

Q1 2015 kvartalsrapport:

Indre værdi pr. aktie er i kvartalet steget fra 16,4 kr. til **17,3 kr.** svarende til et afkast på **5,5 %**. Til sammenligning er vores benchmark ACWI steget 2,7 %. Vi har dermed i kvartalet outperformet indekset med 2,8 %.

Vi har pr. 31. marts 2015 en netto exposure på 57 % svarende til 144 % long og 87 % short.

Der har i år været lommer af markedet som er steget meget. Eksempelvis danske C20 og Tyske DAX med over 20 %. Eller Amerikanske \$ med ca. 15 %. Omvendt er de klart største aktiemarkeder i verden (de Amerikanske) flade i forhold til sidste år og de britiske kun op en smule. Vi måler os mod ACWI fordi det er et vægtet gennemsnit af alle aktier i hele verden med konstante valuta. Relative afkast er dog ikke vores målsætning. Vi vil altid stræbe efter absolutte afkast på 15-20 %. I de enkelte år er det ofte illustrativt at vise performance i forhold til et benchmark. Der vil være investorer som hvert år leverer betydeligt bedre afkast end os. Eksempelvis fordi de i år har været 100 % investeret eller endda gearet, eller fordi de udelukkende har haft fokus på skandinaviske aktier, eller fordi de ikke har afdækket valutarisiko mv. Dette bekymrer os ikke. Så længe vores strategi om at levere gode, stabile, høje afkast med lav risiko kan følges er det den vej vi går. Alt i alt vil jeg kalde performance i Q1 for tilfredsstillende og godt på vej mod endnu et godt år.

I starten af kvartalet øgede vi vores egenkapital betydelig ved en kapitaludvidelse i februar der bragte vores formue under forvaltning op fra ca. 1 mio. kr. til 5,8 mio. kr. Vores investeringsresultater i kvartalet er også afspejlet ved at jeg kun havde 1 mio. at investere for de første 1,5 måned af kvartalet og de fulde 5,8 mio. kr. den sidste 1,5 måned. Vores gennemsnitlige kapital har i kvartalet været ca. 3,4 mio. kr. og vores afkast heraf i % har været 9,4 %. Jeg har løbende placeret de nye midler sådan at Symmetry nu er positioneret korrekt i forhold til kapitalens størrelse.

Kvartalet har i sin helhed været godkendt. Flere af vores større investeringer har leveret gode regnskaber og tiltag som jeg til stadighed ikke mener, er reflekteret i aktiekurserne. Samtidig er størstedelen af vores short positioner faldet i værdi hvorved Symmetry tjener penge. Vi har i kvartalet tjent penge på både vores long portefølje og short portefølje i enkeltaktier. Vores makro positioner og indeks short har givet et mindre negativt afkast, hvilket er i overensstemmelse med vores strategi da disse netop anvendes som hedging og skal beskytte vores kapital.

Q1 2015 har været et ekstremt kvartal med meget store aktie- og valutakursudsving. De enkelte aktieindeks har givet meget forskellige afkast. Samtidig er Euro (og dermed DKK) faldet betydeligt i forhold til især \$ og £. Symmetry har en stor del af vores midler placeret i Amerikanske aktier. Vi hedger dog en del af \$ eksponeringen og har derfor fået en del af \$ gevinsten. Dette er helt i tråd med vores strategi om at kunne levere gode stabile langsigtede afkast uafhængig af valutakurser, aktiekurser mv. Vi investerer globalt og hedger en stor del af vores markedsrisiko og valutarisiko.

Det er stadig min opfattelse at aktiemarkedet er ret højt prisfastsat. Jeg er stadig ikke derhenne hvor jeg decideret vil kalde det en boble, men jeg mener vi er ved at nærme os. Hvis man ser på aktiemarkedet siden 2009-2015 er der gået 7 år hvoraf kun 1 (2011) har givet negative afkast på globalt niveau. Samtidig er stigningerne primært båret af multiple expansion og ikke øget indtjeningen i virksomhederne (der er

selvfølgelig øget indtjening, men slet ikke på niveau med stigningerne i aktierne). Jo højere vi kommer op, jo højere er risikoen for at vi får et stort tilbagefald.

Symmetry er som i kan se kun 57 % netto investeret i markedet pr. 31 marts 2014. Dette giver selvfølgelig pres på vores indtjening i perioder med meget stigende aktiemarkeder. Til gengæld beskytter det kapital i nedgangsperioder. Vi vil ikke satse jeres penge på at være hårdt investeret på toppen af en potentiel boble, til gengæld har vi muligheden for at købe stort ind på tilbagefald i markedet.

Men hvordan forsøger vi så at lave afkast i et stigende aktiemarked med lav eksponering. Som i kan se har vi en long book på 144 %. Jeg har kunnet identificere en del aktier som jeg mener, vil klare sig godt både i forhold til det generelle marked samt relativt set de næste par år. Vores short bog er stadig domineret af indeks shorts som koster os penge i stigende aktiemarkeder. Der er dog planen at disse løbende skal flyttes over i shorts i enkeltaktier i takt med at jeg finder egnede kandidater hertil. Denne proces kører løbende.

