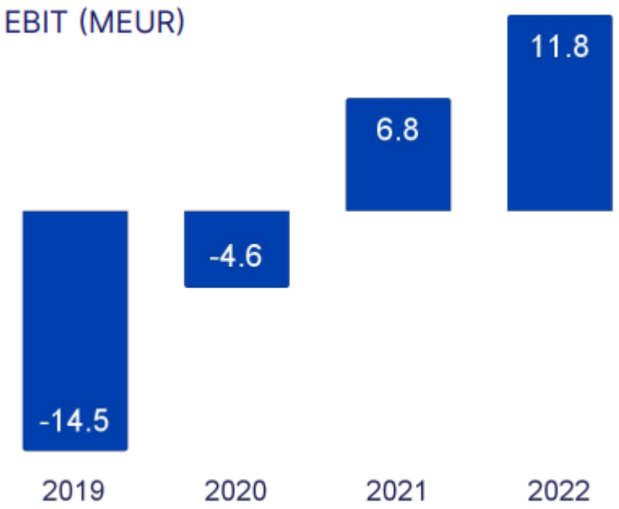
Gaming Innovation Group har positioneret sig som en ledende affiliate og platformforretning

2

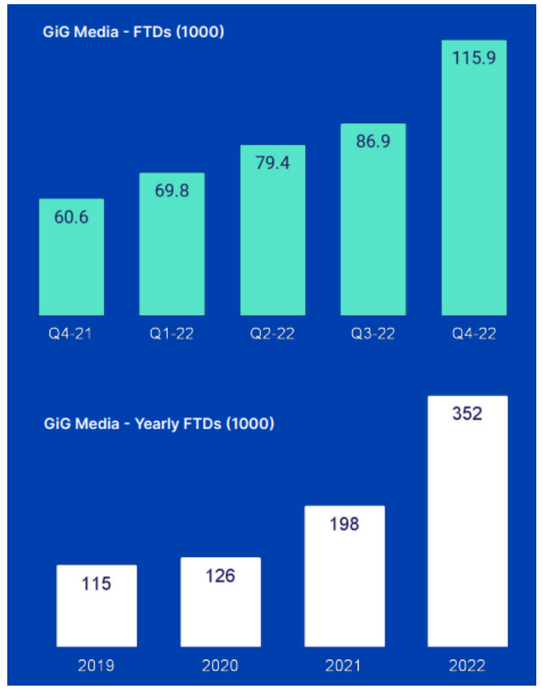
Selskabet har performet fantastisk de seneste år og senest annonceret en opsplitning af forretningen

3

Aktien handles til under 5x EBITDA og en encifret free cash flow multipel på trods af høj vækst



2022 fortsatte den fantastiske turnaround, som Richard Brown og holdet har arbejdet på de seneste år. Samtidig har man positioneret selskabet for høj vækst, også i de kommende mange år, via et højt FTD-indtag i media forretningen og en stor mængde nye kunder i platformsforretningen. Samtidig har man annonceret, at de to forretninger skal "splittes", hvilket bør realisere et markant afkast til aktionærerne via den store SOTP-discount, som aktien pt. handles til.



GiG har positioneret sig som det ledende affiliate selskab indenfor Casino (med en hastigt voksende sportsdel), mens Better Collective pt. er den ledende aktør indenfor sport affiliation. GiG arbejder primært med revenueshare kontrakter. Her bestemmes den fremtidige indtjening oftest af det nuværende kundeindtag (NDC). Som det kan ses af grafen ovenfor har GiG Media oplevet en eksplosiv vækst i antal NDC, hvilket vil levere høj omsætningsvækst de kommende år.

Opsummering

GiG-aktien handles stadig som om selskabet er "distressed" på trods af at de netop er kommet igennem en succesfuld turnaround og står bedre positioneret end nogensinde før. Vi mener derfor, at man i øjeblikket har en unik mulighed for at positionere sig i aktien inden den kommende opsplitning, hvorefter man "gratis" vil eje 2 ledende igaming forretninger indenfor henholdsvis affiliation og platformsløsninger.



IAC

Investeringscase:



IAC Today



IAC er ejer af en række digitale forretninger herunder markedspladser. Flere af disse oplevede enorm fremgang under Covid-19 pandemien, men har mødt modgang i løbet af 2022 (især Angi og Dotdash). Vi mener dog, at der er tale om underliggende stærke aktiver, som IAC pt. udvikler på for at gøre bedre og ser stor upside i flere af aktiverne, som kan værdi mere værd end hele markedsværdien af IAC i dag.

