

Årsbrev til aktionærer 2014:

Kære alle aktionærer i Symmetry Holding ApS (Symmetry).

2014 har været et begivenhedsrigt år hvor aktiemarkedet startede flot for i slutningen af året at falde en del tilbage igen for så at give en lille slutspurt igen til allersidst.

Indre værdi pr. aktie er vokset fra 12,56 kr. til 16,4 kr. hvilket svarer til et afkast på **30,57 %**. Til sammenligning steg vores benchmark ACWI IMI World indekset med 4,36 %. Vi har dermed i indeværende år slet benchmark indexet med 26,21 %.

Indre værdi pr. aktie er siden starten i 2013 steget fra 10 til 16,4 kr. svarende til et afkast på 28,1 % pr. år.

	Symmetry:	ACWI IMI	Forskel:	10.000(Symmetry)	10.000 (ACWI IMI)
2013	25,60%	13,66%	11,94%	12.560	11.366
2014	30,57%	4,36%	26,21%	16.400	11.862

En investering på 10.000 kr. i Symmetry ved stiftelsen havde i dag været 16.400 kr. værd hvorimod en investering i ACWI havde været 11.862 kr. værd.

Jeg er selvfølgelig ovenud tilfreds med vores performance i året. På trods heraf vil jeg mane til besindighed. Det kan ikke lade sig gøre at slå markedet med så mange % hvert år. Det er end ikke sikkert vi vil komme tæt på dette igen. Det eneste jeg kan love er at jeg vil gøre alt hvad der står i min magt for at forsøge. Men endnu vigtigere end afkastet er måden det er opnået på. I stigende aktiemarkeder som disse hører man historier om folk som har tjent flere 100 % på enorme gearinger og lignende. Man må ikke distrahere sig fra dette. Disse personer vil med 99 % sandsynlighed tabe hele deres formue under et bearmarked og starte forfra. Symmetrys afkast er hentet samtidig med at vi har hedget os mod nedtur hvilket gør at vi klarede os godt under oktobers krise. Samtidig har vi været uhyggelig gode til stockpicking i år. Flere af vores aktier er steget over 100 %. Noget der også vil være svært at gøre igen. Man skal som investor ikke sammenligne Symmetry 100 % med et indeks fordi vi mere er struktureret som en hedgefond/ long-short fund. Det skal forstås på den måde at vores mål ikke er at slå aktiemarkedet når det buldrer opad med +20 %. Vi arbejder på at beskytte kapitalen og lave det bedste langsigtede afkast på ca. 20 % årligt. Men vores afkast vil forhåbentlig ikke variere så meget som et indeks fordi vi både har long og short positioner, men da vi altovervejende er lange i markedet følger vi i nogen grad indeks hvorfor jeg også bruger ACWI som benchmark. Langsigtet vil jeg dog forvente at vi i bullmarkeder gør det lidt dårligere end indeks og i bearmarkedet klarer os en del bedre end indekset, hvilket så over lang sigt gerne skulle gøre at vi kan nå de ca. 20 % årligt.

Langsigtede målsætninger:

Vi har 2 langsigtede målsætninger som er lidt hånd i hånd. Den ene er at lave et årligt afkast på ca. 20 % om året. Det andet er slå vores benchmark ACWI IMI World med gennemsnitligt 10 % om året. Da ACWI ca. vil stige 8-10 % årligt går disse to målsætninger meget godt op. Det er værd at bemærke at vi selvfølgelig ikke kan gøre begge dele hvert år. Nogle år vil vi gøre det bedre, andre år dårligere. Jeg vil anbefale at man bedømmer vores performance over en 5 årig glidende periode.

Hidtil har vi dog nået vores målsætninger fint. Vi har i de første 2 år lavet et afkast på 28,1 % om året samtidig med at ACWI er steget 9 % årligt. Vi er dermed over begge vores målsætninger komfortabelt indtil

videre. (ACWI står for "All Country World Index" og er et indeks der dækker over 99 % af hele verdens aktiemarked)

2014 har også været et tilfredsstillende år på mange andre områder. Vi har i år lavet 2 kapitaludvidelser der både har øget den samlede kapital betragteligt men også udvidet antallet af aktionærer. Vi har nu over 1 mio. kr. i kapital med meget mere på vej. Stigningen i kapitalen har flere fordele for os. Den første er at vores i forvejen lave administrationsomkostninger (advokat, gebyrer, tidsskrifter, EDB-omkostninger mv.) vil udgøre en endnu mindre % del af formuen og dermed trække afkastet op. Den anden fordel er at vi som et større selskab kan tage nogle betydelige aktieposter i mindre virksomheder og påvirke ledelsen i vores retning. Herudover vil over 10 % ejerposter også gøre avancer skattefrie.

Valutahandel:

Jeg har valgt at skrive lidt om valutahandel i dette års aktionærbrev. Vi laver ikke direkte valutahandel. Jeg mener generelt at valuta er et nulpunktsspil hvor en valuta stiger og en anden falder, hvilket gør at ingen som helhed bliver rigere. Når det er sagt, så følger jeg selvfølgelig valutamarkedet en del, og tager også dette med ind i mine betragtninger når jeg laver handler. Jeg lader det bare ikke være det styrende.

Jeg har igennem et par år været meget bullish på amerikanske \$ og meget negativ på Euro. Dette er jeg for så vidt stadigvæk. Dette har gjort at jeg har taget lån hjem i Euro (primært salg af call optioner) og investeret dem i flere værdipapirer (aktier) noteret i amerikanske \$. Dette har i år vist sig at være en meget god disposition da \$ er steget meget overfor Euro. Jeg har dermed oveni aktiekursstigninger fået nogle gode valutakursstigninger.

Jeg har generelt placeret en del aktiver i \$ og £ og også norske kroner og Hong Kong \$. Derfor har vi heller ingen gæld noteret i andet end Euro og danske kroner. Jeg mener fortsat \$ vil blive styrket over de kommende år og spår at \$ og Euro vil blive handlet i kurs pari indenfor 2-3 år.

Jeg har positioneret Symmetry herefter.

Det er dog væsentligt at forklare at jeg ikke hedger valuta i langsigtede positioner eller foretager direkte spekulation heri. Eksempelvis har vi i 2014 haft et væsentligt værditab pga. fald i den norske krone da to af vores større investeringer, Protector Forsikring og Bakkafrøst er noteret i NOK.

Markedsudvikling:

2014 har i år endt med at blive et ret volatilt aktiemarked. I starten af året så det ellers ud til at året igen (som de to tidligere år) skulle præges af konstant jubeloptimisme der ville sende aktierne højere op primært båret af højere indtjeningsmultipler i stedet for øget indtjening i virksomhederne. En sådan multipel ekspansion vil ende på et tidspunkt, den er dog primært pt. understøttet af centralbankernes pengeudpumpning og deraf afledte lave renter. Det var især i de sidste 3 måneder af året at markedet begyndte at blive volatile. Oktober måned startede med massive tab til alle de større indeks og flere markedsdeltagere var overbeviste om at der nu ville komme en længe ventet større markedskorrektion. Denne udeblev dog, igen primært båret af yderligere pengepolitiske stimulus fra centralbankerne. Dette gjorde at markedet steg kraftigt sidst i oktober og november. December måned blev så igen volatil, primært pga. ekstreme fald i olieprisen der har ramt hårdt på de olielaterede selskaber. Vi har heldigvis ikke større investeringer indenfor olie & gas sektoren samt indenfor alternativ energi. Vi har nogle mindre positioner

som har været ramt, men det har været små beløb i forhold til vores samlede størrelse. De væsentligste konsekvenser af de store fald i olieprisen har været aktietab og valutatab til Protector Forsikring og Bakkafrøst fordi alle norske aktier over en bred kam er faldet sammen med valutaen. Dette hilser vi mere end velkommen. Når gode selskaber falder i pris giver det mulighederne for den dedikerede valueinvestor.

