

Årsbrev til aktionærer 2013:

Kære alle aktionærer i Symmetry Holding ApS (Symmetry).

2013 har været et begivenhedsrigt år, som det første i selskabets historie. Det første regnskabsår dækker over perioden 8/3 2013 – 31/12 2013.

Indre værdi pr. aktie er vokset fra 10 kr. til 12,56 kr. hvilket svarer til et afkast på 25,6 %. Til sammenligning steg vores Benchmark MSCI World indekset med 13,66 %. Vi har dermed i indeværende år slået indexet med 11,94 %.

	Symmetry:	MSCI World	Forskel:	10.000(Symmetry)	10.000 (MSCI World)
2013	25,60%	13,66%	11,94%	12.560	11.366

Det er vores langsigtede mål at vores benchmark med 5-10 % om året i gennemsnit.

I samme periode er vi vokset fra 1 aktionær ved stiftelsen til 31/12 2013 at være 6 aktionærer med flere på vej. Den øgede aktionærbase indikerer en god tro på, at de tiltag og metoder vi arbejder efter anses for attraktive.

Vores filosofi:

Da dette er det første regnskabsår må det være passende med en beskrivelse af Symmetrys investeringsfilosofi. Vi er valuebaseret og har dermed et mål om at finde billige, underanalyserede, undervurderede selskaber. Vores investeringer foregår primært igennem køb af aktier, men der anvendes også forskellige finansielle kontrakter til at optimere resultatet, herunder CFD-kontrakter og optionskontrakter.

Alt for ofte oplever jeg privatinvestorer der tænker ultra kortsigtet i deres investeringstankegang. Dette skyldes primært at investorer har det med at blive forført af muligheden for kortsigtet profit, i forhold til det lange seje trak. Hos Symmetry har vi ingen fast investeringshorisont på vores aktier, men foretrækker at eje disse for evigt, hvis selskaberne i øvrigt leverer varen. Vi køber undervurderede aktier og sælger overvurderede aktier. Investorer har det med at blive fristet til at sælge aktier der er steget nogle få procent, fordi de har en fornemmelse af at de kan genkøbe aktien på et billigere niveau. Men i de fleste tilfælde viser det sig at være forkert, der sælges gode aktier som fortsætter med at stige. Omvendt har investorer en tendens til at købe yderligere op i faldende aktier der viste sig at være fejlanalyseret, samtidig med at de paniksælger de faldende aktier som ikke var fejlanalyseret. Hvorfor? Fordi uvisheden er investorerens værste fjende. Falder en aktie uden grund bliver folk bange for at nogle ved noget negativt som de ikke ved. Warren Buffett sagde: "Be fearful when others are greedy, and greedy when others are fearful".

Når vi køber aktier ser vi ikke det som at købe et stykke papir der kan sælges igen. Når vi køber en aktie køber vi en del af en eksisterende virksomhed og en del i dennes indtjening. Fuldstændig ligesom hvis vi købte 100 % af en virksomhed og drev denne som et fuldt ejet datterselskab. På samme måde analyserer vi et selskab når vi køber, eksempelvis 0,5 % af et selskab på fondsbørsen. Køber vi eksempelvis en Novo Nordisk aktie til 900 kr. stykket der har en indtjening pr. aktie på 20 kr. ser vi de 20 kr. som det afkast vi får. Dette er uafhængigt at om Novo aktien falder til 800 kr. eller stiger til 1.000 kr. Det er de 20 kr. eller 2,2% af købskursen som er det afkast vi får.

Vores langsigtede målsætning er at øge den underliggende indtjening vi har med minimum 15 % årligt. Og det er dette i som aktionærer bør holde os op på. Kan vi klare dette mål vil vores investeringsafkast også stigende tilsvarende, dog med langt større udsving år efter år.

Vi ser det som vigtigt at vi hvert år (og i løbende markedsupdates) giver et ærligt billede af hvordan selskabet klarer sig, beskriver vores positioner og inddrømmer fejl. Åbenhed er altafgørende. Vi laver ved hver årsafslutning en længere beskrivelse af vores positioner, vores syn på markedet, vores finansiering, risiko mv. Herudover diskuterer vi i løbet af året i updates hvis vi køber eller sælger større positioner i nye aktier samt kommer på updates på regnskaberne i de aktier vi allerede er investeret i.

Markedsudvikling:

2013 var et godt år for aktiemarkedet generelt med stigende aktiekurser på over 20 % for de fleste indeks rundt omkring i verden. Diverse centralbanker har fortsat deres meget lempelige pengepolitik med at printe nye penge som de smider ud i markedet.

Som investor er det vigtigt at være inde i markedet når det stiger i et niveau som det har gjort i 2013. Samtidig skal man dog også huske løbende at positionere sig, så man er klar til korrektioner og nedture på markedet. Symmetry har i år tabt penge på sikringskontrakter. Dette er penge der ikke er sjove at tabe, men samtidig er det nødvendigt at foretage disse sikringer. Vi sover godt om natten med dem og ved vi også er her i morgen. Samtidig har vi vist at vi kan lave gode resultater og slå indekset selv med besiddelse af sikringskontrakter mod aktiefald.

Ved at investere i undervurdere aktier, aktier med høje udbytter mv. har man en god måde at risikominimere sine investeringer. Det skyldes simpelthen at value aktier og udbytteaktier klarer sig langt bedre end øvrige aktier i krisetider.

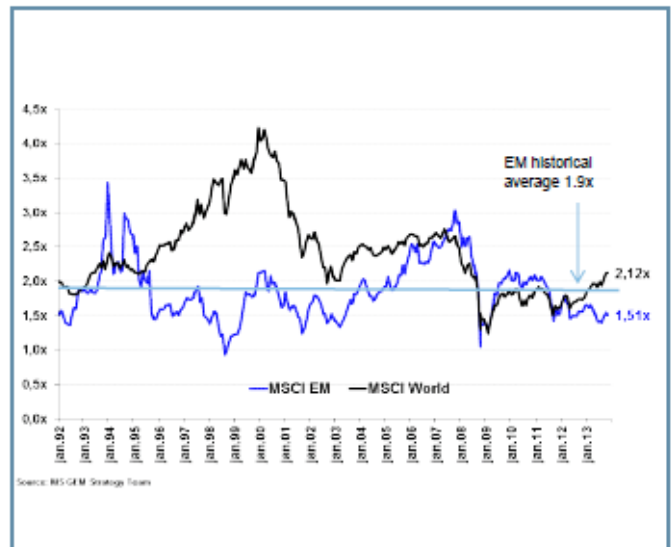
Vi vil ikke spå om aktiemarkedet. Vi kan ikke forudsige hvad markedet vil gøre i fremtiden, og vi mener heller ikke at andre kan forudsige dette. Vi køber indtjeningen aktien giver, ikke kursbevægelsen aktien laver. Det er vigtigt at forstå. Over lang tid vil de to nemlig ofte følge hinanden. Kortsigtet kan de bevæge sig helt anderledes, det er det vi lever af.

Det eneste man som investor derfor kan gøre er, at styre sin risikoprofil rigtigt og foretage langsigtede investeringer. Så længe man ikke kommer til at sælge på bunden og købe på toppen men hele tiden køber selskaber der er bedre og billigere end markedet generelt kan leve af at de selskaber gerne skulle falde mindre når det går nedad og stige mere når det går opad.

Trailing P/E



P/B



Ser man på ovenstående figur kan udviklingen i P/E og P/B for MSCI world og emerging markets ses. Som det kan ses, handles Emerging markets aktier noget under dets historiske P/E og P/B ratioer. Samtidig kan man se at spændet mellem developed markets og emerging markets er det største det har været siden 2004. Emerging markets aktier har altså aldrig været billigere relativt til developed markets i de sidste 10 år. Dette er en af grundene til at vi i vores portefølje har en del Emerging Markets aktier.