		%
Cash	-36	-0,4%
MGM	2.716	28,1%
Angi	977	10,1%
Care	1.000	10,4%
Dotdash	4.500	46,6%
Turo	1.000	10,4%
Search	500	5,2%
Other	500	5,2%
Corporate	-1.500	-15,5%
Total	9.657	111
Market cap	4.263	
Upside	126,5%	
Aktiekurs	49	
Shares out	87	

Market cap	**4.263**
Cash	36
MGM	-2.716
Angi	-977
Enterprice value	**606**
Dotdash EBIT	300
EV/EBIT	**2,0**
+ Care, Turo, Search and Other for free	

Vi mener markedet har straffet IAC alt for hårdt det seneste år, som følge af midlertidige problemer hos Angi og Dotdash. Hvis vi ser på deres Enterprise Value (markedsværdi fratrukket børsnoterede aktier) handles aktien til en EV/EBIT på kun 2 alene målt på Dotdash indtjening. Her oveni får man så Care, Turo, Search, Vivian etc. gratis. Skulle vi værdiansætte alle deres aktier til fair værdi (inklusiv MGM og Angi) får vi en fair værdi omkring 150-200 sammenholdt med markedsværdien på 50 i dag.

Opsummering

IAC er en langsigtet compounder og det er en aktie, som kræver tålmodighed at eje. Ledelsen tænker langsigtet og investerer for at skabe værdi på den lange bane, hvilket de historisk har vist, at de kan. Vi mener, at aktien har fået alt for mange tæsk i løbet af 2022 sammenholdt med den underliggende værdi af deres aktiver. Med en stærk kontantposition står ledelsen dog godt rustet ift. at lave nye værdiskabende opkøb i et svært marked.



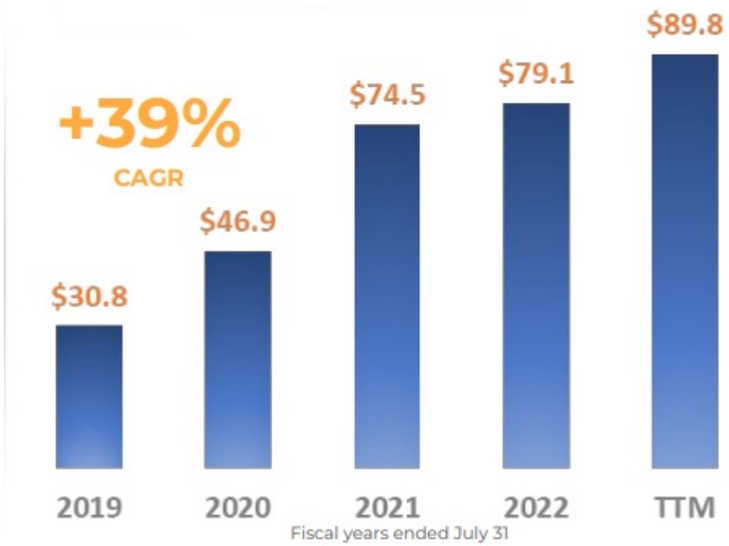
IDT

Investeringscase:

1. IDT minder på mange områder om IAC. Et selskab der ejer forskellige digitale forretninger
2. Modsat IAC så performer de fleste underliggende aktiver hos IDT fantastisk
3. IDT har en historik for at generere fantastiske afkast til aktionærerne

Consolidated Adjusted EBITDA[1]

(in millions)

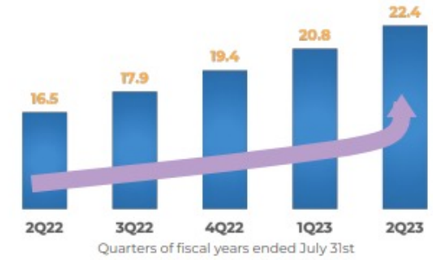


Vi udnyttede i 2022 den svage aktiekurs i IDT til at blive aktionær i selskabet. Det er et selskab, som vi længe har beundret og ønsket at blive aktionær i. IDT har været inde i en stærk udvikling over de seneste år med en flot indtjeningsvækst, hvilket har været båret af alle deres nye forretninger, som har mere end vejet op for faldet i deres "legacy forretning".

Active POS Terminals[6]

(in thousands)

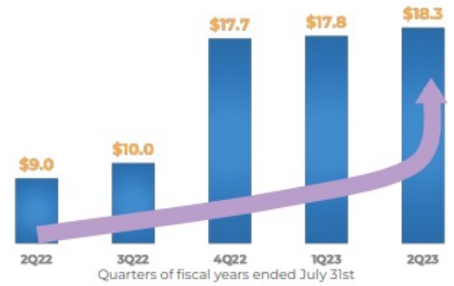
+35% to 22,400



Recurring Revenue[7]

(in millions)

+103% to $18.3 million



Det klart mest attraktive aktiv for IDT er National Retail Solutions eller "NRS". NRS er en ledende Point of sale (POS) spiller til "small retail, bodega, liquior, Q-stores and gas stations etc.". I det seneste kvartal voksede omsætningen over 100 % YoY mens antal terminaler voksede 35 % YoY. Øvrige aktiver som Boss Money samt Net2Phone har også performet godt og vi mener, at NRS alene er mere værd end hele IDT's markedsværdi.