En anden aktie som også er blevet hårdt ramt kursmæssigt af olieprisfaldet er vores største investering, Eastman Chemicals som ikke er direkte relateret til oliesektoren. Vil beskrive mere omkring dette under de enkelte aktier.

Ser man på markedsmultiplerne kan nedenstående graf anvendes:



Ovenstående graf viser såkaldt Schiller P/E som er den værdiansættelsesmetode jeg syntes er den bedste at bruge ifht. hvor dyrt aktiemarkedet er. Som det kan ses handles markedet i dag til en Schiller P/E på 26,7. Jeg har samtidig valgt at trække en orange linje på tværs og helt tilbage til 1880. På den måde kan i se hvordan markedet handles i dag i forhold de historiske niveauer. Jeg har vist jer 3 grønne cirkler. Den ene er black Tuesday i 1929 der startede et massivt fald, den anden er toppen af IT-boblen der også startede et massivt fald, og den sidste er toppen inden finanskrisen i 2008 som også startede et massivt fald. Det man kan se er at vi faktisk er ligeså højt oppe i værdiansættelse som lige inden finanskrisen kom og vi er tæt på toppen i 1929. Pt. er vi faktisk højere end toppen i midt 60'erne der startede den lange aktienedtur vi havde i 1970'erne. Min pointe er, det ser ud til at markedet er ved at nærme sig toppen. Markedet kan altså ikke stige mere alene pga. stigende indtjeningsmultipler, der skal øget indtjening til og med de seneste nedrevideringer af indtjeningen for S&P ser jeg ikke dette ske foreløbigt.

Total Market Cap and US GDP



En anden indikator jeg bruger meget er den såkaldte "Warren Buffett indikator". Her ser man på aktiemarkedets totale markedsværdi og sammenligner det med verdens bruttonationalprodukt. Som i kan se har aktiemarkedet siden 1970 historisk handlet lidt under værdien af verdens GDP. Det er kun sket 3 gange at aktiemarkedet er blevet mere værd end GDP. De første 2 gange har jeg vist med en orange pil. Den første var IT-boblen og den anden inden finanskrisen. Man kan se hvad der skete med markedet efter dette. Markedet faldt kraftigt. Hvis man så ser på hvor vi er i dag skræmmer det lidt. Markedet er større i forhold til GDP end det var inden finanskrisen kom og det er tæt på ligeså meget større som det var på toppen af IT-boblen.

Hvad gør vi så ved dette hos Symmetry? Jeg har indrettet vores exposure herefter. Jeg gjorde allerede dette lidt i løbet af 2014, men har her i 2015 nedbragt net exposure endnu mere. Vores net exposure kan beskrives således: Total long andel i % af kapitalen – total short andel i % af kapitalen = netto exposure i % af kapitalen. Pt. ligger vi ca. 120 % lang og 40 % kort, hvilket giver os en markedsexposure på ca. 80 %, hvilket selvfølgelig er lavere end det de fleste personer er, nemlig 100 % investeret eller tæt på 100 (dvs. kun meget få likvider). Det koster selvfølgelig på afkastet hvis markedet fortsætter op (medmindre man er rigtig dygtig til stock picking både i long og short porteføljen) til gengæld er man mere beskyttet mod nedture. Da vi er gode til stock picking og ikke vil tage risiko med investorernes penge er vores nettoexposure derfor lavere end 100 % nu og ser jeg yderligere faresignaler vil jeg bringe den ned omkring 50-60 %, som er det laveste jeg vil gå ned til. Jeg vil i meget sjældne tilfælde gå over 100 % exposure (dvs. ligge gearet), dette ville være efter massive fald i markedet hvor jeg så unikke muligheder.

Øvrige handler i året:

Jeg har fortsat lavet kortsigtede handler i Genmab, Spectrum Pharmaceuticals samt Questcor Pharmaceuticals. Jeg kan lide disse aktier men vil ikke holde biotekselskaber langsigtet. QCOR har givet os et godt afkast i år da de blev opkøbt af Malinkrodt tidligt på året. Genmab har også givet os nogle pæne

gevinster på de positioner vi har haft der. Jeg har derudover handlet korte positioner i DAX og S&P over nogle perioder, primært som hedge af vores lange positioner. Generelt har jeg dog lavet meget lidt trading og handlet meget lidt. Min strategi er at finde lange gode aktier og kun købe, reducere og sælge ud sjældent så længe de performer og ikke er for dyre. Det forhindrer mig i at tage dumme beslutninger og har den fordel at jeg kun behøves at finde frem til 2-3 gode ideer om året.

Herbalife (short):

De vakse af jer vil nok undre jer over at jeg skriver vi har taget en short position i Herbalife aktien, da jeg skrev af sidste års aktionærbrev at vi havde tjent rigtigt godt på en lang position i denne aktie. Dette findes der dog flere naturlige årsager på. Den første og væsentligste var, at jeg var overbevist om at selvom short analysen fra Bill Achmann var rigtig (hvilket jeg ikke var sidste år) så ville aktien ikke gå ned indenfor det første stykke tid. Dette skyldes at selskabet selvfølgelig ville kæmpe hårdt imod i form af enorme share buybacks, dividender samt andre aggressive tiltag, herunder aggressiv regnskabsførelse og markedsføringstiltag mv.

I løbet af 2014 er der dog sket det at selskabet har optaget en massiv mængde gæld, at væksten er gået i stå, at resultaterne er vigende, egenkapitalen negativ og rekrutteringen af nye medlemmer stagnerende. Det er alle faresignaler på en pyramidestruktur under forfald. Jeg har samtidig haft god tid til at gennemgå Bill Achmanns herbalife præsentationer og har en overbevisning om at han er på vinderholdet i denne sag. Jeg har på baggrund heraf taget en mindre short position i Herbalife som pt. ser god ud for os.

Vi har også på statusdagen nogle øvrige mindre shortpositioner, primært overvurderede selskaber som er hedges på større markedsfald. Vi vil øjensynligt gøre nogle af disse positioner noget større i løbet af 2015 og fortælle jer om dem til den tid. Vi vil dog aldrig udsætte Symmetry for større tab som følge af en "løbsk" shortposition som det sås med VW. Vi holder relativt små positioner i shorts og de er spredt godt. Herudover tager vi ofte forsikringer via long puts eller korte calls i stedet for clean shorts. En af de shorts jeg vil nævne er dog Amazon som indtil videre har god for os. Vi har solgt 300 strike call optioner som ser ud til at udløbe med 50-100 % profit i januar og har også nogle længere call optioner in the money. Vi vil dog maks lade en short position udgøre 3 % af kapitalen og normalen vil nok være 0,5-1,5 % pr. short position.

