

symmetry
Investering i balance

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

Nyhedsbrev

1. halvår 2022

Formål med nyhedsbrevet:

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

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

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

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

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

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

Disclaimer:

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

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

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

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

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

Nyhedsbrev

I dette nyhedsbrev vil vi se på hvordan man forholder sig til at værdiansætte terminalværdier i pre-scale virksomheder. Samtidig vil vi gennemgå hvordan vi via aktive shorts har beskyttet vores afkast ÅTD.

Tabel: Historiske afkast i procent

I tabellen fremgår historiske afkast og nettoeksponering siden stiftelsen i 2013

%	Jan	Feb	Mar	Apr	Maj	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dec	FYTD	Avg. Net Exposure
2013						8,1			7,9			15,0	34,1	N/A
2014			3,2			10,2			2,8			17,0	36,8	N/A
2015			6,8			23,2			-13,3			5,7	20,5	76,0
2016			1,3			10,6			3,5			3,4	19,9	44,3
2017	6,2	3,2	0,7	4,0	5,1	-2,7	1,1	-2,7	0,6	3,3	-2,1	-0,7	16,8	46,5
2018	1,9	-4,5	-4,4	0,8	-0,8	-5,9	-4,5	-1,8	-0,9	-12,8	1,9	0,3	-27,7	75,2
2019	7,3	6,4	4,5	4,5	-2,4	6,3	0,5	-7,1	5,8	0,3	10,0	2,5	44,4	73,3
2020	2,0	-4,1	-37,2	22,6	14,5	10,1	1,2	9,0	-0,2	1,8	17,1	12,9	40,4	74,9
2021	9,0	8,3	8,0	5,0	0,1	-0,5	2,2	4,8	-2,7	3,9	-5,4	0,9	37,8	75,6
2022	2,0	-6,0	-2,3	-7,0	-1,0	-3,7							-16,9	71,7

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

	2022	Total	IRR
Symmetry	-16,9%	418,8%	19,3%
MSCI ACWI	-18,5%	99,3%	7,7%
Stoxx 600	-16,5%	41,5%	3,8%

Vores afkast har i første halvdel af 2022 været fornuftige uden at være prangende. Jeg kan aldrig tillade mig at være tilfreds med et tocifret tab. Dette selvom vi har outperformet de fleste relevante benchmarks og at vi ved at flere af vores konkurrenter lider mere end vi gør. Grunden til den middelmådige karakter skyldes at vores relative merafkast ikke er kommet fra en bedre stock selection. Tværtimod har vores long-book underperformet markedet. Vores relative merafkast er kommet fra en shortbog som har leveret ekstraordinært godt. Det er vel at mærke på bagkant af

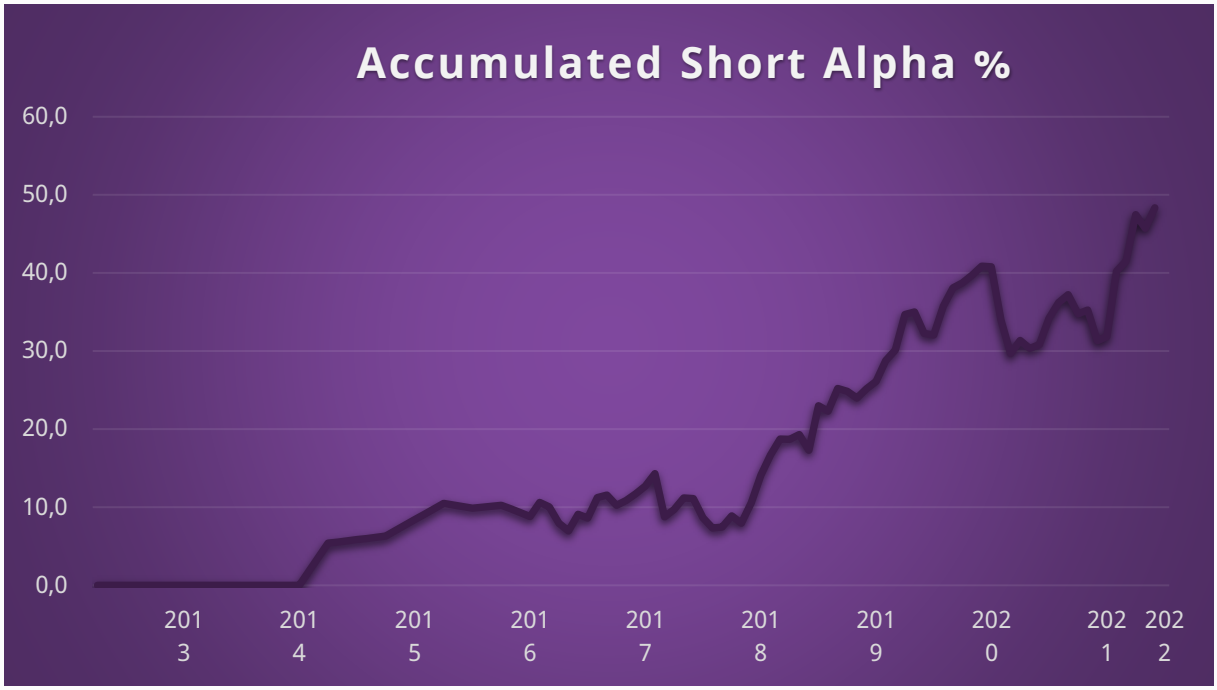
år 2021 hvor vores shorts underperformede og vores longs overperformede. Som forvaltere er det vores opgave at identificere skift i markedet. Ikke kun i individuelle aktier men også i det generelle sentiment og reagere herpå. For at levere merafkast til vores investorer over en længere årrække er det nødvendigt at vi beskytter vores kapital i downmarkeder. I den henseende er vi ok tilfreds med hvordan vi efter 3 virkeligt gode i 2019-2021 har formået at begrænse nedturen i år. På den måde positionerer vi os stærkt mod næste optur.