Kigger man på både DM og EM som helhed i forhold til tidligere tiders niveauer kan man se, at på trods af de meget stigende aktier vi har haft især 2012 og 2013 er aktierne stadig ikke voldsomt dyre i forhold til de historiske værdiansættelser. Man skal dog huske at inflation og renter også er lavere så den relative forskel er ikke så stor som grafen viser. Man kan samtidig se at DM er ved at nå samme prisfastsættelse som før finanskrisen slog ind, hvorimod at EM stadig er noget billigere end toppen i 2008. Alt i alt burde der ud fra et markosynspunkt ikke være udsigter til hverken voldsomme stigninger eller voldsomme fald det kommende år, samtidig må det forventes at EM kan lukke lidt at gabet op til DM.

Øvrige handler i året:

I løbet af året har vi haft investeringer i aktier som vi ikke ejer nogen aktier af på statusdagen. Vi har haft succes med en investering i Brdr. AO Johansen (AOJ) som har givet os et afkast på ca. 25 %. Vi valgte dog efter 3. kvartalsregnskabet at sælge vores aktier i AOJ da pengestrømmene fra driften var negative. Herudover var aktien i kurs 1400 handlet tæt på indre værdi og en P/E omkring 9 stykker. Vi vil afvente udmeldinger omkring anvendelse af selskabets kapital til udbytte- og eller aktietilbagekøb før vi genovervejer at købe AOJ. Herudover har vi i året tjent ca. 50 % på at investere i Herbalife (HLF) aktier. Herbalife har i løbet af året været offer for massiv mediedebat pga. et stort shortangreb fra en hedgefond manager mens andre hedgefond managere er gået lang i aktien. Vi kan ikke vurdere om selskabet er en pyramideopbygning eller et legitimt selskab. Vi valgte at tage en position i aktien på grund af den lave værdiansættelse og solgte da aktien kom op i midt 60'erne. Aktien er stadig ikke voldsomt dyr, men vi anser den dog ikke for attraktiv i forhold til risikoen pt.

Vores bedste investering i løbet af året var dog en investering i SP Group som vi byggede op omkring kurs 110 for at sælge dem med et afkast på 100 % i kurs 220 ca. Netop denne handel er et skoleeksempel på hvad vi gerne vil gøre hos Symmetry. Omvendt er tidshorizonten vi har været inde i SPG noget mere kort

end vi helst ser, hvilket dog skyldes den store stigning i aktiekursen og muligheden for at vi kan placere vores penge bedre andre steder. SPG var da vi købte aktien prisfast til omkring indre værdi samt til en P/E omkring 6-7 stykker. SPG er et unikt dansk selskab efter vores mening, og et selskab vi vil holde løbende øje med da vi godt kunne se os gå tilbage i aktien hvis prisfastsættelsen igen bliver mere attraktiv. EPS ventes i år at stige omkring 25 % og da aktien steg 100 % begyndte aktien at blive handlet over P/E 10 og K/I over 1,5. Dette var det mål vi satte os da vi startede vores investering. Det er dog vigtigt at nævne at vi fordi vi har solgt ser vi ikke SPG som en dårlig aktie eller for den sags skyld en aktie som vil falde i fremtiden. Det er bare vigtigt at holde sig til sin strategi og ikke blive i en aktie når man mener den er fair værdisat i forhold til fremtidsperspektiverne.

Herudover har vi i løbet af året foretaget handler i Genmab, Questcor Pharmaceuticals og Spectrum Pharmaceuticals. Vi vil nok også i de kommende år foretage handler i begge selskaber. Det er dog risikable biotekselskaber som vi ikke vil tage store langsigtede positioner i.

Dårlige handler:

Som jeg skrev, er åbenhed og transparens det vigtigste for Symmetry i forhold til dets aktionærer. Lige såvel som gode handler beskrives er det endnu vigtigere at være åben overfor hvad der ikke er gået som det burde.

I løbet af året har jeg i den grad fejlvurderet Australiens økonomi. Jeg troede midt på året at Australien var inde i en genopretningsfase. Jeg har dog måttet indse at dette har taget længere tid end først forventet. Symmetry har derfor måttet tage et tab på to australske investeringer. Den første investering er et realiseret tab på ca. 15 % i Codan plc. Et australsk industriselskab der producerer satellitstyr og metaldetektorer. Efter en dårlig guidance for regnskabsåret 2014 valgte vi at sælge vores aktier i Codan med et tab, hvilket har vist sig at være en god beslutning da aktien efterfølgende er faldet endnu mere.

Det er en vigtig strategi for Symmetry at være villige til at tage et tab når vi indser at vores position var forkert. Vi går ikke ind for at sælge aktier bare fordi de falder uden nyheder. Dette gør efter vores opfattelse bare aktierne billigere. Men i ovenstående tilfælde var der tale om en negativ guidance som vi valgte at sælge på.

En anden og dårlige investering i løbet af 2013 var vores investering i det australske entreprenørselskab Forge Group plc. Entreprenørbranchen er kendt for meget lave marginer og et stort prispres ved udbudsrunder. Forge Group har igennem de sidste 5-6 år til gengæld været garant for stabilitet, samt god vækst på såvel top linje som bundlinje samt høje stigende udbytter. Da aktien var lavt værdisat og vi troede på en genopretning i Australisk økonomi tog vi derfor en position heri. Vi måtte dog i slutningen af året erkende at dette var en fejl. Vi solgte således aktien med ca. 75 % tab (65-70 % tab inklusive modtaget udbytte). I forbindelse med opkøbet af et datterselskab havde Forge påtaget sig to opgaver på at bygge power stationer i Australien. Disse opgaver førte til store ekstraordinære tab som vil skade den samlede indtjening for Forge Group. Et tab i sådan en størrelse er aldrig nogen sjov ting, men omvendt er det en del af det at foretage investeringer, det vigtigste er at lære af begivenheder, være åbne omkring dem og huske diversificeringen. Således har Symmetry i 2013 haft et flot år og overgået SP500 indekset på trods af de to ovenstående handler.

For de to ovenstående selskaber er situationen at vi stadig følger begge fra sidelinjen. Vi vil dog afvente at stabiliteten i regnskaberne genoprettes da dette er en vigtig faktor for Symmetry. Tilbage til de gode nyheder.

Investeringer:

Nedenfor ses en oversigt over vores portefølje pr. 31/12 2013:

Portefølje:	Land:	Stk.	Kostpris	Markedsværdi
Protector Forsikring ASA	Norge	5.000	75.440	84.696
Globo Plc.	England	10.000	42.000	53.297
Bakkafrost	Norge	1.250	90.850	106.175
Bank of China	Kina	20.000	52.975	49.984
Ikke offentliggjort	N/A	750	66.263	69.413
Andre	N/A	N/A	29.420	35.282
Total:			356.948	398.846

For de to norske selskaber gør det sig gældende at vi har fået et valutakurstab på ca. 10 % i løbet af året og vores afkast er dermed reelt noget bedre end ovenstående viser, hvis man fraregner valutakurstabet. Det bringer mig over i at fortælle omkring valuta:

Hos Symmetry hedger vi ikke vores aktier i udenlandsk valuta. Vi har ingen ekspertise indenfor valutahandel, vi ved ikke hvor de enkelte valutaer vil gå hen, og en endnu vigtigere pointe: Vi er meget langsigtede investorer. Eksempelvis vores to norske aktier forventer vi at holde i adskillige år, derfor giver det ingen mening at lave en dyr valutahedje når vi ikke aner hvor NOK skal hen om nogle år.

I tabellen ses 4 af vores største positioner på statusdagen. Da vi som udgangspunkt er meget langsigtede i vores investeringer vil i opleve flere af dem som gengangere år efter år. Vi har en enkelt investering som vi ikke har offentliggjort endnu. Dette vil formentlig blive gjort i en af markedsopdateringerne i løbet af året. Det er en position som vi er i gang med at opbygge og vi er ved at analysere selskabet. Vi vil offentliggøre investeringen og den tilknyttede analyse når dette er tilvejebragt.