Dårlige handler:

Når jeg køber en aktie som jeg godt kan lide og aktiekursen falder, beskriver jeg ikke dette som en dårlig handel. Ingen kan time markedet og vil kursen falde vil det bare gøre aktien endnu mere attraktiv. Det jeg beskriver som en dårlig investering, er hvis de forudsætninger jeg lagde til bund for mit køb ikke holdte. Dette kan være jeg har købt i forhåbning om nogle gode regnskabsudsigter som ikke er kommet. Sidste år fortalte jeg jer om nogle fejl jeg havde lavet i Australiske aktier. Jeg fortalte om en aktie vi havde tabt 75 % på kaldet Forge Group. Nogle ville undre sig over hvorfor vi solgte ud efter så stort et fald. Men generelt er det min mening, at skuffer en aktie dig og holder dine forudsætninger ikke, så gå på sidelinjen og afvendt situationen. Forge Group er i 2014 gået konkurs, så vi sparede i det mindste de penge. I 2014 har i heldigvis været sparet for nogle sådanne handler. 2 aktier som har skuffet midt lidt vil jeg dog fortælle om. Den ene er det danske firma Exiqon. Jeg vil ikke kalde dette en direkte skuffelse da jeg syntes selskabet stadig gør det godt og aktien er attraktiv langsigtet. Alligevel vil jeg nævne aktien i denne kategori da de i 2014 (for 3. år i træk) valgte at lave en nedjustering af deres omsætningsmål. Jeg har besøgt ledelsen og været til en 4-5

timer lang præsentation af deres virksomhed, set deres produktion mv. og jeg syntes aktien er attraktiv langsigtet. Timing er dog alting.

Den dårligste handel jeg har lavet var at købe en Kinesisk tekstilaktie jeg syntes så billig ud. Selskabet hedder Texhong Textile Group og aktien har jeg købt til ca. 8 Hong Kong \$ pr. stk. og handles pt. under 6. Heldigvis for jer var købet ikke særlig stort i målt i kr. og tabet dermed begrænset. Aktien så meget billig ud målt på nøgletal og jeg kunne lide deres historie, produkter og ledelsen. Jeg blev tog taget på sengen da den kinesiske regering ophævede nogle handelsrestriktioner for Cotton som er den vigtigste råvare i garnproduktion. Texhong har tidligere haft en fordel ved at kunne få billig Cotton i Vietnam. Nu kunne deres konkurrenter også få billig Cotton i Kina hvilket har førte til store prisreduktioner i slutproduktet Garn (Yarn) hvilket har ramt Texhongs marginer negativt. Jeg har solgt aktien og ser nu på den fra sidelinjen. Vi vil ikke holde dårligt performende aktier i håb om at tingene ændrer sig.

Den sidste dårlige handel jeg vil fortælle jer om i år (jeg lover der ikke kommer mere efter ☺) er en placering af ca. 1 % af vores portefølje i Quindell Plc. Jeg har grundlæggende 5 vigtige investeringskriterier når jeg køber en aktie:

- Jeg skal kunne forstå selskabet og vide hvordan de tjener deres penge
- Selskabet skal have gode pengestrømme og være stabil
- Selskabet skal en god ærlig, og aktionærvenlig ledelse
- Selskabet skal ikke leve af at lave komplicerede opkøb og andre transaktioner
- Selskabet skal ikke udstede nye aktier konstant.

Jeg er lidt pinlig over at fortælle at jeg ved købet af Quindell ikke så bort fra blot 1 men fra alle 5 af mine kriterier. Så nu har jeg printet dem ud og sat dem over mit skrivebord så det forhåbentlig ikke gentager sig ☺

Det er altid lettere at indrømme sine fejl i år hvor det går godt. Jeg vil dog love at jeg uafhængig af mine resultater hvert år vil fortælle hvad som er gået godt og hvad som er gået skidt. Den eneste måde at lære af sine fejl er at turde fortælle om dem og ikke gemme dem.

Og så tilbage til de gode nyheder.

Investeringer:

Nedenfor ses en oversigt over vores portefølje pr. 31/12 2014:

Portefølje:	Land:	Stk.	Kostpris	Markedsværdi
Protector Forsikring ASA	Norge	5.000	75.440	159.600
Globo Plc.	England	20.000	82.091	76.120
Bakkafrost	Færøerne*	1.000	71.680	138.363
Bank of China	Kina	50.000	142.517	173.413
MHP	Ukraine**	1.000	66.000	56.070
Gilead Sciences	USA	100	38.190	59.850
Deere & Co.	USA	150	78.154	81.690
Eastman Chemicals	USA	650	305.150	303.534
American International Group	USA	600	196.677	206.870
Bet-at-home.com	Tyskland	250	77.294	107.094
SunEdison	USA	1.500	180.601	180.148
Auriga Industries	Danmark	400	120.387	123.000
Glunz & Jensen	Danmark	8.500	358.000	310.250
Total:			1.792.181	1.976.002
* Er børsnoteret i Norge				
** Er børsnoteret i London				

Udover ovenstående ejer vi også et par små aktiepositioner som primært er positioner under opbygning og som, hvis de ikke er solgt næste år vil fremgå af aktionærbrevet. En af disse jeg vil nævne er Exiqon som jeg tidligere har fortalt om. Jeg ser stadig et stort langsigtet potentiale i Exiqon, men timing er alting i forhold til en illikvid aktie som stadig ikke tjener særligt mange penge.

Protector Forsikring ASA:

2014 har været et forrygende år at være aktionær i Protector Forsikring. Aktiekursen er mere end fordoblet og selskabet har leveret det ene gode regnskab efter det andet. Protector er virkelig et eksempel på at man godt kan opnå outstanding høje afkast uden at tage voldsomme risici. Det har Protector for mig været et bevis på lige siden jeg købte aktien omkring stiftelsen. For mig at se er der dog mere at komme efter hos Protector. Protector Forsikring har nogle klare fordele i forhold til sine konkurrenter. De er mere omkostningseffektive hvilket er altafgørende i forsikringsbranchen. For har man laveste omkostninger kan man sætte de laveste priser, dette giver den højeste vækst og de bedste resultater. Jeg har derfor nogle tabeller jeg godt kunne tænke mig at vise jer over Protectors udvikling:

Gross cost ratio – half the cost

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
PRF	11,2 %	12,1 %	11,9 %	10,0 %	7,7 %	8,8 %
Gjensidige	17,0 %	17,7 %	16,5 %	16,4 %	15,5 %	15,3 %
Tryg	17,1 %	17,2 %	17,0 %	16,6 %	16,4 %	15,6 %
Top	14,7 %	14,9 %	15,4 %	15,7 %	15,8 %	16,2 %
If	17,4 %	17,6 %	17,2 %	17,3 %	16,9 %	16,8 %
LF	21,0 %	22,0 %	22,0 %	21,0 %	21,0 %	19,0 %
Codan	20,2 %	20,4 %	19,9 %	21,5 %	22,4 %	21,2 %
KLP	26,7 %	29,1 %	30,4 %	26,5 %	26,4 %	26,2 %

I den første tabel jeg har vist ovenfor sammenlignes Protector med deres konkurrenter på deres omkostningsprocenten dvs. den andel deres omkostninger udgør af deres omsætning. Som det ses er Protector klart markedsledere her, og har været det igennem de sidste mange år. De har pt. en omkostningsprocent som næsten er halvdelen af deres nærmeste konkurrenter. Dette samtidig med at de vækster meget (og dermed bygger omkostninger op i nye markeder). At Protector er bedst på omkostninger er meget vigtigt, det har den fordel at de konstant kan tilbyde lavere priser end konkurrenterne og tage markedsandele uden at det går udover deres overskud.