Shorts:

Som nævnt ovenfor er vi ikke helt tilfredse med vores performance i år på trods af at vi er foran de fleste relevante benchmarks. Dette skyldes vores lange portefølje som har underperformet markedet en del. I de første 6 måneder af 2022 har vores lange portefølje tabt 26 % af værdien. Dette er ikke en acceptabel performance selvom den skal ses i forhold til den fantastisk flotte udvikling vi har haft de seneste 3 år.

Den eneste årsag til at vores samlede afkast alligevel har performet tilfredsstillende har været en forrygende performance fra vores short positioner. Som vi skrev i vores årsbrev for FY21 var sidste år et svært år at have short positioner.

Vi viste nedenstående graf i vores FY21 årsbrev. Spoler vi et halvt år længere frem ser grafen sådan ud:



Vi har i de første 6 måneder af 2022 haft en fantastisk performance på shortsiden. I gennemsnit er vores shorts faldet med 37 % ÅTD hvilket er 18,5 % ren alpha målt i forhold til verdensmarkedet

der er faldet med 18,5%. Det har været en af de bedste perioder for fundamentale short positioner i de sidste 10 år. Dårlige selskaber er faldet +50 % og flere Covid-vindere ligeså. Vores short bog er i dag mindre end i starten af året. Vi finder stadig attraktive ideer i markedet, men er mere påpasselig med størrelsen på positionerne for at kunne styre risikoen ved et større rebound i markedet.

Dette er dog ikke hele historien om vores hedges. I løbet af 2021 arbejde vi løbende på at etablere hedges mod flere af de største idiosynkratiske risici i vores portefølje: herunder markedsrisici, renterisici og inflationsrisici. Vi har på den baggrund profiteret fra short positioner i lange 20-årige amerikanske statsobligationer, lange positioner i råvarer, shorts i HY-kreditobligationer og put optioner på Nasdaq for at tage nogle konkrete eksempler. Vi har gradvist nedbragt både shorts og hedges og allokeret midler til vores bedste longs.

Terminal value risk in pre-scale investments

Noget jeg er begyndt at forstå bedre og sætte mere pris på over de seneste 12 måneder er hvor svært det er at værdiansætte terminalværdier. Herunder især at vurdere om virksomheder overhovedet har en terminalværdi. Vi har set virksomheder som Carvana der er gået fra at skulle værdiansættes til 20-30x 2025 EBIT-multipler, til at markedet pludselig slår tvivl om Carvana overhovedet eksisterer i 2025. Vi har også følt dette på egen krop med vores investering i Naked Wines. På et tidspunkt snakkede de fleste om hvor stor en bid af markedet Naked ville vinde, for derefter at se aktien dykke 50 % på 2 dage, fordi fokus pludselig ændrede sig til om de overhovedet ville overleve.