Opsummering

IDT-aktien blev sendt ned i 2022 sammen med resten af "it-aktierne" samtidig med, at selskabet indgår i en verserende retssag. Vi mener, at det er en klar overreaktion, da især NRS fortsat performer ekstremt flot. Vi ser stor sandsynlighed for, at IDT indgår forlig i den verserende retssag og derefter er fri til at lave spin-off af både NRS og Net2Phone, hvilket bør resultere i en markant højere aktiekurs.



JDC Group

Investeringscase:

1

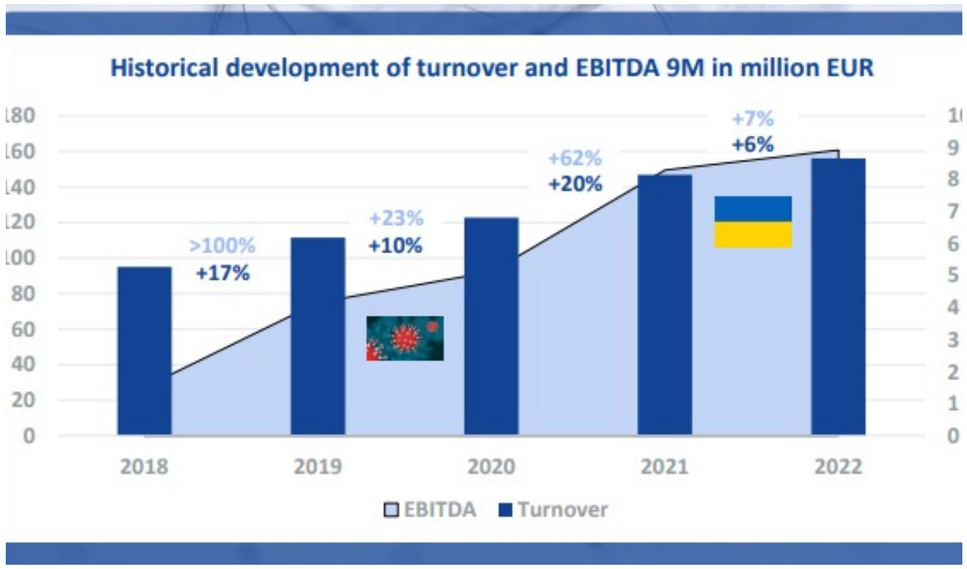
JDC Group har den bedste position til at digitalisere hele den tyske forsikringsindustri

2

Selskabet har indgået flere attraktive aftaler som stadig er i sit meget tidlige stadie

3

Selvom aktien udadtil ser dyr ud – mener vi den er billig på "normaliseret frit cash flow"



JDC kom godt igennem et meget svært 2022, hvor især andet halvår var hårdt for de tyske forbrugere. De fleste var bange for høje gaspriser, rentestigninger og inflation, hvilket resulterede i et svært marked at sælge nye livsforsikringer og investeringsprodukter i, særligt Q4. De kom dog, på trods af udfordringerne, godt igennem året som helhed og de guider for et stærkt 2023 med en omsætningsvækst på 17 % YoY og en EBITDA vækst på ca. 35 % YoY.







Hvis man ser på den underliggende udvikling hos JDC var den også stærkere end hvad første øjekast viser. Mens deres "one-off" indtægter fra advisory og upfront comissions kun steg 2 % YoY efter et stærkt 2021, så formåede de stadig at vokse deres vedvarende omsætning med 10 % YoY. Ser man på mængden af kontrakter på deres platform er denne også vokset flot, hvilket er en af årsagerne til deres stærke guidance for 2023.

Opsummering

Vi mener, at stadig markedet bekymrer sig for meget om, hvad det næste kvartal vil vise for JDC. JDC er stadig i gang med at skalere flere nye aftaler, som hver især har potentialet til at blive lige så store som den eksisterende forretning. De arbejder simultant på disse projekter, men de tager lang tid at få i gang. Dog indikerer deres guidance for 2023, at de første tegn på succes heraf viser sig. Vi vurderer, at fra 2024 og frem vil der ske en eksplosion opad i omsætning og indtjening for JDC.