Volume growth (GWP) 2008 – 2013, accumulated

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Weight AVG 2008-2013
PRF	9,6 %	31,0 %	52,0 %	80,9 %	128,1 %	179,8 %	20,1 %
KLP	3,4 %	8,3 %	13,7 %	17,1 %	35,1 %	49,9 %	7,6 %
Gjensidige	4,4 %	5,7 %	14,5 %	17,8 %	19,9 %	26,2 %	4,0 %
Codan	12,8 %	14,6 %	14,9 %	14,6 %	22,9 %	21,6 %	3,4 %
If	-0,5 %	-4,2 %	3,9 %	9,4 %	15,6 %	18,8 %	3,2 %
LF	4,2 %	6,6 %	9,0 %	12,6 %	16,2 %	20,2 %	3,1 %
Tryg	4,4 %	9,8 %	19,8 %	22,7 %	24,9 %	20,0 %	3,1 %
Top	0,8 %	-2,4 %	-3,7 %	-2,4 %	-1,4 %	0,1 %	0,0 %

Ovenstående viser Protectors omsætningsvækst siden 2008 sammenlignet med deres konkurrenter. De har haft en gennemsnitlig vækst på 20 % hvor deres nærmeste konkurrent har ramt 7,6 % og dette primært

pga. at de har lavet opkøb, hvor al Protector's vækst har været organisk. Og væksten er ikke gået ned. I 2014 har de således vækstet over 25 %. Det skyldes ene og alene:

- Et godt netværk
- Lavere omkostninger, hvilket giver lavere priser
- Den bedste service

Combined ratio versus peers – Protector on Top

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Weight AVG CR 2008-2013
Protector	95,8 %	97,8 %	94,2 %	85,3 %	86,2 %	86,7 %	89,7 %
Tryg	88,2 %	92,2 %	98,8 %	93,2 %	88,2 %	87,7 %	91,4 %
IF	91,8 %	92,1 %	92,8 %	92,0 %	89,3 %	88,1 %	90,9 %
Gjensidige	94,4 %	94,8 %	95,3 %	91,9 %	85,3 %	89,2 %	91,6 %
Top	82,4 %	91,1 %	93,3 %	90,3 %	88,0 %	91,5 %	89,4 %
Codan	98,5 %	100,4 %	101,8 %	102,4 %	94,3 %	95,3 %	98,7 %
LF	93,0 %	96,0 %	102,0 %	100,0 %	96,0 %	97,0 %	97,7 %
KLP	97,3 %	95,5 %	121,9 %	118,1 %	107,8 %	103,7 %	107,5 %

Som det ses af ovenstående har Protector's vækst ikke gjort at de er gået på kompromis med deres indtjening som i forsikring måles som CR (Combined ratio). Protector har pt. den laveste CR og har haft den laveste CR gennem de sidste 7-8 år dvs. klart en branchevinder.

Investment return compared with competitors

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Average
Protector	-2,1 %	16,1 %	9,7 %	-2,3 %	8,9 %	7,0 %	6,2 %
KLP Skade	0,4 %	8,3 %	7,2 %	4,5 %	6,5 %	6,5 %	5,6 %
If	-3,1 %	12,4 %	7,4 %	1,8 %	6,1 %	5,0 %	4,9 %
Tryg	3,5 %	6,6 %	4,3 %	4,8 %	5,1 %	2,5 %	4,5 %
Gjensidige	-0,6 %	5,5 %	5,2 %	4,4 %	5,4 %	4,3 %	4,0 %
Codan	5,6 %	5,9 %	3,5 %	3,0 %	3,9 %	-0,4 %	4,0 %
Top	-6,9 %	7,3 %	4,8 %	3,1 %	6,9 %	4,1 %	3,2 %
LF	-14,0 %	10,0 %	6,0 %	-2,0 %	5,0 %	6,1 %	1,0 %
Average ex. PF	-3,2 %	7,5 %	5,1 %	2,5 %	5,3 %	3,9 %	3,4 %

Den sidste tabel jeg har valgt at vise jer, viser Protector's investeringsresultat sammenlignet med konkurrenterne. Et investeringsresultat er vigtigt for forsikringsselskaberne fordi den viser det afkast som selskaberne laver af de penge de holder for forsikringstagerne. Som det ses af ovenstående er Protector

igen bedst. Både i 2013 og i gennemsnittet over de sidste mange år. Det bør samtidig bemærkes at Protector kun har været under gennemsnittet 1 år (nemlig i 2011), så deres gode afkast er ikke et resultat af højere risiko. Dette kan også ses af at de kun havde et minus på 2,1 % i finanskrisetåret 2008 hvor branchen havde -3,2 % i gennemsnit.

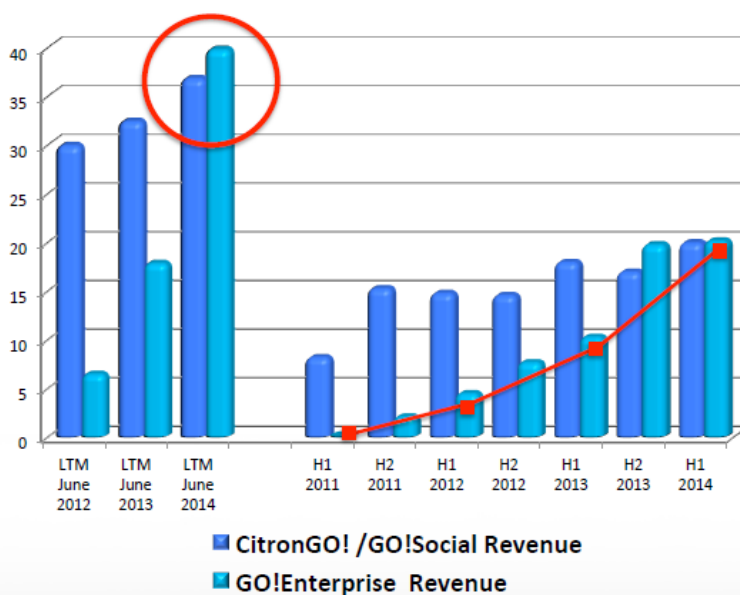
Alt i alt taler ovenstående gennemsnit for at Protector er en klar branchevinder indenfor nordisk forsikring. Kombinerer man dette med at aktien er billigst værdiansat og giver det bedste udbytte ser jeg det som en særdeles attraktiv investering stadigvæk.

I takt med at markedsværdien stiger, vil flere og flere analytikere begynde at følge aktien og flere og flere større investorer vil kunne købe sig ind i historien.

Globo:

At være aktionær i Globo har omvendt været en mere langstrakt affære. Aktiekursen er faldet ca. 25 % i år, på trods af at selskabet har leveret nogle gode regnskaber og står til en vækst på ca. 50 % igen i år. Jeg har mødt selskabets IR chef i London og snakket med ham omkring selskabet og dets potentiale fremadrettet. Jeg tror alt godt kommer til den som har tålmodigheden og mht. Globo har jeg stadig god tålmodighed. Når en aktie der i forvejen er billig ser deres kurs falde 25 % samtidig med at omsætningen stiger 50 % er det klart at aktien bliver endnu mere attraktiv. Pt. ser jeg den som en ren foræring, forudsat at hvad deres regnskaber viser også er retvisende. Det har jeg ingen grund til at tro at de ikke skulle være og fastholder på baggrund heraf vores position i Globo. Jeg vurderer at selskabets EPS (indtjening pr. aktie) vil være over 0,1 £ i 2015 (og nok tæt på 0,15), hvilket er meget i forhold til aktiekursen som handles mellem 0,4 og 0,5 £. (P/E 3-4 stykker). Når Globo samtidig har lavet gode strategiske opkøb, har forbedret deres cash flows konstant og løbende holdt vækst og produktudvikling højt, så spår jeg et selskab med en god fremtid. Men stadig et selskab man maks bør holde 5-10 % af sin portefølje i.