Området "andre" inkluderer flere små investeringer i forskellige selskaber. Dette er selskaber vi pt. følger perifert, er i gang med at analysere på eller venter med at opbygge en større position i indtil markedet og/eller kursen i de pågældende firmaer ændrer sig.

Protector Forsikring:

Protector Forsikring ASA (fremover Protector) er en norsk forsikringsaktie noteret på den norske børs. Selskabet opererer primært i Norge men gik også ind i Sverige i starten af 2011 og Danmark i starten af 2012 hvor de har haft meget stor vækst til at starte med.

Selskabet sælger hovedsageligt forsikringer til virksomheder, til det offentlige samt ejerskiftforsikringer ved boligsalg. De er dog også ved at træde ind på privatmarkedet, herunder bilforsikringer i Sverige.

Eksempelvis er Protector rigtig stærke indenfor forsikringer til kommuner.

Protector genforsikrer sig (reinsurance) hos nogle af de største genforsikringselskaber i Europa, herunder München Re og Swiss Re.

For en komplet vurdering af en forsikringsaktie er det nødvendigt at forstå hvordan forsikringselskaber fungerer. Kunderne betaler en præmie til selskabet som dette holder "float", og som så forpligter sig til at udbetale erstatninger fremover. Hvert år udbetaler selskabet skadesudgifter og foretager hensættelser til skadesudgifter baseret på de analyserede udgifter de vil få.

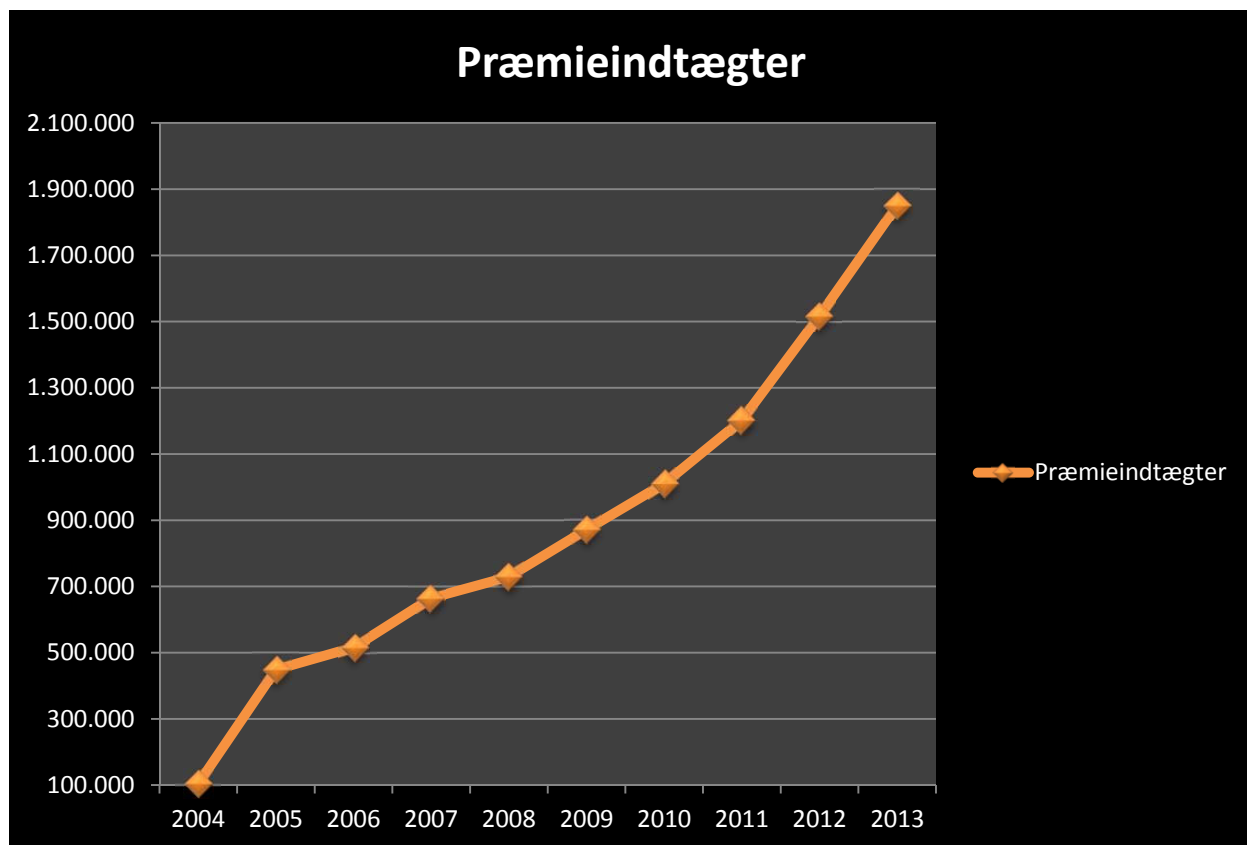
Ledelsen:

Selskabet ledes af administrerende direktør Sverre Bjerkeli. Denne har samtidig en større (omkring 3 %) aktiepost i Protector Forsikring og har været med som en af stifterne bag dette forholdsnye foretagende.

Herudover ledes selskabet af finansdirektør Ditlev de Vibe Vanay, samt de respektive direktører fra de forskellige områder.

Præmieindtægter:

Det første det er værd at se lidt nærmere på, er udviklingen i selskabets præmieindtægter. Præmieindtægter er de penge forsikringstagerne betaler til Protector for at blive forsikret.



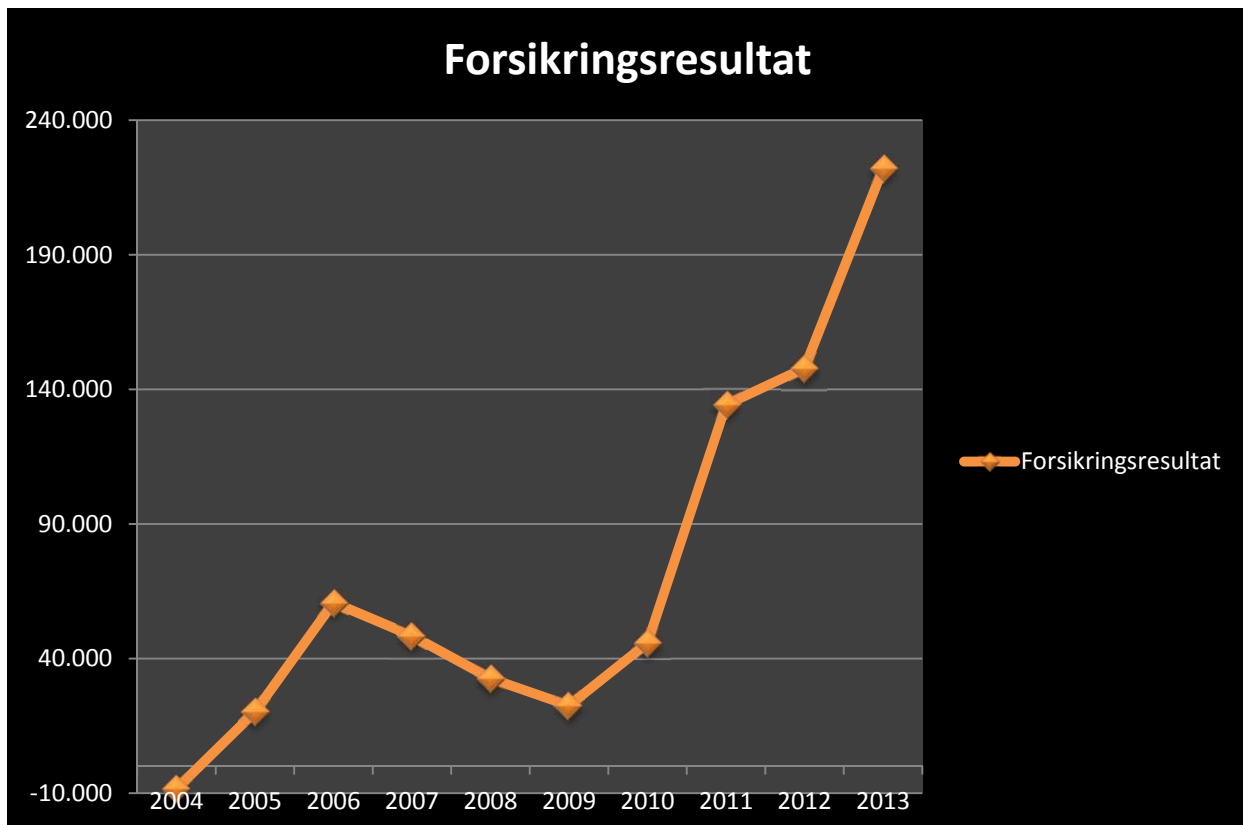
(2013 tallene er baseret på selskabets egen guidance)