Der har været en stor mængde virksomheder der gav underskud fordi "de investerede i vækst". Men nu hvor væksten er forsvundet er underskuddene ikke forsvundet. De er blot blevet forværret. For det første har mange af disse virksomheder aldrig haft gode unit economics og dermed aldrig haft en vej til profitabilitet. Og for det andet har disse selskaber ofte ledelser der aldrig har prøvet andet end at brænde penge af. Det kræver bare et markant andet "mindset" at skulle fyre folk og lave aktietilbagekøb ifht. at ansætte folk og rejse penge. Kun meget få CEO's kan begge dele.

Mens vi ikke vil udelukke i fremtiden at investere i selskaber der endnu ikke har færdigbygget sin moat, vil vi være mere påpasselige med den risikomultipel vi anvender i disse tilfælde. Symmetry har haft flere meget succesfulde pre-scale investeringer. Da vi investerede første gang i JDC Group havde de kun lige vundet den første aftale med Provinzial og var ca. breakeven på EBIT-niveau. I dag er de ved at udrulle aftaler med de største distributører rundt omkring i hele Tyskland mens deres marginer ekspanderer markant. Deres moat er hastigt ved at blive bygget, hvorved man kan

begynde at placere en højere multipel på terminalværdien. Det samme var tilfældet da vi investerede i Franklin Covey. FC var tidlig i deres transition til All Access Pass og gav kun et mindre positivt cash flow i perioden. Over de seneste år er free cash flow mangedoblet og FC har bygget en stærk moat op omkring AAP som vi mener fortjener en høj multipel.

Der findes mange forretningsmodeller der kan fortjene at handles til høje multipler hvis de vinder deres potentielle marked og bygger en stærk moat omkring deres virksomhed. Men vi har også alle lært over de seneste 12 måneder at det desværre kun er en mindre del af virksomhederne der ender med i sidste ende at bygge denne moat. Selvom vi altid vil arbejde hårdt på at finde de virksomheder som vil opnå dette, har vi også indset at man bliver nødt til at have mere respekt for den variabilitet der er i udfaldene. Vi har derfor valgt internt at anvende meget lave exit multipler i pre-scale investeringer og derfra langsomt tage multiplerne op i takt med at virksomhederne beviser sig selv.

Heldigvis for Symmetry har vi altid haft et forholdsvis stort fokus på værdiansættelsen af virksomheder og prøvet at undgå at betale for meget. I retrospekt har der været enkelte tilfælde hvor dette ikke var tilfældet, men heldigvis for os har det været i mindre positioner. Vores største positioner vokser hastigt, men i modsætning til mange af 2020/2021 aktiedarlings er vores aktier profitable og handles til billige multipler. Vi vil gå igennem nogle af disse nedenfor:

Porteføljeopdatering:

På trods af at det har været et volatilt aktieår indtil videre har aktiviteten i vores portefølje i al væsentlig ikke været særlig dramatisk. Vi har udnyttet ubalancer i markedet til at optimere porteføljen og rebalancere den, men i det store og hele tror vi stadig på de aktier vi gik ind i året med. Som nævnt tidligere var der mere aktivitet på shortsiden hvor vi profiterede på en masse ”broken stories”.

På lang siden valgte vi at sælge vores aktier i Kindred samtidig med at vi både købte og solgte TPL og GLRE. Herudover er vi i gang med at købe en ny interessant aktie som vi håber at kunne fortælle mere om senere på året.

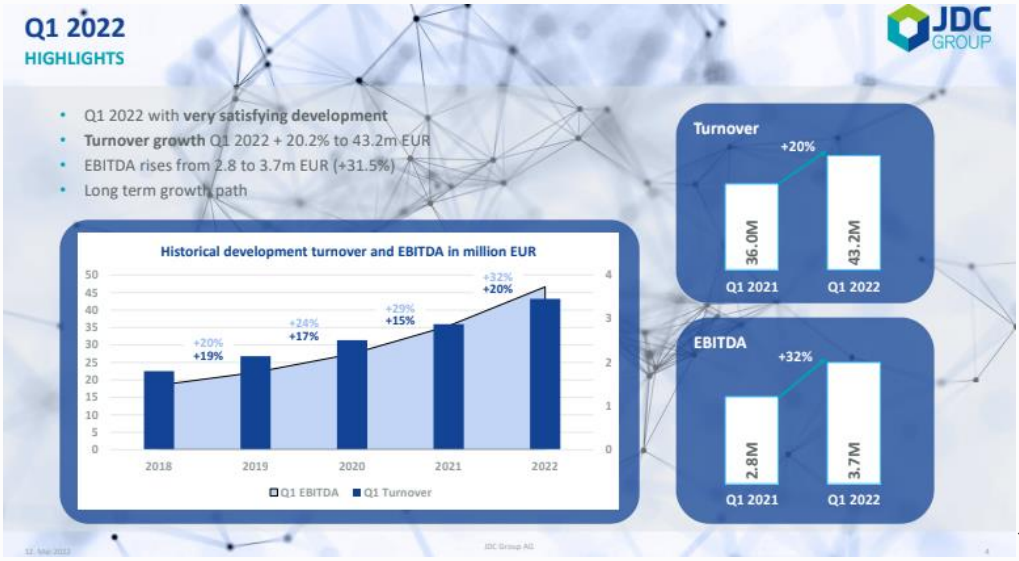
Vores salg af Kindred var begrundet af at vi ville nedbringe eksponering mod gambling sektoren samtidigt med at Kindred stod foran større investeringer i Holland og USA hvor vi var usikre på afkastet.