Finance: Income statement analysis



GO!Enterprise becoming the dominant revenue stream.

Bakkafrost:

Jeg havde for et par år siden aldrig troet at jeg skulle spinde guld på en lakseaktie fra Færøerne. Men det er hvad der er sket med Bakkafrost i år. Kursen er steget mere end 100 %, jeg har modtaget et godt udbytte og selskabet har leveret gode finansielle resultater og strategiske beslutninger. Det har delvis været på grund af den russiske regerings eksportban af europæiske fødevarer. Dette har gjort at Bakkafrost fra Færøerne har kunnet sælge sin fisk til Rusland til skyhøje priser. Dette er dog slet ikke den eneste årsag til Bakkafrost stigning. Den vigtigste er at Bakkafrost ligesom Protector er omkostningsledere. Deres omkostninger pr. kg. produceret laks er langt lavere end deres konkurrenter fra især Norge. Det gør at hvis priserne falder, så går det ud over konkurrenterne lang tid før det går ud over Bakkafrost.

Samtidig producerer Bakkafrost en høj kvalitets fisk med meget høje Omega 3 syrer i. Dette gør fisken meget attraktiv i markeder som USA, Asien mv. hvor det anvendes på kendte sushi restauranter. De sælger deres fisk som er større end i Norge på lange kontrakter med langtidskunder. Det giver en hvis stabilitet i aktien.

Samtidig har de lanceret et nyt stort investeringsprogram der har til formål:

- At øge selskabets organiske vækst
- At sænke omkostningerne yderligere
- At forbedre den biologiske situation

Jeg har gennemlæst deres investeringsbudget og det ser fremragende ud. De kan investere samtidig med at de opretholder et højt udbytte og på den måde holde en høj egenkapitalforrentning.

Bank of China:

Vi opretholder en position i den kinesiske storbank Bank of China (BAC). BAC har i år leveret alle de ting som de plejer nemlig:

- Vækst (over 10 %)
- Høj Egenkapitalforrentning over 18 %

Når en bank kan levere godt vækst og høj egenkapitalforrentning ser det godt ud. BAC har løbende forbedret deres omkostningsprocent, altså deres driftsomkostninger i % af "netto-rente og gebyrindtægterne". Dette har løbende øget deres konkurrencefordel og gjort at de har haft plads til at deres udlånstab er steget en del (de kom fra uhørt lave niveauer). Jeg forventer også stigende udlånstab i fremtiden, men banken er pt. prisfastsat som om den er ved at gå konkurs hvilket jeg slet ikke kan se.

BAC har således et meget højt indlånsoverskud og udlånstabene udgør stadig kun 1/10 af driftsresultatet. Sagt på en anden måde, deres tab på udlån kunne stige 1.000 % og de ville stadig gå i 0 på bundlinjen.

Aktien handles pt. til en P/E omkring 5 stykker og et udbytteyield lige over 8 % på trods af en god stigning sidst i 2014. Men den høje ROE og gode vækst i betragtning syntes jeg stadig der er tale om en attraktivt prisfastsat aktie.

Gilead Sciences:

Gileads aktiekurs har været på en meget stor roller coaster i løbet af 2014. Historisk set over de sidste 10 år har Gilead været en af de mest stigende aktier man overhovedet har kunnet have. Vi købte os ind i Gilead omkring 65-70 \$ pr. aktie da aktien midt i året blev sat en del tilbage pga. uroligheder vedrørende den høje pris som Gilead valgte at tage for deres storsællert Sovaldi. Markedet overreagerede dog, hvilket hurtigt sendte aktien op til 110 \$ pr. aktie da de gode regnskaber begyndte at komme.

Senere på året faldt aktien igen ned til omkring 85 \$ pr. aktie da Abbvie fik godkendt et konkurrerende produkt og fik overtaget alle ordrer for Hepatitis via Express Script (primært via store rabatter).

Jeg mener dog igen markedet overreagerer. Markedet ser ikke det store billede omkring Gilead men fokuserer udelukkende på kortsigtede recepttal for Sovaldi/Harvoni. Jeg mener Gilead:

- Historisk har kunnet vokse EPS omkring 20 % årligt
- Handles til omkring 10 gange indtjeningen
- Køber egne aktier tilbage i stor stil
- Er meget mere end blot Sovaldi/Harvoni. De er førende indenfor HIV/AIDS og er ved at komme stærkt i gang indenfor Cancer og Cardiovaskulære sygdomme.

Jeg holder stadig fast i vores 100 aktier i Gilead uden nogen planer om at sælge disse for nuværende.

MHP:

Vores investering i MHP er en af de investeringer der ikke er gået vores vej i løbet af året. Vores gennemsnitlige anskaffelsessum er omkring 11 \$ og aktien handles ultimo året omkring 9,5 \$. Med det sagt har der dog været en del positive operative overraskelser. Selskabet lever af at producere især kylling i Ukraine som de sælger ca. halvdelen af indenlands og resten som eksport. Som alle nok ved har Ukraine været enormt hårdt ramt i 2014 af geopolitiske uroligheder. Dette har også ramt MHP i form af at de har måttet lukke en mindre æg-farm i det østlige Ukraine. Herudover har de været ramt af den faldende ukrainske valuta. En investering i MHP bør jeg først sige ikke er for alle og man bør under alle omstændigheder ikke investere større % af sin formue her. Som valueinvestor bør man jo spørge sig selv, skal man så forlade en deprimeret aktie fordi aktiemarkedet har sendt den ned pga. uroligheder.

Jeg har valgt ikke at gøre dette men i stedet holde os investeret i MHP. Nedenfor har jeg vist deres cash flow oversigt for 2014 for de første 9 måneder af året sammenlignet med 2013. Som det ses er cash flow før ændringer i arbejdskapitalen steget fra 298 til 384 mio. \$ og cash flow fra driften efter ændringer i arbejdskapitalen fra 258 til 262 mio. \$. Dette viser at MHP på trods af urolighederne på ingen måde har en cash krise. De skovler stadig kontanter ind. Men for at vurdere hvor mange penge 262 mio. \$ er skal det selvfølgelig holdes op imod markedsværdien.