Som det ses af ovenstående graf har Protector haft en eksplosiv vækst de seneste par år fra 2004 til 2012. Det bemærkes at selskabet blev stiftet i 2003 og startede med at skrive forsikringer i 2004. De er altså gået fra 2005 (det første hele år) 448 mio. til 1.517 mio. i 2012. Denne vækst i præmieindtægter er noget mange andre forsikringselskaber ikke kan præstere, de har især leveret flotte resultater ved at sænke Combined Ratio (Fremover CR) samt skabe flotte investeringsafkast. Men vækst i præmieindtægterne er det der skal skabe den fremtidige indtjening i en forsikringsvirksomhed, så derfor er det af afgørende betydning at der vækstes her. Endnu mere af betydning er det dog, at der er tale om profitabel vækst.

Selskabet har i første halvår af 2013 lavet en opjustering fra 20 % til 22 % omsætningsvækst og de er fint med mht. at opfylde denne guidance. Herudover guider selskabet for at kunne levere 2 cifret omsætningsvækst i de næste mange år også drevet af vækst i Sverige og Danmark primært.

Forsikringsresultat:

Nu er det vist at selskabet har haft en utrolig flot vækst i forsikringspræmierne de sidste par år. Det store spørgsmål er så, om de har opnået denne vækst fordi de har underbudt konkurrenterne? At sælge forsikringer er ikke noget "unik" produkt. Det er derfor oftest kamp om de bedste kunder og markedet er generelt konkurrencepræget da enhver kunde jo kan få den samme ydelse ved et hav af andre selskaber. Det er derfor værd at undersøge om denne store vækst i Protector's præmieindtægter er sket ved at underbyde konkurrenter.



(2013 tallene er baseret på selskabets guidance for præmie volume og combined ratio)

Som det ses af ovenstående graf har Protector undtagen i startåret 2004 haft "underwriting profit", hvilket vil sige at de har haft en Combined ratio under 100. Det betyder at deres skadesudgifter samt administration mv. tilsammen udgør mindre end præmieindtægterne. Det kan ses at der har været lidt nedgang omkring finanskrisen, hvor resultat gik ned på trods af at præmierne gik op, i disse år steg Combined Ratio altså. Det er dog også logisk at forsikringsresultat er lavt i de første par år. Når en forsikringsforretning bygges op skal der opnås en "kritisk" masse af forsikringskunder således de faste omkostninger til administration, skadesudbedring etc. vil opnå en lavere % del af præmieindtægterne. Herudover skal man kende sin portefølje af kunder ordentligt, for at kunne foretage de korrekte hensættelser. Protector er stadig i gang med at opbygge kritisk masse i Danmark og Sverige og det vil føre til profitabel vækst i fremtiden.

Det er netop det næste vi skal kigge nærmere på. I forsikringsbranchen får et forsikringselskab en præmie ind, men ender oftest først med at skulle betale en erstatning mange år ude i fremtiden. Derfor hensætter forsikringselskaber hvert år en del af præmierne i skadensættelse. Det er derfor altafgørende ikke kun at se på CR når man vurderer et forsikringselskab, men kigge på om de nødvendige skadensættelser er foretaget. For er de ikke dette, skaber man et positivt resultat og CR ved at skubbe udgifterne ud i fremtiden, hvilket kan ende med at dræbe et forsikringselskab.

Skadesudbetalinger:

Det første jeg kigger lidt nærmere på er de faktiske udbetalte skadeserstatninger i procent af forsikringspræmierne. Dette vurderer altså kundernes kvalitet, den mængde erstatninger der faktisk udbetales. Her er valgt at se på år 1 til år 3 (hvor jeg har tallene).

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Forsikringspræmier:	664.941	728.997	871.374	1.010.991	1.202.479	1.517.017
Faktisk udbetalt år 1			152.377	172.132	169.272	259.290
% af præmie			17,5%	17,0%	14,1%	17,1%
Faktisk udbetalt år 2		247.204	308.758	305.025	342.115	
% af præmie		33,9%	35,4%	30,2%	28,5%	
Faktisk udbetalt år 3	322.862	319.624	380.383	395.987		
% af præmie	48,6%	43,8%	43,7%	39,2%		

Protector har kun oplyst disse tal i de sidste 4 årsregnskaber, og det er derfor disse jeg har brugt.

Det der ses er, at i 2009 udbetalte selskabet 17,5 % af alle de præmier som de skrev. Dette tal var på 17,1 % i 2012 og helt nede på 14,1 % i 2011.

Kigger man i stedet ned på faktisk udbetalte præmier i år 2 er trenden endnu tydeligere. Her er tallene fra 2008 til 2011 (vi har logisk nok ikke tal for år 2 for regnskabsåret 2012 endnu) gået fra 33,9 % ned til 28,5 %. Altså havde selskabet af de præmier de tegnede i 2008 efter 2 år udbetalt 33,9 % til deres kunder i erstatninger. De præmier de tegnede i 2011 havde de kun udbetalt 28,5 % af efter 2 år. Kvaliteten af præmierne er altså blevet bedre, hvilket ses i at Protector holder en større andel af præmierne.

Kigger man ned på skadesudbetalinger efter 3 år er trenden endnu tydeligere. Hvor der efter 3 år var udbetalt 48,6 % af de præmier der blev skrevet i 2007, var der kun efter 3 år udbetalt 39,2 % af de præmier der blev skrevet i 2010.

Denne trend er en jeg vil undersøge hvert år frem for at sikre mig at selskabets vækst og profitabilitet ikke sker på grund af for dårlige skadensættelser. For dårlige hensættelser kan ødelægge et forsikringselskab ad, for hvis ikke et forsikringselskab kender sine omkostninger kan den jo ikke fastsætte sine priser ordentligt.

Min overordnede analyse er dog på baggrund af ovenstående at kvaliteten af kunderne bliver bedre og priserne ligeså.

Når der er kigget på de faktiske udbetalinger skal der også kigges på selskabets evne til at foretage korrekte hensættelser i regnskabet årligt.

Skadesafsætninger:

De penge der udbetales til forsikringstagerne er kun en del af det der indgår i CR. Hvor de faktiske udbetalte præmier vurderer kvaliteten af de forsikringer Protector tegner vurderer skadesafsætningerne Protector's evne til at foretage de korrekte hensættelser til fremtidige tab.