TPL og GLRE endte med at blive mere kortvarige investeringer end vi normalt laver hos Symmetry. I begge tilfælde primært som følge af at aktierne leverede et betydeligt merafkast til de øvrige

aktier vi har og vi derfor valgte at allokere midlerne til mere attraktive ideer. For TPL var vi også bekymrede over at aktien havde spurtet forud for olie&gas udviklingen. For GLRE var vi negativt påvirket at et møde med selskabets ledelse hvor de (selv efter at vi pressede dem flere gange) ikke kunne give en klar plan for hvordan deres ROE skulle komme op på attraktive niveauer.

For resten af porteføljen performer vores selskaber stadig godt på trods af aktiekurser der i flere tilfælde ikke har reageret positivt.

JDC Group leverede det bedste Q1 resultat i selskabets historie med 20 % omsætningsvækst og 32 % EBITDA vækst. JDC fortsatte dermed sin flotte stime af gode resultater. Dette vel at mærke uden at flere af deres nye større aftaler er begyndt at bidrage endnu.



[1]

JDC fortsatte også i H1 med at vinde nye aftaler med nye partnere som over de kommende år vil bidrage væsentligt til væksten i både omsætningen og indtjeningen. En anden væsentlig nyhed var at selskabet iværksatte et tilbagekøb af egne aktier. Som deres CFO sagde: "når vi guider en EBITDA vækst på +33 % YoY og vores aktie er faldet 20 % YoY giver det perfekt mening for os at udnytte denne mulighed". Ovenstående er grunden til at vi foretrækker at investere sammen med "owner operators". De tænker på aktionærerne fordi de selv er store aktionærer.

JDC annoncerede herudover i fredags indgåelsen af et nyt JV sammen med Bain og Canada Life. Vi tror slet ikke markedet har forstået hvor betydeligt dette kan blive for JDC. Bain og Canada Life vil komme med størstedelen af kapitalen til dette JV mens JDC stadig vil have hele omsætningen kørende igennem deres teknologiplatform. De vil dermed kunne tage et cut af hele omsætningen