INTERIM CONDENSED CONSOLIDATED CASH FLOW STATEMENT
for the nine-month period ended 30 September 2014
(in thousands of US dollars, unless otherwise indicated)

	Notes	2014	2013
Operating activities			
(Loss)/Profit before tax		(314,257)	155,783
Non-cash adjustments to reconcile profit before tax to net cash flows			
Depreciation and amortization expense	4	71,319	79,812
Net change in fair value of biological assets and agricultural produce	4, 6	(81,304)	(29,997)
Gain from acquisition of subsidiaries		-	(6,776)
Change in allowance for irrecoverable amounts and direct write-offs		17,585	13,385
Loss on Shahtarska Nova breeding farm, net		49,008	-
(Gain)/Loss on disposal of property, plant and equipment and other non-current assets		(62)	(374)
Finance income		(3,043)	(2,787)
Finance costs		83,480	83,737
Unrealised foreign exchange loss/(gain), net		560,610	4,992
Other non-cash adjustments to reconcile profit before tax to net cash flows		338	-
Operating cash flows before movements in working capital		383,674	297,775
<i>Working capital adjustments</i>			
Change in inventories	9	(21,988)	150,004
Change in biological assets	10	(84,930)	(124,795)
Change in agricultural produce	9	(7,081)	30,726
Change in other current assets		(1,735)	(15,535)
Change in taxes recoverable and prepaid		68,122	(1,325)
Change in trade accounts receivable		(10,296)	1,820
Change in other liabilities		9,780	(23,443)
Change in trade accounts payable		(14,759)	(6,342)
Cash generated by operations		320,787	308,885
Interest received		2,904	2,788
Interest paid		(55,135)	(46,420)
Income taxes paid		(6,426)	(6,777)
Net cash flows from operating activities		262,130	258,476

MHP har 105,7 mio. udestående aktier. Tager man de 262 mio. i cash flow og dividerer med 105,7 mio. udestående aktier får man et cash flow fra driften pr. aktie 2,4 \$ pr. aktie. Man skal her huske at dette kun er for 9 måneder så annualiseret op til 12 måneder svarer det til 3,3 \$ pr. aktie. Holder man dette op mod aktiekursen på 9-10 \$ pr. aktie ser de fleste valueinvestorer nok hvorfor jeg endnu ikke har solgt aktien.

Et selskab af MHP's størrelse foretager selvfølgelig også en del investeringer:

Investing activities			
Purchases of property, plant and equipment	8	(87,979)	(128,559)
Purchases of other non-current assets		(6,371)	(3,538)
Purchase of land lease rights		(4,030)	(3,179)
Acquisition of subsidiaries, less cash acquired		-	(61,056)
Proceeds from disposals of property, plant and equipment		460	1,131
Purchases of non-current biological assets		(285)	(2,485)
Investments in short-term deposits		-	(15,000)
Withdrawals of short-term deposits		354	459
Loans repaid by/(provided to) employees		(6)	582
Loans repaid by/(provided to) related parties, net		(2,462)	-
Net cash flows used in investing activities		(100,319)	(211,645)

MHP har de sidste 2-3 år brugt store summer på at bygge et helt nyt stort kompleks, hvilket har været medvirkende til de flotte øgede resultater. Det er dog værd at bemærke at MHP på trods af de meget store investeringer i vækst de sidste 2 år har udbetalt omkring 90 mio. \$ i årligt udbytte. Med en markedsværdi

omkring 1 mia. \$ giver aktien pt. et Yield omkring 9-10 % hvilket jeg finder særdeles attraktivt når de samtidig kan vækste og dermed på sigt endda hæve udbyttet. MHP går pt. i overvejelser om at foretage en udvidelse af kapaciteten med i alt 300 mio. \$ fordelt over 2015-2016. Dette vil øge deres kapacitet næsten 30 %. Jeg håber meget de vælger dette. Deres forrentning af den investerede kapital er massiv.

Så på trods af aktiefaldet og de store problemer i Ukraine er jeg ikke blevet skræmt ud af aktien. Jeg finder den stadig enormt attraktiv. Jeg vil dog igen bemærke at der er tale om en risikofyldt aktie pga. urolighederne. Risikoen består ikke så meget finansielt for selskabet, men mere i forhold til hvis der udbryder borgerkrig i hele Ukraine og de dermed må lukke alt deres produktion ned eller hvis russerne overtager landet og nationaliserer selskabet eller lignende. Jeg finder dog afkastet så godt at jeg godt tør løbe risikoen med en mindre del af vores portefølje.

Auriga Industries (+ tanker om Arbitrage):

Som i kan se har vi på statusdagen en investering i Auriga Industries. Dette er en lidt utraditionel investering da der her er tale om en Arbitrageinvestering. Vi vil gå ind i Arbitrage i nogle situationer hvor vi mener det er fordelagtigt og især i perioder hvor vi mener aktiemarkedet er overkøbt og vi derfor kan få sikkerhed i arbitrage.

Arbitrage går reelt ud på at købe noget som man kan sælge videre til en højere kurs med næsten 100 % sandsynlighed.

I 2014 annoncerede FMC at de ville opkøbe Auriga Industries, hvilket ville give ca. 324 kr. pr. aktie. Da aktiekursen for Auriga i slutningen af 2014 kom ned omkring 300-305 kr. pr. aktie så jeg en god arbitragemulighed og købte aktien. Vores gennemsnitlige købskurs omkring 303 kr. pr. aktie giver os et afkast på 6,9 % når FMC køber aktierne i starten af 2015. Da vi forventer at skulle holde aktierne i ca. 6 måneder svarer dette til et annualiseret afkast på ca. 14 %. Dette er ikke så godt som vi forventer at kunne få på de mest lovende aktieinvesteringer, men i markedet med høje multipler og som er risikofyldte er dette en god måde at sprede investeringer på. Man skal dog passe på med arbitrage hvis ikke man kender området. Man kan let komme til at undervurdere risk/reward forholdet. De 3 faktorer man skal vurdere ved Arbitrage er:

- Hvad er det % annualiserede afkast
- Hvad er risikoen for at handlen går i vasken
- Hvad er downside i aktien, hvis handlen ikke går igennem?

I Aurigas tilfælde er svaret på nummer 1 som skrevet ca. 14 %. Risikoen for at handlen ikke går igennem er ofte pga. købers problemer med at skaffe finansiering, købers aktionærer som afviser handlen eller konkurrencemyndighederne som siger stop. I Aurigas tilfælde er det blot konkurrencemyndighederne vi venter på giver det grønne lys. Og da FMC på ingen måde vil opnå et monopol eller lignende ser jeg kun minimal risiko for et nej her. Da jeg samtidig vurderer Auriga til at have en fair stand alone value på omkring 250 kr. pr. aktie (og da flere end FMC var interesserede i at købe) estimerer jeg 20 % downside og 14 % upside. Og da jeg ser stor sandsynlighed for at handlen går igennem, syntes jeg det var en attraktiv risk/reward.

En anden sådan mulighed lå i Nørresundby Bank omkring kurs 395. Her kom Nordjyske Bank på banen og endte med at byde 450 svarende til 14 % i afkast på 6 måneder, yderst attraktivt.

Arbitrage er dog ikke noget jeg vil anbefale de fleste investorer at gå ind i, da en enkelt eller 2 fejl kan koste dyrt. Herudover kræver det man følger godt med og løbende vurderer om de penge man binder i arbitragen bedre kan bruges andre steder.

Bet-at-home.com:

Det er ikke længe siden jeg udsendte en analyse af Bet-at-home til jer (se aktiebrev 3), jeg vil derfor ikke bruge så meget tid på at snakke om den. Jeg vil dog lige nævne at jeg er meget tilfreds med udviklingen jeg har set efter vores køb. Både i forhold til Q2 og Q3 regnskabet som BAH har aflagt og i forhold til den efterfølgende aktiekursudvikling. BAH har eksekveret på alle de rette parametre og jeg mener at fair value pr. aktie bør være helt oppe omkring 80-90 Euro hvorfor der stadig er meget at komme efter her.