Det handler nu om at kunne levere så gode afkast som muligt med en meget lav risiko indtil markedet korrigerer ned og vi dermed kan øge investeringerne igen.

Long positions:

Jeg vil her nævne resultater fra de største positioner samt øvrige udvalgte historier.

Eastman Chemicals er stadig vores største investering med 2.500 stk. Selskabets aktiekurs er blevet sendt ned i år på grund af de faldende oliepriser og den stigende \$ der både rammer EMN negativt. På trods af dette leverede EMN et godt årsregnskab og en god guidance for 2015. De guider ca. 7 \$ pr. aktie i EPS hvilket bringer EMN aktiens nuværende P/E under 10 pr. aktie. Jeg mener stadig at markedet overvurderer selskabets risiko relateret til olieindustrien. Ledelsen har valgt at lukke en fabrik i Fiber segmentet og tilpasse kapaciteten, hvilket for mig tyder på at ledelsen er meget fokuseret på at levere aktionærvenlige tiltag uanset hvad det kræver. Når det går op for markedet at salget og den underliggende indtjening i EMN er meget stabil og voksende bør aktien belønnes med en P/E omkring 15. Jeg har tålmodighed til at vente herpå.

Protector Forsikring bør nævnes efter endnu et fantastisk årsregnskab, en fantastisk guidance og en fantastisk aktiekursudvikling. Vi holder stadig alle vores 5.000 aktier i Protector og mener stadig at kursen kan stige langt mere. Selskabet handles stadig til en P/E omkring 13, hvilket er meget lidt set i forhold til væksten på 20-25 % årligt der sker profitabelt og organisk.

AIG leverer stadig på alle de parametre vi har købt aktien på. De køber egne aktier i stor stil, de tilbagekøber højt forrentet gæld og udsteder ny lavforrentet gæld, de frasælger ikke kerneaktiviteter og fokuserer på at forbedre ROE på eksisterende forretning samtidig med de høje buybacks. Jeg ser stadig en god upside med lav downside her.

Vi har sat 2,5 % af vores kapital i Kraft Foods efter det kom frem at selskabet ville fusionere med Heinz og skabe KraftHeinz, verdens 3. største fødevarer virksomhed. Vi har allerede tjent ca. 10 % på denne position fra 83 \$ til 90 \$. 3G Capital som ejede Heinz har vi store forventninger til vil kunne levere store synergieffekter i den samlede forretning. Jeg overvejer pt. om jeg skal købe mere til positionen som en langsigtet investering eller om jeg skal sælge ud og investere kapitalen i noget bedre.

Den sidste aktie jeg vil nævne er SunEdison. Aktien er steget med over 20 % fra vores købskurs under 20 til nu over 25 \$ pr. aktie. SunEdison eksekverer på alt det de lover i forhold til vækst, EM YieldCo og value

creating acquisitions. Jeg mener stadig aktien kan gå op i 100 \$ pr. aktie indenfor få år. Risikoen er dog højere end normalt.

Vi har ikke haft aktier i selskaber der har leveret meget skuffende resultater eller har haft store aktiekursfald i kvartalet. Nogle aktiekurser har ikke gjort som forventet og nogle indtjeningsestimater er lidt under hvad jeg forventede men set generelt har vi været forskånet for betydelige skuffelser.

Jeg har solgt vores aktier i Bank of China efter de store stigninger i aktien samt valutakursen. Jeg har i stedet købt en mindre portion call optioner i BOC som giver mig en stadig upside men beskytter min downside. Samtidig forventer jeg at vores arbitrage position i Auriga vil blive købt af FMC i løbet af april/maj måned. Vi har åbnet en ny arbitrage position i Rella Holding i kvartalet.

Short positions:

Flere af vores short positioner har klaret sig godt i kvartalet (når jeg skriver positivt om short positioner, skal i selvfølgelig forstå sådan at aktiekursen er faldet og regnskaberne været dårlige). Især short positioner i Eleka, Monsanto og Athenahealth har givet et godt afkast. Vores short i Deere har været ca. flad siden vores salgskurs.

Den eneste short position der har givet et betydelig negativt afkast i kvartalet har været Amazon der har kostet ca. 1 %. Amazon aktien steg betydeligt på deres Q4 regnskab der var bedre end ventet på bundlinjen men som ikke leverer op til forventningerne på topplinen. Forventningerne var i forvejen sat ufatteligt langt ned, hvorfor Amazon nærmest kun kunne præstere bedre. Amazon kom dog stadig ud af hele 2014 med et underskud og forventningerne til 2015 er lave. På trods af dette handles Amazon til en markedsværdi på 180 mia. \$. Vi er parat til at lukke vores short når Amazon beviser at de kan levere vækst, cash flow og indtjening der berettiger til denne værdiansættelse. Jeg vil nok lave en længere analyse af Amazon ved lejlighed.

Med Venlig Hilsen

Andreas Aaen

Direktør – CEO

Symmetry Holding ApS