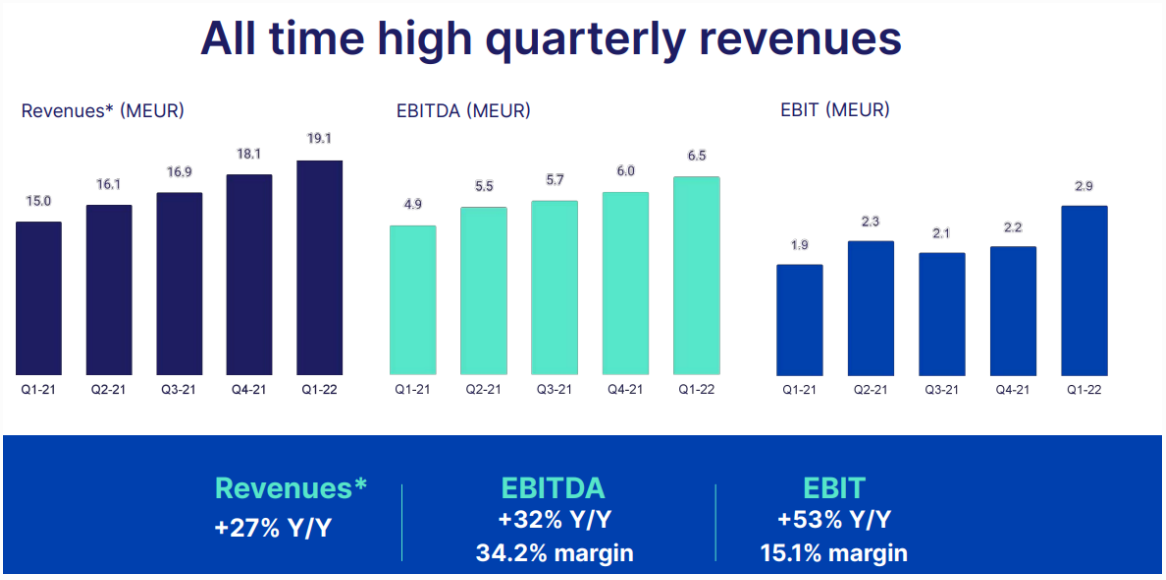
[1] JDC Group Q1 results

før deres eventuelle JV-andel. Hvis Bain og Canada Life vælger en aggressiv tilgang til opkøb i dette JV kan det ultimativt ende med et blive en gigantisk ekstra aftale for JDC.

JDC kan optisk set dyr ud med en P/E omkring 50. Borer man længere ned kan man se at de har høje afskrivninger på immaterielle aktiver og negativ working capital. Deres EBITDA/FCF conversion har de sidste par året været +80 %. Baseret på en FCF multipel handles aktien nærmere omkring 25x. For nogle kan det stadig virke dyrt, men det er her igen værd at bemærke at selskabet er "pre-scale". EBITDA marginen er 7 % sammenholdt med ledelsens længere målsætning om 14 %. Sagt på en anden måde køber man aktien i dag til en FCF multipel på 12-13x mature margins. Dette på trods af at JDC-ledelsen forventer en årlig omsætningsvækst på +20 % årligt i mange år fremover.

Protector Forsikring fortsatte med at levere stærke resultater i et udfordrende marked. Selskabet har formået at vælte prisstigninger/inflation over på kunderne og fastholde en god vækst og indtjening. På investeringssiden har de leveret et markant merafkast ÅTD ifht. både aktie- og obligationsmarkedet. CIO Dag Marius må være som et barn i en slikbutik i øjeblikket, hvor han har mulighed for at købe både HY-obligationer og aktier til attraktive multipler, hvilket vil sikre Protector stærke investeringsresultater over de kommende år.

Gaming Innovation Group fortsatte deres fantastiske udvikling med et nyt ATH-kvartal. Samtidig leverede de en stærk trading update for april 2022 hvilket indikerer at de er kommet godt i gang med andet kvartal også.



Vi finder stadigvæk værdiansættelsen af GIG helt hen i skoven. Baseret på vores estimater handles GiG til ca. 4x FY23 EBITDA og ca. 5x FY23 FCF. En 20 % FCF yield for en virksomhed der vokser organisk +20 % samt er asset light er selv i disse markeder alt for billigt.

Epsilon Net havde et vanvittigt stærkt Q1 regnskab med 75 % vækst heraf over 50 % organisk:

Basic Financial Figures of 01/01/2022 – 31/03/2022:

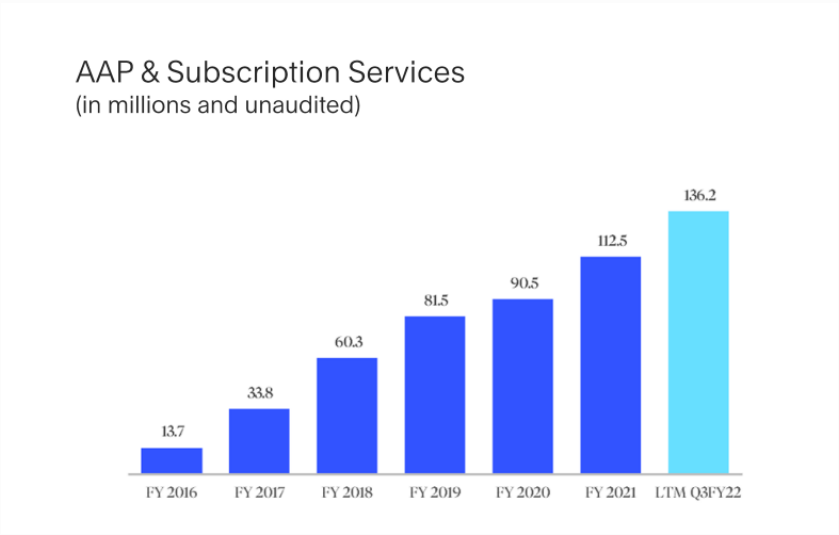
GROUP FINANCIAL FIGURES (in thousand €)	01/01/2022-31/03/2022	01/01/2021-31/03/2021	%
Revenue	14,133.76	8,067.73	**75.19%**
EBITDA	4,719.12	2,689.31	**75.48%**
Earnings before Taxes	4,029.75	2,235.49	**80.26%**

[2]

Epsilon er i gang med at digitalisere det græske marked for små og mellemstore virksomheder. De er stadig på et tidligt stadie og har dermed mange års høj vækst foran dem. Samtidig formår ledelsen at lave attraktive opkøb uden at skulle udstede nye aktier. På trods af denne favorable situation kan man stadig købe Epsilon i markedet til 10-12x indtjeningen.