Eastman Chemicals:

Jeg har heller ikke meget nyt at skrive om her, da det væsentligste omkring investeringen fremgår af Aktiebrev 5. Eastman Chemicals har dog aflagt Q3 regnskab og kapitalmarkedsdag samt gennemført opkøbet af Taminco Corporation.

Det overordnede billede af EMN er stadig positivt og jeg forventer de når deres underliggende EPS målsætninger. Aktien er blevet sendt en del tilbage fra 85 til 75 i december måned primært pga. det store fald i olieprisen. Markedet har stadig fuldstændig misforstået Eastman Chemicals og hvad Eastman som aktie handler om. Eastman har guidet for ca. 8 \$ i EPS for 2015 med en oliepris på 100 \$ pr. tønde. De har samtidig sagt at et fald i olieprisen på 15 \$ vil medføre et fald i EPS på ca. 25 cents kun. Så selv hvis olieprisen falder til 40 \$ igennem hele 2015 (hvilket alt andet lige er noget usandsynligt) vil Eastmans EPS ikke blive 8 \$ men 7 \$. Bliver olien omkring 70 \$ hvilket nok er det mest realistiske kan Eastman se frem til EPS omkring 7,5 \$. Ovenstående illustrerer hvor lidt Eastman reelt er afhængig af olieprisen mere. Derfor var det en gave for den langsigtede investor da markedet sendte aktien ned fra 85 til 70 \$.

Jeg mener aktien bør prifsættes som et speciality chemical selskab og ikke som et commodity chemical selskab. Aktien handles pt. til 10-11 gange indtjeningen næste år. Den burde i stedet handles omkring 15 gange indtjeningen svarende til 110-120 \$ pr. aktie. Aktien giver samtidig pt. ca. 2 % i årligt udbytte og har en stabil underliggende EPS vækst på 8-12 % oveni.

Deere & Co:

Deere har i november måned aflagt deres 2014 årsregnskab (de har forskudt regnskabsår). Deres resultater har været ret gode, men det var deres guidance for 2015 til gengæld ikke. Jeg har i slutningen af året reduceret lidt i vores aktier i Deere med en OK profit. Jeg har i starten af 2015 solgt de resterende aktier i Deere. Jeg syntes stadig selskabet er et fantastisk selskab, men tror de dårlige regnskaber i 2015 og fremover. Dette har betydet at jeg har etableret mig en short position i selskabet efterfølgende. Det er sjældent jeg både har selskabet som jeg kan lide at være long og short i, men en short position i Deere har intet med selskabet at gøre, men med deres markedsforhold at gøre. Jeg har kigget på traktorsalgene for de sidste 20 år samt farmland acre produktionen og jeg tror at den her cykliske downturn bliver længere og dybere end markedet tror. EPS på 3-5 fra 2016-2018 kan godt blive aktuelt, og så er en short langt bedre end en lang position i Deere. Det handler ofte om at analytikere i cykliske aktier undervurderer hvor dyb en

nedtur aktien for undervurderer opturen efterfølgende. Kan man spotte disse trendvendinger kan man nå at positionere sig inden analytikerne vender og dermed fange en bølge.

Glunz & Jensen:

Den sidste aktie jeg i år har valgt at skrive lidt om er Glunz & Jensen A/S som vi ejer en større og større position i løbende. Herudover ejer jeg personligt aktier heri og jeg ved flere af jer andre også gør det, hvorfor det er mit gæt at vi tilsammen ejer omkring 2-3 % af hele selskabet. Det mit mål indenfor 2-3 år nå vi kan opnå at eje over 10 % af selskabet. Dette vil ved nuværende børskurs svare til omkring 7 mio. kr.

G&J har været i vælten i DK og oplevet massiv kursnedgang pga. store udfordringer på deres markeder samt store omkostninger til afskedigelser, omstruktureringer og lignende. Der gemmer sig dog en anden og lidt lysere historie bag er det min holdning. G&J har haft en hård bundlinje men ser man på deres cash flows har de rent faktisk leveret ok resultater og sammenholder man det med at Selandia Park indeholder skjulte værdier og aktien handles til K/I omkring 0,4 er det store muligheder her.

Jeg vil i løbet af 2015 lave en længere rapport herom der beskriver dette. Jeg vil meget gerne om jeg kan få fuldmagt over alle jeres aktier i G&J på deres generalforsamling i August således at jeg kan udøve indflydelse via vores samlede stemme %.

Aktien i G&J svinger meget sammen med deres EBITDA forventninger de udmelder markedet. Jeg er dog i G&J efter en anden historie. Nemlig asset play historien. Jeg vil dog gøre opmærksom på at vores position i G&J er meget langsigtet. Jeg er overbevist om at vi kan tjene ca. 100 % på vores G&J aktier. Det er dog ikke utænkeligt der vil gå 2-3 år før disse værdier vil blive realiseret. Vi har dog tålmodigheden til at vente og bygge positionen op. Selandia Park er værd ca. 30-40 mio. mere end værdien i G&J's regnskaber. Hvis jeg ser bort fra selskabets immaterielle aktiver på balancen og sætter Selandia Park til markedsværdi vurderer jeg indre værdi pr. aktie til ca. 70-75 DKK pr. aktie. Sagt på en anden måde, hvis G&J valgte at lukke sig selv ned og sælge alt de ejede ville der nok blive over 70 DKK pr. aktie i kontanter til aktionærene. Når vi i slutningen af 2014 har, kunne købe aktien til 37-38 DKK kan flere af jer nok forstå hvorfor vi har tålmodigheden til at vente og engagementet til at fremme værdien. Jeg vil dog godt lige understrege, at vores mål ikke er at likvidere G&J men blot at få værdierne frem i lyset primært ved at få dekonsolideret Selandia Park i regnskaberne, få frigjort arbejdskapital og foretaget investeringer i lønsum forretningsudviklingen, sagt på en anden måde. Hævet egenkapitalforrentningen massivt.

American International Group (AIG):

Jeg har netop udsendt en længere analyse af AIG i aktiebrev 1 2015 og vil derfor ikke bruge yderligere tid på at beskrive vores investeringscase i AIG i dette brev.

SunEdison (SUNE):

Et rigtig spændende selskab som jeg er ved at bygge en større position op i. Dog et selskab med lidt højere risiko end normalt. Afkastmulighederne er dog også rigtig høje. Jeg sender en analyse heraf ud indenfor et par uger.

Finansiering og finansielle kontrakter:

Vi anvender finansielle kontrakter såvel i forbindelse med aktieinvestering (differencekontrakter) samt til risikostyring og finansiering (børshandlende 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.

Finansielle kontrakter bruges dog primært i forbindelse med shortselling til afdækning af risiko samt til risikojusteret finansiering (børshandlede optionskontrakter).

I slutningen af året er disse kontrakter af betydelig karakter. De væsentligste poster er på vore balance under passiver (gældsforpligtelser). Her vil i se at der står en stor gæld kaldet "finansielle kontrakter". Dette består primært af call optioner som jeg har solgt på DAX og Euro Stoxx 50 indekset. Optionerne har en løbetid på 1-3 år ca.

Fordelen ved disse kontrakter er at jeg modtager en stor sum penge når jeg sælger kontrakterne som jeg kan bruge til at investere for. "Gælden" bliver samtidig forrentet med kursudviklingen i de underliggende indeks. Dvs. stiger DAX stiger min gæld, falder DAX falder gælden. Der er dermed ikke tale om traditionel gearing hvor du handler for lånte penge, men i stedet et forsøg på at lave margin differences til vores fordel. Dette er indtil videre gået godt og noget jeg forventer jeg vil blive ved med i et vidst omfang. Simplethen fordi jeg mener, at de penge jeg modtager upfront, dem kan jeg forrente bedre end udviklingen i det underliggende indeks i den pågældende løbetidsperiode.