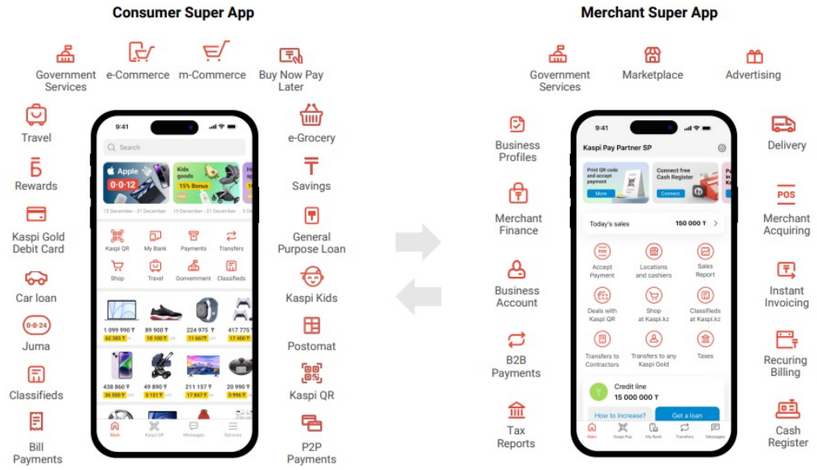
Kaspi

Investeringscase:



Kaspi.kz has a consumer and merchant Super App model

Super App services are integral to users everyday needs



Kaspi har den mest avancerede super-app, som vi nogensinde har set, hvor den gennemsnitlige bruger laver over 60 transaktioner om måneden (over 2 om dagen). Kaspi er så integreret en del af forbrugernes økonomi og levemåde at de har opnået en monopollignende status, hvorfor de kan løbende tilføje nye ydelser og services samtidig med en god fortjeneste herpå.

4Q 2022 highlights

The Kaspi.kz's Super App business model works

Payments	Marketplace	Fintech	Consolidated
+53% YoY RTPV	+60% YoY GMV	+27% YoY TFV	
+53% YoY Revenue	+67% YoY Revenue	+27% YoY Revenue	+40% YoY Revenue[2]
+60% YoY Net Income[1]	+68% YoY Net Income[1]	+7% YoY Net Income[1]	+37% YoY Net Income[1]

Kaspi havde et stærkt 2022 med en vækst i indtjeningen på 37 %. Kaspi aktien blev sendt ned i foråret som følge af Ruslands invasion af Ukraine. De fleste investeringsfonde og ETF'ere, der var rettet mod Østeuropa endte med at lukke ned, da russiske aktier blev forbudte. Dette ramte indirekte Kaspi via tvangssalg i aktien på trods af, at selskabet er fra Kasakhstan (der offentligt har taget afstand fra Rusland) og aktien er børsnoteret i London.

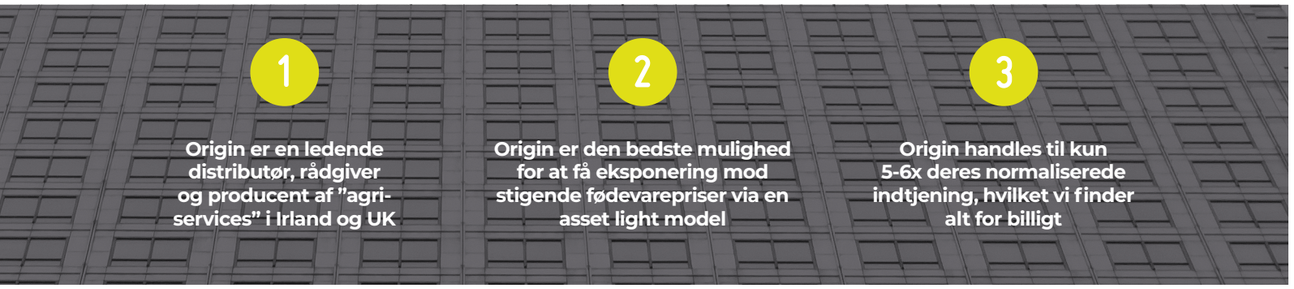
Opsummering

Kaspi har en af de mest dominerende markedspositioner for et selskab, som vi nogensinde har set. Aktien handles i dag til kun 6-7 gange indtjeningen på trods af høj vækst og en stærk markedsposition. Kaspi betaler et attraktivt udbytte på ca. 7 % samt foretager løbende aktietilbagekøb. Vi ser super positivt på Kaspis fremtid, men har valgt kun at have en lille position i aktien, da der altid vil være regulatoriske og politiske risici ved at investere i den del af verden. Denne risiko er dog gjort mindre af, at aktien er noteret i London, handles i USD og følger UK lovgivning og rapportering.

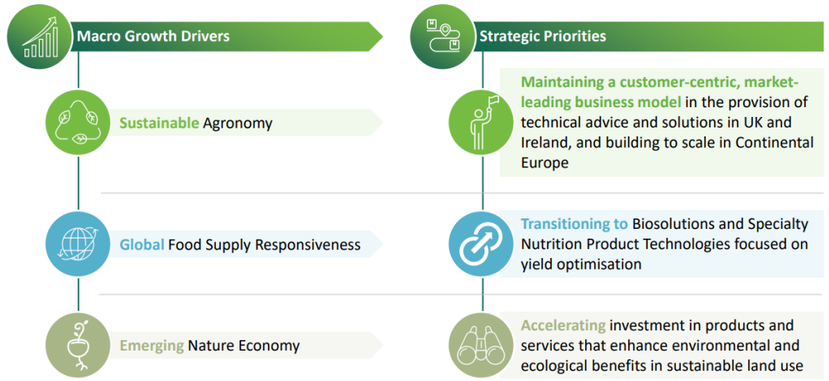


Origin Enterprises

Investeringscase:

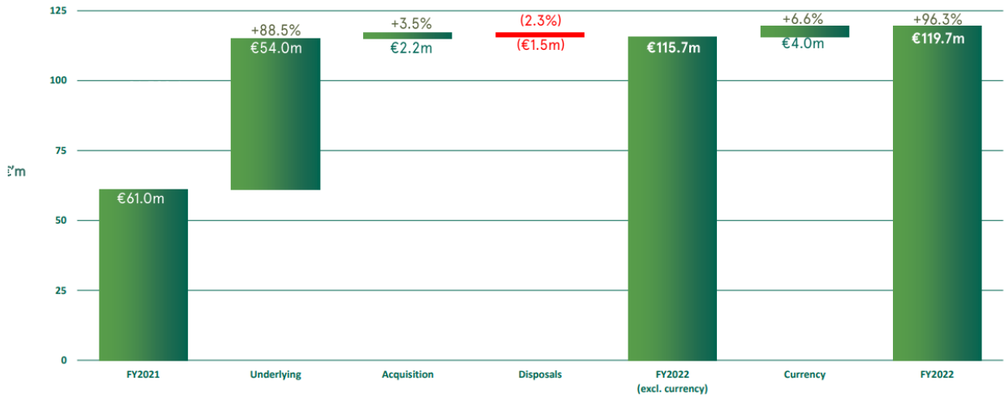


ORIGIN'S STRATEGIC POSITIONING TO MACRO-GROWTH DRIVERS



Group Operating Profit Bridge

Year ended 31 July



Origin Enterprises havde et fantastisk FY22, hvor de så deres indtjening vokse med 96 % YoY. Dette på trods af at de måtte tage en del tab i deres ukrainske forretning som følge af krigen. Origin drager fordel af de højere fødevarepriser, som gør at landmændene har bedre råd til at investere i højkvalitets frø, gødning og plantebeskyttelsesprodukter. Origin har en stærk position i især UK & Irland men har over de seneste år også opbygget markedsandele i Polen, Rumænien og Brasilien.

Origin har en stor fordel af deres distributionsnetværk (havnefaciliteter, lagerbygninger og logistikkæder), som er en stærk moat omkring deres forretning. Herudover hjælper de, via deres egenudviklede produkter og løsninger, landmænd med at optimere yield på deres land samt hjælpe med bedre fødevaresikkerhed og miljøoptimering. Uagtet hvad der sker i verdenen, så vil der altid være behov for fødevarer og her Origin er den af løsningen.

Opsummering

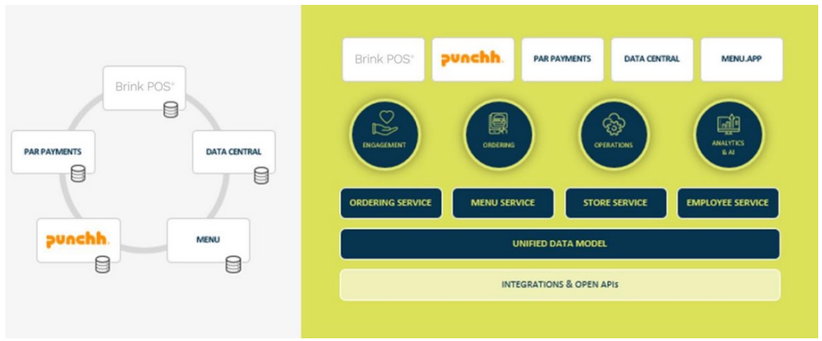
Origins indtjening er sæsonbetonet (størstedelen af indtjeningen Origins indtjening er sæsonbetonet (størstedelen af indtjeningen kommer i deres Q3 og Q4 – som er henover sommeren). Samtidig påvirker vejrforhold deres indtjening fra år til år. Denne volatile indtjening skræmmer nogle investorer væk, som udelukkende kan lide selskaber med en stabil indtjening hvert år, hvor vi hos Symmetry kigger vi på de underliggende resultater over en hel cyklus. Her mener vi, at Origin leverer stærke resultater og at aktien handles til en alt for lav multipel.



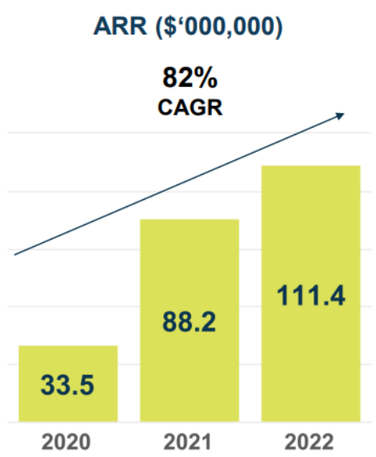
PAR Technology

Investeringscase:





Subscription Services



PAR fortsatte i 2022 med at vokse deres annual recurring revenue (ARR) med flotte vækstrater. Aktien fulgte dog ikke efter og endte med at blive næsten halveret efter en stærk performance i 2020 og 2021. Vi udnyttede markedets overreaktion til at købe op i PAR i løbet af året. Mens aktien er volatil, så er den fundamentale udvikling i selskabet stærk.