Opgjort pr. 2012	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Afsat i året	62.952	299.414	299.485	496.529	522.126	658.842	711.482	825.611	1.077.231
Afsat for året i 2012:	79.845	275.401	321.391	512.527	563.829	620.136	669.016	784.480	1.077.231
Afvigelse	-26,8%	8,0%	-7,3%	-3,2%	-8,0%	5,9%	6,0%	5,0%	0,0%

Opgjort pr. 2010	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Afsat i året	62.952	299.414	299.485	496.529	522.126	658.842	711.482
Afsat for året i 2010:	78.669	271.963	327.909	497.981	509.203	625.905	711.482
Afvigelse	-25,0%	9,2%	-9,5%	-0,3%	2,5%	5,0%	0,0%

Opgjort pr. 2008	2004	2005	2006	2007	2008
Afsat i året	62.952	299.414	299.485	496.529	522.126
Afsat for året i 2008:	74.235	260.642	312.225	496.175	522.126
Afvigelse	-15,2%	14,9%	-4,1%	0,1%	0,0%

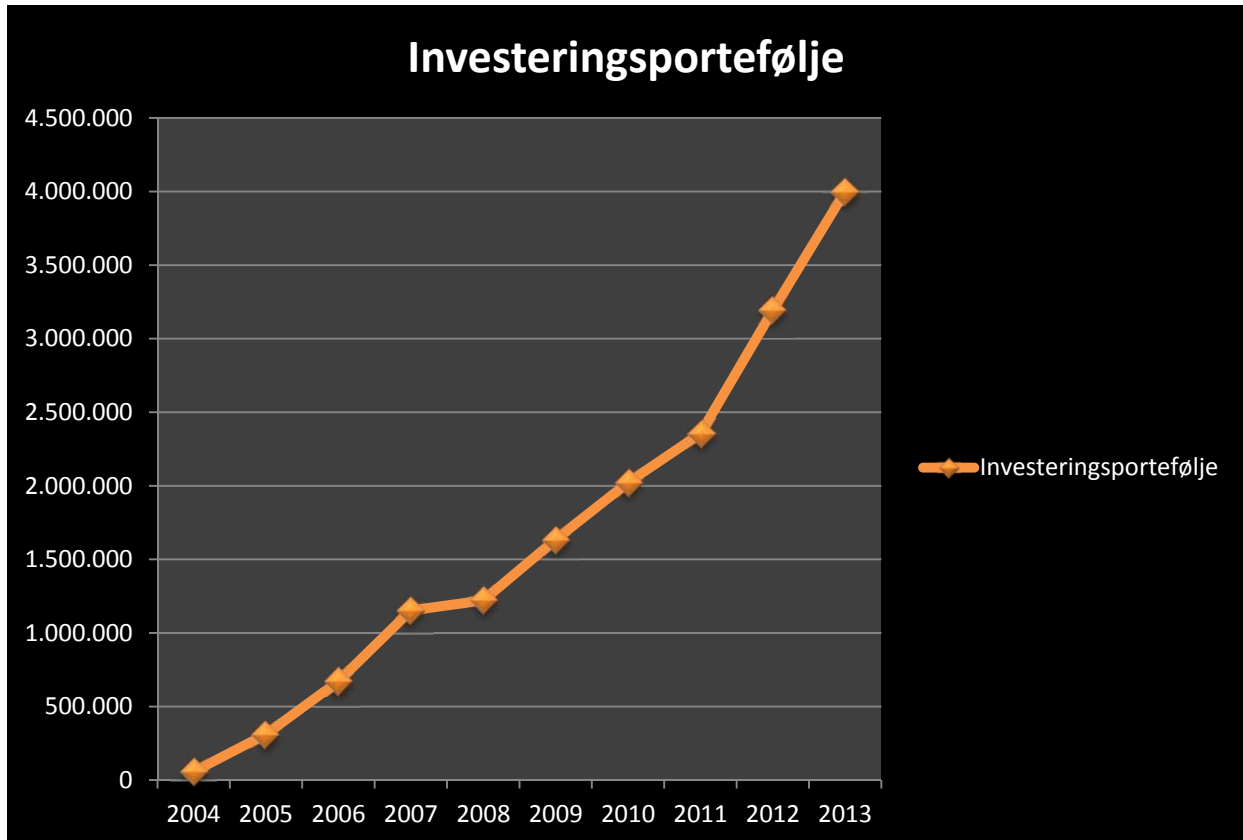
De 3 ovenstående tabeller illustrerer de forsikringshensættelser som Protector har foretaget i de enkelte år, samt hvordan disse har udviklet sig senere hen. Hvis man ser på den øverste graf havde Protector i 2004 hensat 63 mio. i forsikringshensættelser ud af de præmier som de skrev i 2004. Men allerede i 2008 var der hensat yderligere 15,2 % og i 2012 hensat i alt yderligere 26,8 %. Dette er en tydelig illustration af hvor vigtig de korrekte hensættelser er. Disse 26,8 %, var jo nogle der skulle være hensat i 2004 og indgået i CR dette år, i stedet for i de efterfølgende år. Selskabet har altså der været dårlige til at estimere sine tab på de forsikringer de har skrevet.

Dette er også en af grundene til det lavere forsikringsresultat selskabet lavede i 2007-2009, at der blev udgiftsført omkostninger vedrørende tidligere års tabshensættelser. Det ses eksempelvis at både 2007, 2008 og 2009 hensættelserne løbende er blevet reguleret op til større tab end først antaget. Kigger man på de seneste år, har bådte 2009, 2010 og 2011 hensættelserne blevet reguleret nedad efterfølgende, altså en erkendelse af at der blev hensat for meget de første år. Dette er en meget afgørende faktor, at man i stedet for løbende at foretage for få hensættelser til tab, nu de seneste par år er blevet mere konservative og foretage nogle hensættelser som er tilstrækkelige.

Min overordnede konklusion er, at selskabets forsikringsforretning er blevet langt stærkere end den har været tidligere og pt. er rigtig stærk. Dette er sket samtidig med at selskabet har haft en kraftig vækst i præmieindtægterne. Profitabel vækst er guld værd for aktionærerne. Selskabet guider selv med en CR på 90 % og 20 % i præmie-vækst for 2013 (opjusteret til 88 % og 22 %).

Investeringer:

Forsikringsresultat er kun den ene del af et forsikringssselskabs resultater. Det andet er investeringsresultatet. Investeringsresultatet stammer fra den forrentning der laves af de "forudbetalinger" som kunderne laver, dette der også kaldes "float". Protector's investeringsresultat har svinget en del de tidligere år (ligesom aktiemarkederne generelt har gjort). Man har valgt løbende af skrue ned for aktieandelen og op for rentedelen for at få mindre svingende afkast. Det væsentligste er dog ikke hvad de tidligere resultater har været, men hvor hvordan udviklingen i størrelsen af porteføljen har været, da det er den der skal sikre fremtidige resultater.



(2013 tallet er mit eget estimat baseret på selskabets 2013 guidance)

Ovenfor ses udviklingen i selskabets investeringsportefølje. Det er de midler de har under forvaltning om som de skal sikre det fremtidige investeringsafkast med. Selskabet guider selv for omkring 4 mia. under forvaltning ultimo 2013 og gennemsnitligt 3,7 for året.

Selskabets målsætning er et afkast på 4 % af renteporteføljen og 6 % af aktieporteføljen årligt.

En gennemsnitsforrentning på 4 % årligt af 4 mia. er 160 mio. NOK årligt. Som kan lægges oveni forsikringsresultatet!

Værdiansættelse:

Selskabet har pt. en aktiekurs på 18,9 NOK pr. aktie ultimo 2013.

Selskabet udbetalte i april 2013 1,2 NOK pr. aktie i udbytte svarende til et direkte afkast på over 6 %.

Selskabet har dog de seneste år som følge en stor vækst haft "udgifter" til sikkerhedsafsætninger. Dette er et beløb som flyttes fra selskabets egenkapital ned som en gældsforpligtelse. Det er ikke en gældspost selskabet nogensinde skal betale men blot en post som skal stå som sikkerhed for at forsikringstagerne altid vil kunne få deres skadeserstatninger, altså lovkrævede afsætninger. Disse har været høje de seneste par år i takt med at væksten har været rigtig høj samt at selskabet har nedbragt andelen af genforsikring for selv at få større del i afkastet.