Tanker om Stock Based Compensation (SBC):

Mange selskaber, især selskaber fra USA gør meget ud af at vise såkaldt GAAP accounting som er finansiell rapportering efter normale standarder samt NON-GAAP resultater som er ledelsens egne "interne" resultatberegninger. I nogle tilfælde giver det god mening af vise NON-GAAP accounting, især i forhold til "one-off items" i form af større omstruktureringer, nye regnskabsmetoder og lignende, men også i form af svingningerne i pensions-plans og lignende giver det mening. Hvad der efter min mening ikke giver mening er, når der justeres for SBC og for afskrivninger af immaterielle aktiver. Afskrivninger af immaterielle afskrivninger anser jeg kun for NON-GAAP når der er tale om afskrivninger af goodwill med uendelig løbetid, og dette findes kun i meget sjælden grad.

Mange firmaer anvender dog, på trods heraf NON-GAAP indtjening som deres primære resultatlinje, vist i pressemeddelelser mv. Her er hvorfor jeg ikke mener det giver mening af undlade SBC fra GAAP accounting. Man bør stille sig selv spørgsmålet. Hvis jeg betalte alle mine medarbejdere med aktier i stedet for normal løn, ville jeg så ingen personaleomkostninger have siden al SBC ikke bør indgå i GAAP? Nej naturligvis ikke. Om dine medarbejdere får løn som kontanter eller som aktier er irrelevant, det er stadig en lønomkostning. For at måle den sande omkostning til regnskabet burde man netop stille spørgsmålet: Hvor meget skulle jeg udbetale i løn hvis jeg kun måtte give kontantaflønning? Oftest er det svar meget tæt på det resultat som GAAP accounting er i dag inklusiv SBC. At fratrække SBC giver kun mening hvis man har et "one-time" tilfælde eksempelvis i form af en CEO der fratræder og har fået en kæmpe fratrædelsespakke eller lignende, altså hvor man vil illustrere for aktionærerne at dette er en udgift der ikke kommer igen. Men SBC er netop en udgift som går igen år efter år, for har man ikke denne udgift skal der udbetales kontantaflønning i stedet.

SBC i boble-aktier:

Hos Symmetry investerer vi både long og short i aktiemarkedet. Dette betyder at vi både investerer i at aktier skal stige fremadrettet samt at de skal falde. Vores short positioner er dog oftest spredte og små i størrelser og antal og udgør normalt kun en meget lille del af vores portefølje (hvis man ser bort fra index shorts via call optioner). En af de short positioner vi har pt. er i AthenaHealthcare som efter vores mening handles til absurde multipler af deres indtjening og cash flows. Aktien handles til 1.000 gange GAAP indtjening og 150 gange NON-GAAP indtjening og selskabet leverer stort set intet cash flow. Jeg vil nok beskrive vores short teori omkring Athena i et senere aktionærbrev.

Boble-aktier som jeg ynder at kalde dem, er selskaber med en forholdsvis høj vækst, men hvor indtjeningen og earnings-multiplen ikke kan følge med aktieudviklingen. Der er ofte tale om selskaber med en begrænset historie (kun 3-5 års høj vækst) som handles til over 50 og nogle gange over 100 gange indtjeningen. Disse selskaber anvender i meget høj grad SBC som en stor del af aflønningen til medarbejderne. Dette skyldes ofte at selskaberne tjener meget få kontanter og nogle gange slet ingen og at selskaber derfor er nødt til at give aktieaflønning. Det har flere fordele for selskabet så længe alting går godt:

- Medarbejderne får en meget høj aflønning fordi deres aktieoptioner mv. bliver guld værd på grund af den høje vækst og stigende aktiekurser
- Selskabet sparer en stor del kontanter på at aflønne medarbejdere, disse penge kan i stedet bruges til nye medarbejdere og andre væksttiltag, der igen vil øge væksten og pumpede aktiekursen højere op.
- Selskabet modtager løbende kontanter når disse aktieoptioner indfries. Medarbejderne har sjældent pengene til dette men tegner aktierne til lav kurs og sælger dem omgående i markedet til en langt højere pris. Selskabet udsteder derved konstant nye aktier til højere og højere kurser, hvilket giver dem løbende kontantindskud, yderligere til at finansiere væksten.

Min mening er dog at dette oftest kan medføre at boble-aktier bliver pumpet alt for højt op. Når tingene vender, går det derfor oftest først rigtig galt.

- Væksten udebliver pludselig eller falder hvilket gør at aktiemarkedet ikke vil betale en høj multiple for aktierne mere.
- Medarbejdere bliver bange for at deres aktieoptioner vil blive værdiløse hvorfor de indløser dem og sælger aktierne i markedet, hvilket giver yderligere aktieprisfald.
- Med aktien meget lavere skal medarbejderne have en langt større andel aktier for at få den samme aflønning som før via SBC, hvilket fører til langt større udvanding af kapitalen, herunder EPS.
- Når aktien falder bliver warrants mv. ingenting værd. En del medarbejdere vil derfor kræve kontanter i stedet for aktier hvilket igen sætter pres på firmaet.
- Når optioner og warrants bliver værdiløse udløber de uden at blive tegnet hvilket stopper for selskabets likviditetsindsprøjtning.

Så hvor man pludselig har et firma med høj vækst, stigende aktiekurs og løbende kapitaltilførsel til at ekspandere mere, har man pludselig nu et selskab med lavere vækst, lavere aktiekurs samt langt strammere likviditetstilførsel hvilket vil begrænse mulighederne for igen at hæve væksten. Det er derfor oftest en selvopfyldende profeti når et vækstselskab med høje multipler vender rundt.

Hos Symmetry har vi kun en lille del kapital i shorts. Dette skyldes at vi generelt er bullish på aktiemarkedet set over tid. Herudover kan en overvurderet aktie ofte forblive overvurderet meget lang tid eller endda

oftest blive endnu mere overvurderet. Så det nytter ikke kun at have ret, også at have ret på det rigtige tidspunkt. Vi finder dog indimellem aktier som vi mener et værd at shorte, enten fordi de bare er massivt overvurderede eller fordi vi mener de er frauds (regnskabssvindler) eller at vi ser at deres business case bare ikke holder (at deres gode regnskaber snart vil blive dårlige pga. eksterne og interne forhold).

Da vores short positioner oftest er små er det sjældent vi fortæller jer om dem. I nogle tilfælde har de dog en hvis størrelse hvorfor jeg finder det tilrådeligt at jeg orienterer jer herom. Ved Athena Health er det tilfældet. Amazon, Herbalife og Deere er andre tilfælde.

Short selling kan både ske direkte, via CFD'er eller ved køb af put optioner/salg af call optioner. Vi foretrækker at struktur shorts via optioner hvis selskabet har størrelse til det.

Jeg takker jer alle for opbakningen her i vores andet regnskabsår. Jeg ser meget frem til 2015 med flere nye investorer hos selskabet, større kapital til rådighed samt et forhåbentlig flot resultat igen. Jeg er i hvert fald optimistisk og sprudler af ideer.

Med Venlig Hilsen

Andreas Aaen

Direktør – CEO

Symmetry Holding ApS