PAR har over de sidste 3 år transformeret sig via R&D og M&A til at kunne levere en "unified-commerce-platform" til både QSR (quick service restaurants) og table services. PAR har sat sig i en position, hvor de er "hjertet" af restauranternes IT-setup og hvorfra de derfra kan mersælge egne løsninger for at levere den bedste integrerede løsning samt have API løsninger med eksterne leverandører, så kunden kan optimere for deres egne behov med PAR som grundstenen.

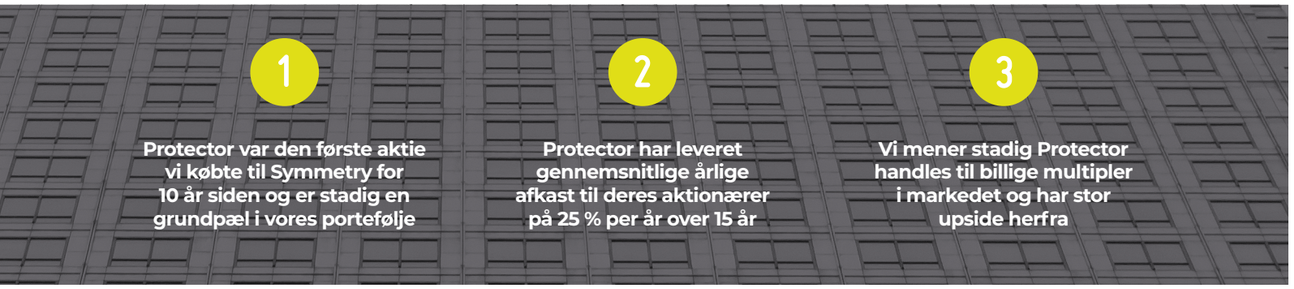
Opsummering

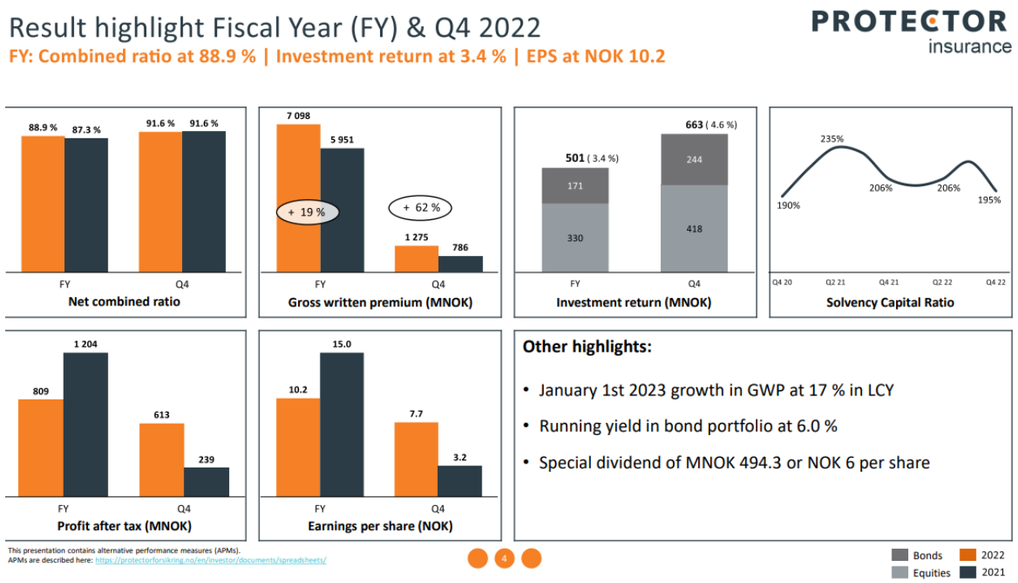
PAR er ikke en aktie, der er nem at værdiansætte. De vokser hastigt og opbygger en stærk markedsposition i et attraktivt segment. Men hvor høje marginer de kan få på sigt er svært at spå om. Vi forventer dog, at PAR kan blive større end de er i dag og kan de opnå marginer på niveau med lignende softwareselskaber - så er aktien pt. alt for billig.



