

## Q2 2015 kvartalsrapport:

Indre værdi pr. aktie er i kvartalet steget fra 17,3 kr. til **20,55 kr.** svarende til et afkast på **18,79 %**. Til sammenligning er vores benchmark ACWI faldet 0,67 %. Vi har dermed i kvartalet outperformat indekset med 19,46 % i andet kvartal.

Indre værdi i 2015 er steget fra 16,4 kr. til 20,55 kr. pr. aktie svarende til et afkast på **25,3 %**. ACWI indekset er i hele 2015 steget 2,03 %. Vi har dermed outperformat indekset med 23,27 % indtil videre i år.

Dette er lidt af en milepæl der nu er opnået. Symmetry blev stiftet i marts 2013 til kurs 10 og har nu 28 måneder senere mere end fordoblet de første investorers penge. Vi er over vores langsigtede målsætninger og performer i forhold til planen og følger strategien.

Dette kvartal er lidt hvad jeg vil kalde et knock out kvartal. Vi har tjent penge både på long positioner, short positioner og makro positioner og outperformat benchmark en del i et stigende aktiemarked. Det er ikke noget jeg forventer vi vil se særligt ofte, men det er selvfølgelig dejligt når det sker. Det viser at vores long/short strategi med at koncentrere os i udvalgte aktiehistorier virker og at man ved at arbejde hårdt på at finde de bedste cases kan skabe merafkast.

Jeg har i kvartalet positioneret mig væk fra \$ og placeret vores valuta mere mod hård valuta samt canadiske dollar som jeg syntes blev sendt alt for langt ned samt lidt guld positioner. Euro/DKK vil selvfølgelig altid være den valuta vi er mest positioneret i fordi det er den valuta vi opgør afkastet i. Når jeg taler om positive eller negative makro resultater i resultater skal i forstå det sådan at det er vores afkast fra hedge positioner osv. i forhold til hvis jeg intet havde gjort i forhold hertil.

### Long positions:

Det har været svært at nævne hvilke selskaber fra vores portefølje jeg skulle udvælge til nogle kommentarer til dette brev, simpelthen fordi de stort set alle sammen har leveret varen i kvartalet.

I er nok trætte af at høre det, men jeg kan ikke komme udenom Protector Forsikring endnu engang. En vækst på 25 % på omsætningen, den laveste Combined Ratio i hele den nordiske forsikringsbranche, et godt udbytte, de laveste omkostninger samt gode investeringsresultater. Det er ved at blive hverdag at Protector leverer så gode resultater. De har nu valgt at gå ind på det store britiske forsikringsmarked. Dette er en meget spændende beslutning da det potentielle marked er rigtig stort. 2015 skal de bruge på at bygge infrastruktur op, men i 2016 og 2017 vil vi forhåbentlig se om de kan etablere sig stærkt der også.

Globo Plc har aflagt deres årsregnskab for 2014. Omsætningsvækst på 49 %, EBIT margin på 35 % og gode fremtidsudsigter er noget de fleste investorer godt kan lide. Det eneste aber dæbt mht. Globo er deres evne til at generere frit cash flow. Det er dog svært med en vækst på omkring 50 % ikke at skulle bruge en del working capital. Deres frie cash flow var i 2014 på ca. 5,8 mio. £. Ved en aktiekurs på 50 penny pr. aktie er markedsværdien 185 mio. £ svarende til et free cash flow yield på 3,1 % eller en FCF multiple på 32. Indtjening pr. aktie var 7 penny pr. aktie. I forhold til aktiekursen på 50 svarer det til en 2014 P/E 7 for et

vækstselskab. Alt i alt stadig et meget spændende selskab med store fremtidsmuligheder. Jeg overvejer at øge vores positionering heri lidt men vil gerne lige se deres cash generation stige.

Exiqon leverede et godt kvartalsregnskab hvor selskabet begynder at vise de tendenser der gør at jeg ser aktiekursen minimum fordoble sig indenfor de kommende år. Omsætningen steg 25 % i forhold til Q1 2014. Selskabet var cash flow positiv og udsigterne for nye produkter og slutmarkederne er positive.

Bet-at-home leverede et hamrende godt regnskab med omsætningen op over 10 % i forhold til samme periode sidste år og indtjeningen op 19 % i forhold til sidste år. Bet-at-home handles fortsat til en EBITDA i forhold til enterprise value omkring 7 og en P/E omkring 11, hvilket må siges at være billigt for et selskab der konsekvent har kunnet levere 2 cifrede vækstrater. Samtidig har de ingen gæld men en stor kontantbeholdning.