Eksempelvis kan nævnes at EPS i 2012 var på 2,5. Jeg forventer en EPS omkring 3 for 2013 regnskabet og at det vokser yderligere i 2014.

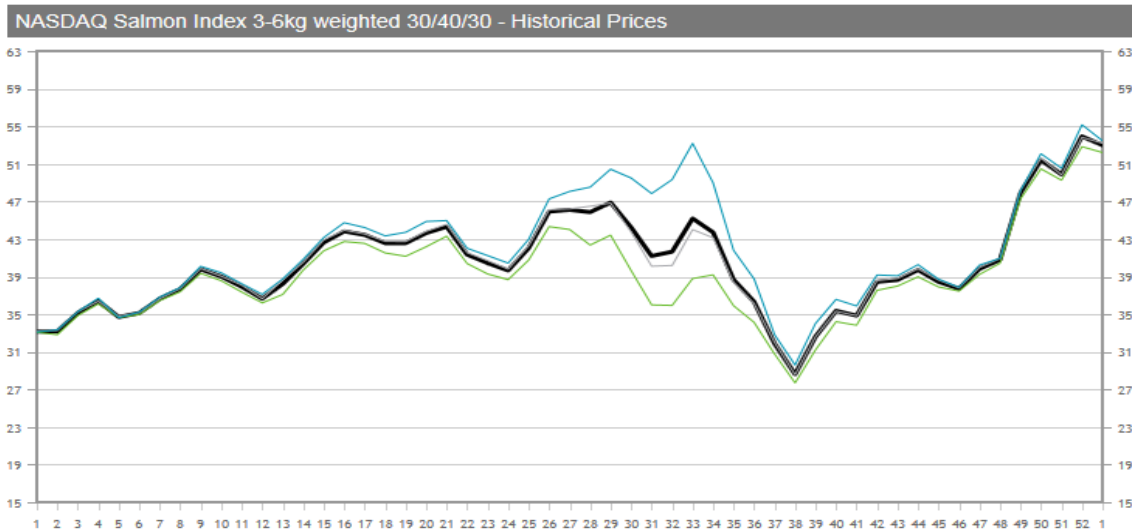
I 2014 vil selskabet have godt 4 mia. under forvaltning og 2 mia. i præmier. Med en CR på 90 og et investeringsafkast på 4 % vil det give 350 mio. NOK i resultat før skat eller 263 mio. NOK efter skat, hvilket ved nuværende markedsværdi vil svare til en 2014 P/E ratio på 6,3 ca.. Jeg finder hermed dette vækstselskab yderst attraktivt prisfastsat.

Vi vil opdatere løbende omkring udviklingen og sikkerhedsafsættelserne.

Bakkafrost:

Bakkefrost er en færøsk lakseproducent som er noteret på børsen i Norge. Laksepriserne har i 2013 steget voldsomt i forhold til 2012 hvilket lakseproducenterne har nydt rigtig godt af. Bakkafrost er vores favorit blandt de nordiske lakseproducenter. Dette skyldes at selskabet har de laveste enhedsomkostninger. Bakkafrost har således alt deres produktion på færøerne hvor lønomkostninger mv. er lavede end hos konkurrenterne i Norge på trods af at farvandet mv. er ligeså godt. Vi har foretaget en due diligence at det generelle laksemarked. Når man ser på efterspørgslen globalt efter laks er den konstant steget med 5-7 % årligt de sidste mange år og forventes også at gøre det fremover, da laks er meget sundt og verdens forbrugere bliver mere kvalitets og sundhedsbevidste. Laksepriserne faldt en del i 2011 på grund af et stort udbud af laks. Priserne er dog siden steget en del. Ser man på det forventede udbud de næste 2 år forventes dette kun at stige med 1-3 % årligt. Det forventes derfor at laksepriserne kan fastholdes på det nuværende høje niveau. Det skal dog nævnes at en del af mellemdistributørerne ikke har hævet priserne særligt meget overfor slutkunden og dermed kører med tab. Dette kan ikke fortsætte, dette må i sidste ende føre til højere priser overfor slutkunden hvilket vil kunne påvirke efterspørgslen nedad. Historisk set har prisændringer dog ikke påvirket efterspørgslen voldsomt.

Ser man på Bakkafrost alene forventes de i 2013 at give en EPS på omkring 15 DKK. Dette giver en EPS på godt 17 NOK. Da aktien handles til ca. 90 NOK svarer dette til en P/E på 5,5. Da selskabet forventes at give et godt udbytte på knap 40 % af EPS giver den en direkte yield på 7,3 %. Det skal samtidig bemærkes at selskabets segment for VAP i år har givet et negativt afkast på grund af de stigende laksepriser da denne forretningsdel køber laks via spotmarkedet. Det er således virksomhedens eget hedge mod svingende priser. Med stabile eller lettere svingende laksepriser for 2014 forventes dette segment derfor at blive positivt, hvilket nok vil blive modarbejdet af valuta og kontrakts gevinster som ikke kommer hvert år, hvorfor EPS nok vil lande på ca. 17 NOK i 2014 også og dermed give en 2014 P/E omkring 5-6. Vi anser derfor vores position i Bakkafrost som vi startede med at opbygge i start 70'erne og sluttede i midt 80'erne som en meget attraktiv investering fremover. På trods af valutakurstab har det stadig været en god investering. Vi vil dog overveje at reducere lidt hvis aktien stiger meget hurtigt, da vi ikke kan forudsige laksepriserne på lang sigt.

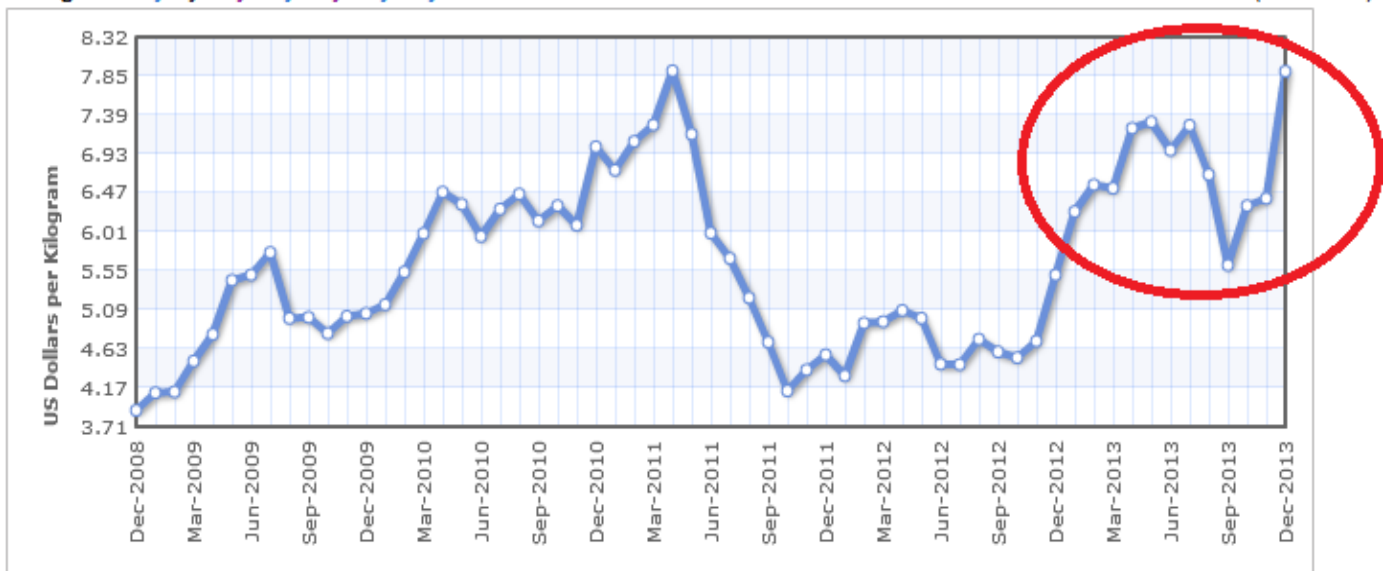


Chartet ovenfor viser den ugentlige udvikling i laksepriserne indenfor det sidste år. Det skal være sagt med det samme. Der er tale om meget høje priser. Gennemsnittet for året er på ca. 40 NOK pr. kilo. Som investor bør man ikke forvente stærkt stigende laksepriser igen i 2014. Det kan bare ikke holde. Men omvendt er der heller ikke noget der tyder på store fald. Så gennemsnitspriser på over 35 NOK pr. aktie vil stadig gøre Bakkafrost aktien særdeles attraktiv.