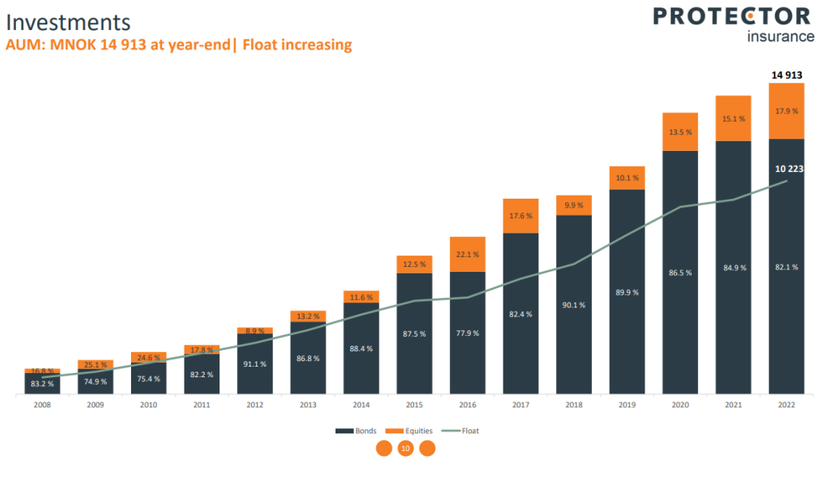
Protector Forsikring

Investeringscase:





Protector havde et godt 2022, hvor de formåede at vokse præmieindtægterne med over 20 %, samtidig med at de fastholdt en stærk combined ratio. Derudover guider de for en stærk udvikling indtil videre i 2023, hvilket lover godt for, at Protector også vil få et godt 2023. Selskabet er stadig overkapitaliseret og betaler derfor pæne løbende udbytter til aktionærerne.



Protector er vokset markant over de seneste år, hvilket har givet dem en øget investeringsportefølje til forvaltning. På grund af de stigende renter har Protector kunnet øge sin varighed på porteføljen og dermed opnå en running yield på hele 6 %. Dette skal kobles med at Dag Marius har leveret afkast på deres aktieportefølje på ca. 20 % årligt de sidste 8 år. Vi forventer, at derfor Protector fortsat vil levere stærke investeringsafkast fremover.

Opsummering

Protectors aktiekurs er steget meget de seneste års tid, hvilket måske kan skræmme nogle fra at investere (er jeg kommet for sent til festen?). Dette mener vi overhovedet ikke hos Symmetry og Protector er i dag stadig vores største position. Vi mener, at aktien handles til en P/E omkring 8 og hvis man justerer for at de stadig er overkapitaliseret nærmer vi os en P/E omkring 6 ved nuværende kurs. Når man samtidig vokser toplinen 15-25 %, så er det for os en no-brainer at eje.



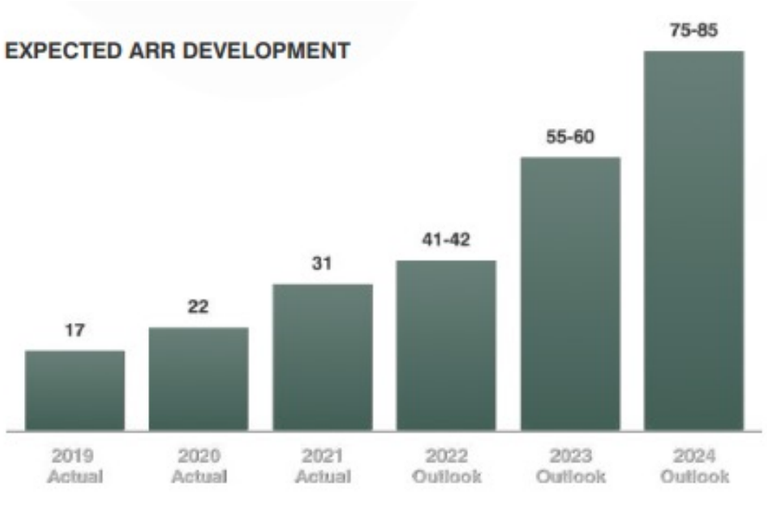
Relesys

Investeringscase:

1. Relesys har nogle af de mest attraktive unit economics vi har set fra et SAAS selskab
2. Relesys har som en af de få danske børsnoteringer leveret bedre end deres IPO estimater
3. Relesys står stærkt til at levere høj vækst i mange år fremover med en stærk ledelse bag



Relesys leverer fortsat i overensstemmelse med den plan, som fremlagde under deres IPO i december 2021. Dette er en af undtagelserne på den danske First North, hvor de fleste selskaber står i kø for at skuffe deres aktionærer med større nedjusteringer. Relesys kan dette, fordi de har et produkt der virker og skaber værdi for kunderne. Deres meget høje ARR-retention på hele 110-120 % det seneste år er et vidnesbyrd herom.



Relesys vokser hastigt (ARR 30-40 %), hvilket koster penge. Flere selskaber med højt cash burn falder ikke i god jord hos aktionærerne i øjeblikket. Hos Symmetry kigger vi dog ofte dybere på de faktiske unit economics hos selskaberne. Så længe Relesys beviser, at de kan fastholde kunderne via en høj retention og skabe mersalg (ARR-ekspansion) med høje gross profits, vil deres nuværende cash burn sikre høje fremtidige indtægter.