[2] Epsilon Net Q1 2022 results

Franklin Covey rapporterede deres Q3 regnskab (frem til 31/5) den sidste dag i kvartalet. FC fortsætter bare med at levere fremragende resultater og markedet valgte også at tage godt imod regnskabet og sende aktien op 22%.



FC handles stadig til kun til ca. 15x vores 2023 FCF-estimater og kun 8x vores 2025 estimater. Samtidig er FC nu gået i gang med at udnytte den billige aktiekurs til at købe egne aktier op. De formåede at tilbagekøbe 3 % af de udestående aktier i kvartalet. FC er i dag vores største position og vi mener aktien bør være med end 100 $ værd.

Også Naked Wines rapporterede deres FY22 regnskab (frem til 31/3) i sidste uge. Naked Wines har været vores klart dårligste investering dette år. Selvom vi havde forventet et dårligt regnskab og guidance (og delvist hedget dette via shorts i andre selskaber indenfor e-commerce) er vi stadig overrasket over deres guidance og aktiens reaktion på regnskabet. Deres guidance for FY23 var under forventningerne men ikke i nærheden af noget der kan forklare et aktiefald på 60 %. Det store fald i aktien stammer således primært fra en going concern bemærkning i selskabets regnskab såsom:

> *The Board has also reviewed the potential impact of other reasonably plausible downside scenarios. In particular, should Repeat sales show a progressive deterioration versus our expectations (-5% in Q2, -7.5% in Q3, -10% in Q4 of FY23 and -10% in Q1 of FY24), cash reserves would be further reduced. If no management actions were taken, additional sources of funding would be required in Q4 of FY23 and Q1 of FY24.*
>
> *A downside scenario resulting in a 7.5% to 20% sensitivity against the base case forecast for Repeat Customer sales could result in a breach of this covenant. When taking into account*

actual trading results to date which are below forecast, a downside scenario of 3.7% against forecast would result in a breach of this covenant at June 2022 and as a result of the sensitivity in the downside scenario, management have identified a material uncertainty on meeting this covenant[3]

Kommentarer som disse er selvfølgelig med til at få folk til at panikke fuldstændig fordi det nærmest får det til at lyde som om de er ved at gå på røven. Ledelsen forklarer på deres conference call det nærmest som en *"teknisk formulering der ikke har noget med virkeligheden at gøre"*. Forvirringen er total. Nedenfor kan findes nogle udvalgte kommentarer fra ledelsen:

"Yes, happy to talk directly to that, Mark. I think the first thing that's important to say is the accounts have signed off on a going concern basis and the management team were very confident that's the appropriate situation for them. In the real world, we've got a strong balance sheet to end the year with GBP 40 million of cash. And as you see, the business, profitable in FY '22 in terms of the main trading operations of the business has been kind of positive or cash neutral over the course of the last 2 to 3 years. So we've got a good amount of cash.

Our operations don't burn through that cash. Really what the flag raised in the audit process says is if you apply a severe downside scenario, which it's important and prudent as lot of audit work to do and if we didn't choose to trade the business any differently, and we've got lots of levers we could pull. And if under that scenario, we no longer had access to any borrowing, then we could have -- that's where the disclosure comes from. I think that's 2 or 3 hypotheticals on top of each other. I think in the real world, we're confident about the level of funding we have in the business and that we have appropriate funding to deliver our plan."

"We had -- so there's nothing exceptional to kind of call out there. And as I say, it's a case of Deloitte really just prudently doing their work as auditors and saying, we should apply some severe downside tests, and that's an appropriate thing to do at a time where, obviously, there is a degree of macroeconomic uncertainty. But I think ultimately, Naked is well positioned to look for opportunity in that type of environment. So obviously, no one enjoys going through the technical process of audit review. But in the real-world context, and I feel very confident about where Naked is and the fact that we're well positioned to deliver on a year of looking for responsible growth."