SunEdison fortsætter med at performe, opkøbe vindparker, sælge deres SunEdison Semi aktier fra og lancere deres nye TerraForm Global yieldco. Jeg ser stadig betydelig upside her, på trods af en aktie som er steget næsten 100 % fra vores købstidspunkt kun ca. 6 måneder siden.

Vi afsluttede vores arbitrage positioner i Auriga Industries og Rella Holding med profit og har taget en ny lovende arbitrage position.

### Short positions:

Vores short positioner var overordnet set positive i kvartalet. Vores index short i DAX vendte og bidrogede positivt, hvilket var tiltrængt ovenpå det dårlige Q1. Yderligere bidragsydere i kvartalet var især ARM Holdings, Monsanto, Trinity Industries og Elekta. De eneste negative bidragsydere af væsentlig størrelse var Amazon, Deere og Carpetright.

Når man åbner en short position er det nogle gange svært at vide hvor lang tid det vil tage før ens case udfolder sig. Nogle gange kan det være en aktie som er ekstremt overvurderet, andre gange kan det være en business case man mener der vil forværres og nogle gange kan det være man mener de næste kvartalsrapporter vil blive dårlige. Nogle gange kan det dog også gå helt ekstremt stærkt. Det er vores short position i Trinity Industries et vidne til:

Jeg kiggede på Trinitys produktion af rail tank cars, slutmarkedet, de nye emission rules samt deres regnskabsprincipper. Jeg var meget kritisk overfor deres regnskaber som jeg syntes så ud til at bruge ret aggressive regnskabsprincipper herunder salg af egne leasingaktiver, produktion til leasingflåde og "gain on sales" principper. Mens jeg analyserede aktien faldt den fra 35 \$ og ned til 25 \$ primært på grund af efterforskninger af deres rail crash systemer fra offentlige myndigheder som de mente var fejlbehæftede og skyld i trafikulykker med videre. Da aktien hurtigt derefter steg igen på en "ren straffeattest" så jeg mit snit til at åbne en short position i 35,1 \$. Det er min klare opfattelse at problemer af den slags ikke går væk så hurtigt. Når jeg tager deres efter min mening pyntede regnskaber med i betragtning så jeg en god short case. Da Trinity nogle uger senere aflagte et dårligt Q1 regnskab samt offentliggjorde af DOJ (department of justice) havde udvidet efterforskningen af deres systemer faldt aktiekursen ned til 27 \$ indenfor få dage. Jeg lukkede vores short position i 27,8 \$ hvilket gav et afkast på 21 % på få uger. Dette er eksempel på at det kan betale sig at gøre sit hjemmearbejde grundigt. Nogle gange tager tingene tid at udfolde sig, andre gange er der gevinst med det samme.

Elekta var endnu en knockout short position i dette kvartal. Midtvejs i kvartalet kom svenske Elekta med en meddelelse om at direktøren ville fratræde, at salget var langt værre end ventet, at der var annulleret ordre, havde været debitortab mv. Dette sendte aktien ned med 25 % og vi lukkede halvdelen af short positionen med næsten 50 % gevinst. Jeg afventer pt. og ser hvordan udviklingen er de kommende kvartaler ifht. resten af positionen.

Deere leverede som jeg havde spået et dårligt regnskab med omsætning nede over 20 % og net income nede med 30 %. Markedet holder dog stadig Deere i forholdsvis høje kurser. Alt i alt har vi i kvartalet haft en god performance fra vores short positioner i et stigende aktie marked, hvilket må betragtes som tilfredsstillende.

Vores største short position giver nu også resultater. Min short case for Monsanto begynder at udfolde sig og levere gode resultater til os. Jeg skrev i Aktiebrev 3 2015 hvorfor jeg mente Monsanto aktien var massivt overvurderet. Efter selskabets Q3 rapport den 24. juni ser det ud til at markedet er ved at få øjnene op herfor. Aktien blev på dagen sendt 6 % ned og er faldet fra 130 til 105 \$ pr. aktie. Jeg har taget lidt profit i positionen men ser stadig aktien dykke yderligere. Monsanto bør værdiansættes som et commodity selskab med 10-15 i P/E og ikke et vækstelskab med 20-25 i P/E. den estimerede EPS i 2016 er ca. 6 \$ pr. aktie. Ved 15 i P/E giver det en aktiekurs på ca. 90 som jeg vil mene er fair value.

Vi har pr. 30. juni 2015 en netto exposure på 78 % svarende til 178 % long og 100 % short.

Med Venlig Hilsen

Andreas Aaen

Direktør – CEO

Symmetry Holding ApS