Opsummering

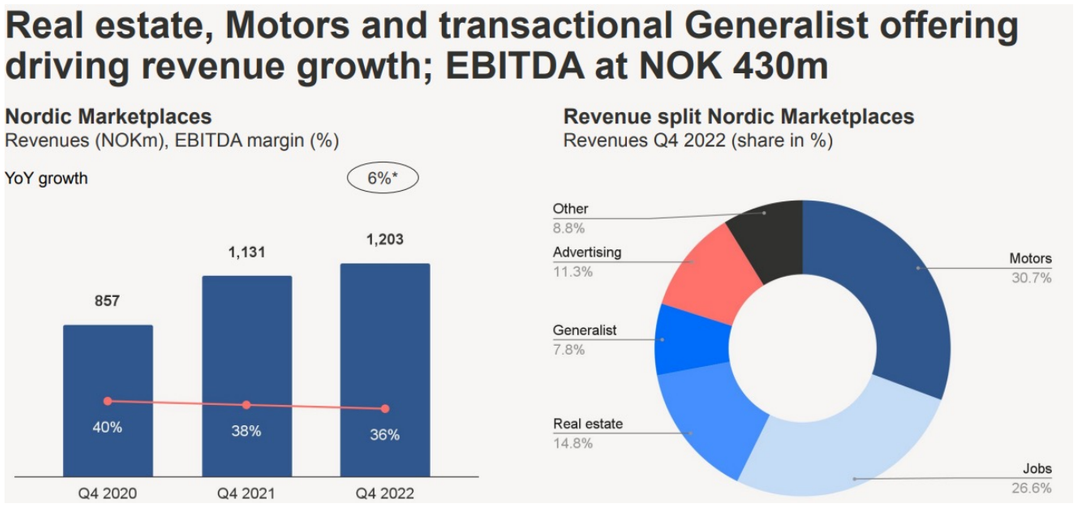
Siden deres IPO har ikke været nogen dans på roser at være aktionær i Relesys. Dette er dog ikke noget, som man kan bebrejde ledelsen for, da de har leveret på alle parametre og mere til (på trods af nogle små fejl i ansættelser og go-to-market). Relesys formåede blot at lave en IPO på toppen af "SAAS-markedet" og set i det lys, så har aktien faktisk klaret sig pænt sammenholdt med andre SAAS-forretninger. Værdiansættelsen er nu kommet så langt ned, at vi ser en god upside i casen igen.



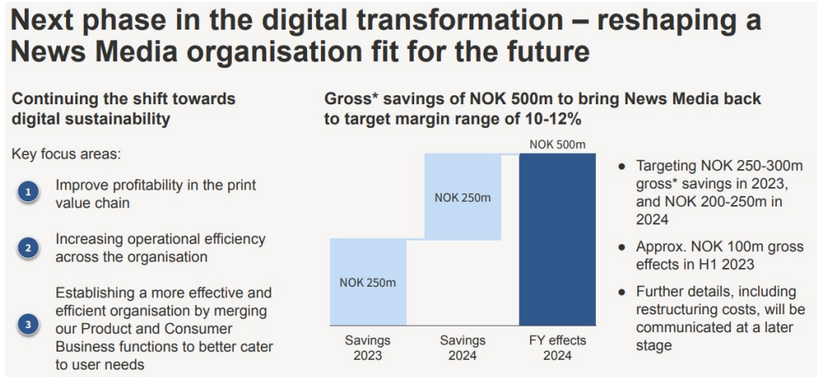
Schibsted

Investeringscase:





Schibsted ejer markedsledende positioner indenfor Job, Motor og ejendomme i hele norden. De har formået at opbygge disse stærke markedspositioner og kapitalisere herpå over de seneste par år. Da disse 2-sidede markedspladser lever af store netværkseffekter, ser vi det som næsten umuligt for nye spillere at komme ind på markedet og konkurrere mod Schibsted.



Udover deres classified forretninger ejer Schibsted også en masse nyhedsmedier, der distribueres både digitalt og via print. Indtjeningen i denne del af forretningen har været ramt som følge af højere energipriser og papirpriser samt lavere efterspørgsel efter reklamer. Schibsted har annonceret et besparelsesprogram, som skal bringe indtjeningen tilbage på sporet i 2024.

Opsummering

Schibsteds kerneforretning går godt og indtjeningen i news media vil komme tilbage i forlængelse af deres besparelsesprogram. Vi tror på, at selskabet enten vil sælge eller udlodde deres store position i Adevinta, når deres lock-up udløber i oktober 2023. Et salg eller spin-off heraf vil skabe store aktionærværdier og få den underliggende indtjening i Schibsted frem i lyset.



symmetry

Investering i balance

CVR: 35 05 64 67

aa@symmetry.dk

www.symmetry.dk