And on top of that, we talked about expecting to manage the business to a breakeven adjusted EBITDA, which is something that we -- is also explicit in the guidance that we provided today. So I think as we talked about -- the technical point here, I think, that's being made is there's a number of confluence of ifs -- if/then statements that would get to that. So if the performance was worse than expected, if we didn't trade the business differently as a result of that, if we didn't do anything additional to conserve cash, in that case, we're reliant on the loan and like most credit facilities, there are financial covenants in the credit facility. So...

Yes, I think that's important. And look, I think a really important issue for us to spend a bit of time reflecting on because I know it will attract ton of questions. I'm sure lots of people on the call have got questions. Look, things were being clear about here are, number one, we don't have a plan that is reliant on us using external borrowing, but we thought it was prudent to put a little bit more flexibility into the balance sheet; number two, we don't think we're going to have any problems with the covenant on that loan, but under a downside scenario, we could have problems. That's a technical point that's being raised.

Directly to your point, Brad, we're not stating or guiding here that there's a likelihood or an intent of us as a management team to raise capital in the fourth quarter. Nearly what our auditors are saying is were there to be a severe deterioration in the business and were we not to take measures to address that and were we not have recourse to this loan, then we would have a requirement for capital. So I think another way of thinking about it really simply is not only did the business generate profit last year, but you see it generate materially higher levels of standstill profitability.

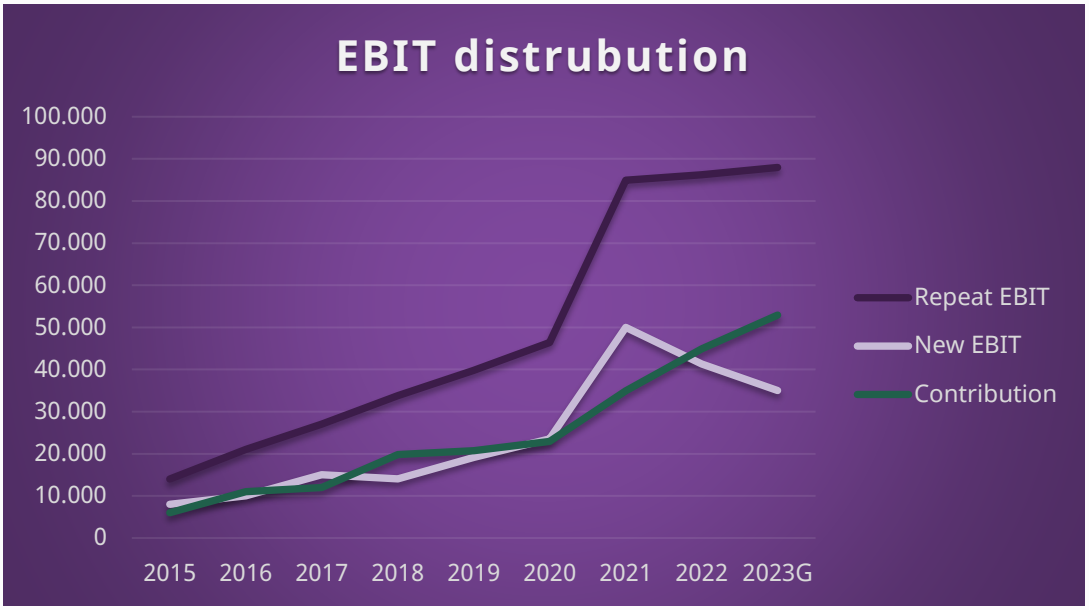
And what that shows is we have a lot of choices in this business, we can get to a number of different P&L outlooks of the end of the year. We could deliver materially higher short-term profitability were we so minded or if we needed to. So there's a lot of optionality in the business. There's a lot of discretionary expense, whether that's discretionary marketing expense or SG&A expense that we could unwind out of the business were it to be necessary. So I think that's really important. Ultimately, what we've got here is a technical challenge, which says, hey, if you layer a few hypotheticals on top of each other and you don't change your actions, then you have some requirements.