Fish (salmon) Monthly Price - US Dollars per Kilogram

Range 6m 1y 5y 10y 15y 20y 25y 30y

Dec 2008 - Dec 2013: 4.010 (102.82 %)

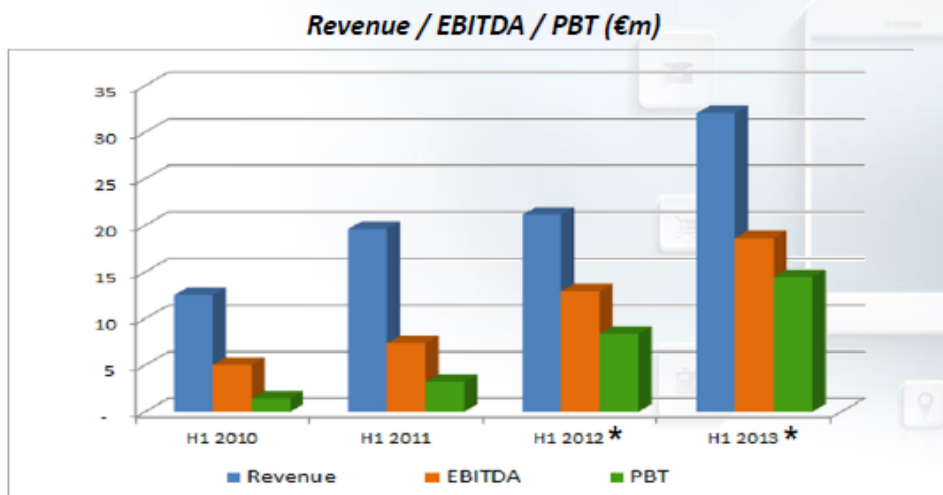


Ser man på den mere langsigtede udvikling (10 års chart) i laksepriserne er trenden også relativt tydelig opadgående (hvilket den også burde pga. inflation). Det er dog også tydeligt at se at der har været store udsving undervejs. Man skal derfor passe på med at være kortsigtet investor i en lakseaktie da udsvingene i priserne relativt nemt kan gå ind og påvirke aktiekursen. Den røde ring markerer 2013 priserne.

Globo:

Globo Plc er af de mest spændende investeringer vi har i vores portefølje. Den er af højere risiko end resten af vores investeringer, men samtidig er potentialet også enormt i denne aktie. Globo leverer mobilservices inklusiv BYOD (Bring your own device) samt MDM (Mobile device management). De er ledende med deres innovative produkter GO!Enterprise samt CitronGO!.

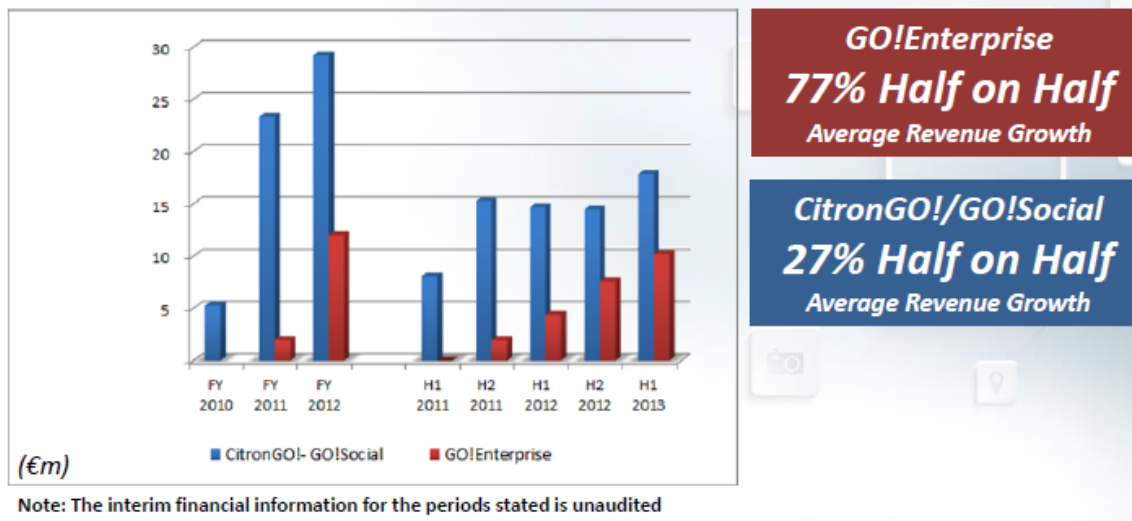
Sustained, Profitable Growth



Billeder siger mere end ord, og ovenstående tabel viser hvorfor vi er imponeret af Globo. Et selskab som kan levere omsætningsvækst, samt vækst hele vejen ned på EBITDA og PBT og forbedre marginerne løbet er den ideelle virksomhed for aktionærene. Når den samtidig er attraktivt prifsatsat er den et bargain at købe sig ind i.

Globo har i løbet af 2013 oplevet en eksplosiv vækst på såvel top som bundlinje. Således er omsætningen steget med 60 % i forhold til 2012. Bundlinjen estimeres at stige med tæt på 100 % og EPS med omkring 80-90 %. Med en estimeret EPS på 0,1 £ pr. aktie for 2013 finder vi aktien meget attraktiv værdiansat ved kurs 0,6 £ som var kursen på statusdagen. Dette skal også ses i forhold til vores gennemsnitlige købskurs på 0,48 £ pr. aktie. Samtidig forventer vi at Globo vil fortsætte det flotte vækstmomentum i de kommende år, da BYOD trenden først lige er begyndt og helt sikkert bliver en del af fremtidens mobilservice.

GO!Enterprise Aggressive Revenue Growth



Samtidig skal man huske på at størstedelen af Globos salg stadig kommer fra deres personlige mobil løsning til feature phones. Dette kan ses af de blå linjer af ovenstående tabel. Hvad der er værd at bemærke er at CitronGO! Efter 3 halvår med stagnerede salg igen er begyndt at vækste flot med over 20% vækst i H1 2013. Det man som investor skal holde mest øje med er dog Globos enterprise mobility system GO!Enterprise. Hvor flotte disse data er illustreres af de røde søjler øjenfor. Hvad H2 2011 hvor GO!Enterprise blev lanceret til H1 2013 har væksten været intet andet end exceptionel. Og det bedste af det hele, væksten er efter min mening først lige startet, og givet hvad selskabet selv har meldt ud accelerer væksten.

Væksten har således fra H1 2012 til H1 2013 været på intet mindre end 133 % i GO!Enterprise salget. "The best is yet to come".

Globo har i løbet af året været under angreb fra flere shortsælgere. Argumenterne har primært været at selskabets store omsætning og resultat ikke har ført til cash flows fordi at selskabet har bundet penge i tilgodehavender samt at de har investeret i immaterielle rettigheder. Jeg har igennem flere artikler påvist at dette ikke er rigtigt. Selskabet har de sidste 3-4 år stort set ikke vokset deres tilgodehavender samtidig med at deres omsætning er steget +200 %.