To be very clear, were we to see materially deteriorating consumer behavior and were that to impact our generation of contribution in the way it's highlighted in a severe downside scenario, we would trade the business differently such that we wouldn't have this requirement. So I think it's important to spend a bit of time on that, and thank you very much for the question, Brad" [4]

[3] Naked Wines FY22 results announcement
[4] Naked Wines FY22 conference call

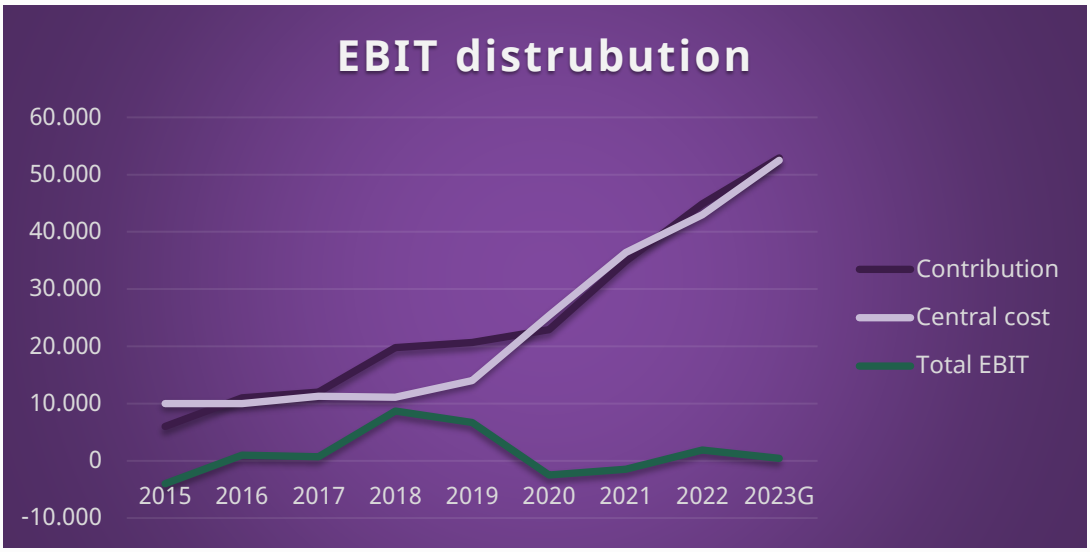
Hvor står vi så henne i dag? Vi har stadig ikke taget nogen beslutning omkring hvad vi syntes ud fra dette niveau. For os at se var going concern beskrivelsen ikke det største problem. Jeg har meget svært ved at se dem få et cash problem medmindre der var et direkte bank-run på dem (angels der vil have penge tilbage).

For os var det største issue deres guidance omkring deres faste omkostninger. Hvis man ser på deres underliggende forretning følger den faktisk hvad ledelsen siger. At de i perioder kan køre deres investeringer (new EBIT) ned hvilket ikke vil ramme repeat EBIT på den korte bane og dermed lede til højere contribution profits.



Som man kan se ovenfor guider selskabet faktisk med en contribution profit på over 50 millioner £, hvilket vil være en klar ATH. Deres eksisterende kunder er stadig meget loyale og har dermed en

stor værdi. Det store problem ved deres guidance er deres vanvittige investeringer i "faste omkostninger".



Ledelsen har altid sagt at de med tiden kan skalere de faste omkostninger og dermed opnå en høj standstill EBIT. Dette argument er med deres seneste guidance løbet totalt ud i sandet. Alle markedsdeltagere tror ikke længere på at deres "faste omkostninger" overhovedet er faste. Og hvis ikke de er det har Naked ikke nogen vej til nogensinde at blive en profitabel forretning.

Bare siden 2020 har selskabet vokset deres faste omkostninger med 130 %, hvilket skal sammenholdes med at de kun har øget indtægterne fra faste kunder med 91%.

Vi forstår på ledelsen at de mener de har en masse muligheder for at investere i og gøre forretningen bedre og derfor prioriterer dette fremfor at skabe overskud. Vi mener dog at en ansvarlig ledelse også ville skele til selskabets aktiekurs. Ville aktietilbagekøb eksempelvis skabe et højere ROI fremfor eksempelvis at ansætte flere folk?

Afslutningen på denne case er stadigvæk usikker. Vi vil holde jer investorer opdateret i de månedlige rapporteringer skulle vi ændre vores holdning til casen.

Konklusion:

2022 har været et ualmindeligt svært år at være investor. Ikke kun for aktieinvestorer men i særdeleshed også for obligationsfonde. Mens der er flere ting vi kunne have gjort anderledes og bedre er vi i sidste ende glade for delvist at have beskyttet investorernes kapital mod de værste fald vi har set i aktiemarkedet i 15 år. For at opnå merafkast på den lange bane er man nødt til at overleve på den korte bane. I 2022 har vi har fået et par skrammer men ingen livstruende sår. Vi er

klar til at udnytte de muligheder der opstår i markedet. Med en lav brutto- og nettoeksponering har vi masser af krudt tørt til at kunne investere i attraktive muligheder i takt med at de opstår.