Selskabet har hentet ny kapital primært til 2-3 opkøb af andre mindre virksomheder der har gode synergier med Globos GO!Enterprise software.

Herudover har selskabet styrket sin kontantsituation voldsomt. Hvor selskabet førhen havde en negativ nettoliquiditet og negativ arbejdskapital har de nu en god cash position og positiv arbejdskapital. De penge de har hentet ind er således gået til at styrke arbejdskapitalen primært ved at øge cash positionen og betale kortfristet leverandørgæld ud.

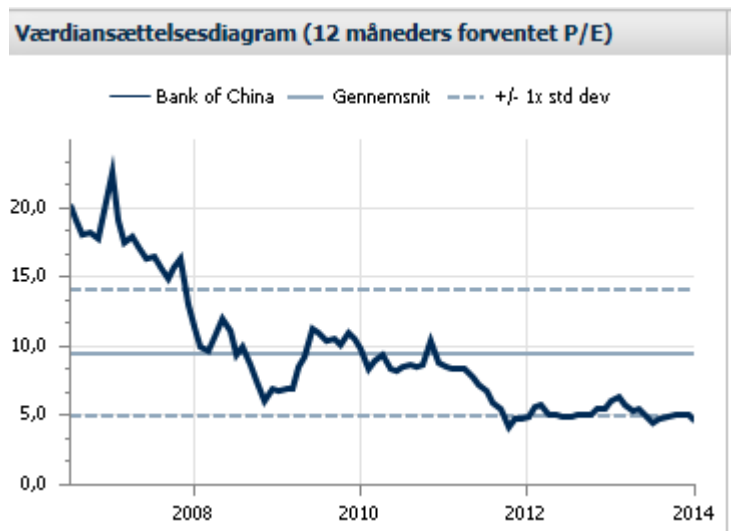
Jeg kan ikke forudsige fremtidige trends indenfor softwareudvikling og mobilapplikationer. Jeg har således primært købt aktien på grund af de meget lovende finansielle nøgletal. At selskabet produkter kan føre til stor vækst i fremtiden er således en bonus for os.

Bank of China:

Bank of China er en af verdens allerstørste banker. Deres aktivmasse er enorm. Men samtidig er det en bank der er prisfastsat helt ufatteligt lavt. Jeg er ikke ekspert i kinesiske banker. Jeg har ikke været inde og lave detaljerede analyser af udlånsmassen. Men kigger jeg på selskabets tabshistorik i forhold til hvordan banken er prisfastsat er der en enorm difference. Aktien er nærmest prisfastsat som en konkurstruet bank, på trods af at banken stadig ville give + selvom udlånstablet 3 doblede i forhold til det aktuelle niveau. Når man så tager den kinesiske vækst og dermed topline og udlånsvæksten generelt i Kina med ser det godt ud. Det kan ses af nedenstående tabel:

Værdiansættelse			
	2013E	2014E	2015E
P/E	5,0	4,7	4,3
Vækst i EPS	6,1%	6,8%	10,1%
PEG	0,7	n.a.	n.a.
P/B	0,81	0,73	0,66
Direkte afkast	6,6%	7,0%	7,8%
ROE	16,2%	15,6%	15,5%

Selskabet handles til omkring 5 gange indtjeningen og til godt under indre værdi pr. aktier. Samtidig udbetaler selskabet ca. 7 % i direkte udbytte pr. aktie og holder en høj egenkapitalforrentning. Det er rigtig flot for en bank af den størrelse. Som det ses forventer markedet stadig EPS vækst i 2014 og 2015.



Kigger man på bankens historiske værdiansættelse handles aktien også netop nu i det laveste niveau i de sidste 7 år. P/E niveauet i banken har aldrig været lavere. Dette kan man som investor forklare på to måder. Enten er det måske fordi der er noget galt i banken som endnu ikke er rapporteret. Enten er makroudsigerne meget dårlige, eller også er der bare en generel skepsis. Det første er svært at sige, men banken er stor, delvist statsejet og gennemreguleret og revideret. Jeg tror derfor ikke bankens udlånsbøger er elendige. Makroudsigerne for Kina er dårligere end de har været hidtil omvendt har landet stadig BNP vækst på +7 % mod USA og Eurozonen som kæmper mod recession.

Vores investering i banken er baseret på den generelle investorfugt som vi har set fra Emerging Markets på det seneste. Vi er tilfredse med det løbende årligt stigende udbytte, og eventuelle kursstigninger og reetablering af værdiansættelsen er en god bonus. Vores aktier har på statusdagen et mindre urealiseret tab.

Finansiering og finansielle kontrakter:

Vi anvender finansielle kontrakter såvel i forbindelse med aktieinvestering (differencekontrakter) samt til risikostyring og finansiering (børshandlede optionskontrakter). Disse kontrakter giver os muligheder for at risikostyre, afkastoptimere og differentiere vores portefølje udover et niveau det ikke kunne lade sig gøre ved at investere i aktier udelukkende.

Vi handler primært langsigtede kontrakter. Symmetry går ikke ind for kortsigtet spekulation når vi køber aktier, dette gør sig heller ikke tilfældet når vi handler finansielle kontrakter.

Handel med finansielle kontrakter i løbet af året er primært bestået af swings i Genmab og Spectrum Pharmaceuticals.

Finansielle kontrakter bruges dog primært i forbindelse med shortselling til afdækning af risiko samt til risikojusteret finansiering (børshandlede optionskontrakter). På statusdagen er vores omfang af disse kontrakter af begrænset karakter.

Væsentlige Balanceposter:

På balancedagen tællers vores væsentligste aktivposter vores aktier og finansielle kontrakter. I holdingselskabets indregnes værdien af datterselskabet Symmetry Invest der dog også primært indeholder aktier.

Selskabet har udstedet 2.500 0 % 2017 obligationer til kurs 75. Obligationerne gav et nettoprovenu på 187.500 kr. og udløber 31/12 2017 til kurs 100 svarende til en betaling på 250.000 kr. og en effektiv rente på ca. 6 %. Hermed kommer vi til det næste punkt. Gældssætning.

Symmetry vil ikke operere med stor gæld og stor gearing. Når der stiftes gæld er det på gode rentevilkår og herudover foretrækkes primært langsigtet gæld. Det er værd at nævne at selskabet HAR sikringskontrakter og andre finansielle kontrakter herunder optioner der afdækker risiko. Vi anser dermed ikke vores finansielle resultater for specielt følsomme i forhold til markedet som helhed på trods af at vores regnskaber viser denne gæld.

Når vi sælger optionskontrakter, herunder call optioner optager vi en gældspost i vores regnskab, men call optionerne stiger i værdi når indeksene falder og falder i værdi når indeksene stiger. Så på trods af at det står anført som en gældspost i regnskabet og dermed ser ud til at øge vores gearing er de reelt med til at formindske vores risiko ved aktieudsving.

Det skal siges at har nogle af jer som investorer lyst til at købe obligationer i Symmetry vil vi gerne udstede dem til jer på ordentlige vilkår. Fordelen ved jer for at købe obligationer er, at i får en fast årlig rente og samtidig støtter jeres aktieinvestering. Det bør dog nævnes at obligationsinvesteringer ikke vil give det samme afkast som aktieinvesteringer. Vi vil udstede obligationer til jer hvis i vil tegne for mindst 50.000 kr. I kan blot maile til mig hvis dette har interesse på aa@symmetry.dk

Jeg takker jer alle for opbakningen her i vores første regnskabsår. Jeg ser meget frem til 2014 med flere nye investorer hos selskabet samt et forhåbentlig flot resultat igen.

Med Venlig Hilsen

Andreas Aaen

Direktør – CEO

Symmetry Holding ApS