

Q3 2015 kvartalsrapport:

Indre værdi pr. aktie er i kvartalet faldet fra 20,55 kr. til **18,14 kr.** svarende til et afkast på **-11,73 %**. Til sammenligning er vores benchmark ACWI faldet -10,22 %. Vi har dermed under-performet indekset med 1,51 % i andet kvartal.

Indre værdi i 2015 er steget fra 16,4 kr. til 18,14 kr. pr. aktie svarende til et afkast på **10,91 %**. ACWI indekset er i hele 2015 faldet 8,4 %. Vi har dermed outperformet indekset med 19,31 % indtil videre i år.

Jeg er ikke tilfreds med kvartalet som helhed – det skal man aldrig være når man taber penge. Der er dog to positive ting at nævne om kvartalet:

- Flere af vores positioner leverede gode resultater og regnskaber og vores shortpositioner var yderst attraktive
- Vores resultater er stærkt påvirket af nogle få negative historier – den overordnede portefølje har klaret sig flot

Det er dog ikke godkendt at tabe flere penge end ACWI indekset. Vores strategi er at beskytte kapitalen i nedadgående markeder – dette er ikke helt klaret i kvartalet. Man skal dog huske at jeg sammenligner med ACWI målt i USD – dette gør jeg fordi det er i USD størstedelen af vores aktier er noteret og vi har hedget en stor del heraf. ACWI målt i EUR er faldet tæt på 20 % i dette kvartal (ligesom tyske DAX), så målt i vores "egen" valuta leverede vi et flot kvartal. Jeg vil fortsætte med på kvartalsvis at sammenligne os med ACWI i USD. Ved årsbrevene vil jeg vise benchmark i både USD og EUR så i som aktionærer kan få et godt indblik i hvad valuta har betydet for vores relative resultater. Jeg vil dog som altid pointere at i skal vurdere Symmetry over en længere periode end pr. kvartal. Herudover er benchmark ikke vigtige på lang sigt. Symmetry skal kunne levere positive afkast over en årrække uanset hvordan resten af markedet gør det. Vi har stadig målsætningen om 15-20 % afkast pr. år i snit. Jeg er fortrøstningsfuld til at vi nok skal komme derop i 2015 medmindre det generelle marked før en større nedtur.

Ser man på Symmetrys ÅTD afkast på 10,91 % er det værd at bemærke at der kun er 2 indeks fra udviklede økonomier i hele verden som er plus. Dette er Frankrig med ca. 3 % og C20 i Danmark med ca. 15 %. Set i dette perspektiv er jeg stadig godt tilfreds med et positivt afkast på ca. 11 % og et merafkast på næsten 20 % ifht. benchmark ÅTD.

På trods af fornuftig performance fra store dele af vores portefølje er der dog 3 enkeltstående positioner som har kostet dyrt.

SunEdison er faldet fra et niveau omkring 30 \$ til omkring 7 \$ svarende til et fald på ca. 75 % i kvartalet. Et så stort fald i en af vores aktier kan selvfølgelig mærkes. Man skal dog her huske flere ting. Den første er at SUNE bidrog flot til vores gode Q2 performance. Det andet er at jeg har struktureret positionen primært via call optioner hvilket har begrænset downside som ellers ville have været langt værre. Jeg estimerer dog at SUNE alene har kostet ca. 5 % i negativt afkast til porteføljen i kvartalet. Man bør dog se på hvor SUNE er i dag – aktien er efter min mening langt mere attraktiv i kurs 7 end i kurs 30. Selskabet har lanceret nogle gode nyheder – men har også en del problemer med at deres 2 yieldco er faldet så kraftigt i kurs. Jeg vil give en længere opdatering på SUNE casen i mit årsbrev til marts næste år. Da vi pt. kun har langfristede call optioner i SUNE er vores downside selv i tilfælde af at aktien går i 0 begrænset (2-3 %). Vores upside ved en stigning til 20+ pr. aktie indenfor de kommende 2-3 år er markant.

Exiqon steg i første halvår fra vores købskurs på ca. 8 kr. til ca. 14-15 kr. hvilket var en stigning på ca. 80 %. Dette var selvfølgelig medvirkende til vores flotte H1 resultater. I Q3 leverede Exiqon en opjustering i deres regnskab og fortsatte den flotte performance de har vist det seneste stykke tid. Aktien faldt dog til ca. 11 kr. svarende til ca. 25 % i kvartalet hvilket betød ca. 3 % tab til Symmetrys portefølje. Hos Symmetry bekymrer sådanne kortsigtede bevægelser os ikke. Vi ser os som anlægsinvestorer der ejer den underliggende forretning. Exiqon havde måske taget lidt forskud på glæderne i Q2 – men aktien er efter min mening stadig billig så længe ledelsen kan performe som de har gjort på det seneste.

Den sidste post som kostede os 4-5 % var en større arbitrage position. Denne post viser dog hvorfor man som Symmetry investor ikke skal fokusere for meget på kortsigtede resultater – men tænke mere langsigtet. Alene de sidste 2 dage af september (Q3) kostede denne position Symmetry ca. 2 % i negativt afkast. Torsdag-fredag den 1-2/10 (Q4) gav positionen Symmetry et positivt afkast på estimeret lidt over 3 %. Dette er et eksempel på hvor betydelige udsvingene kan være hen over kortere perioder – og hvorfor jeg gentagne gange – uanset om vi har haft positive eller negative resultater – har opfordret jer til at vurdere afkastene på længere sig end kvartalsbasis. Disse 3 poster kostede os alene ca. 13 % eller mere end hele vores negative resultat for perioden – på trods af at der ikke var væsentlige negative nyheder fra selskaberne eller at aktierne var overvurderede da vi gik ind i kvartalet. Som Ben Graham siger: *“In the short run – the market is a voting machine – in the long run – it is a weighting machine”*. Kortsigtede bevægelser er en fordel for den langsigtede investor der kan tænke rationelt.

Det positive at nævne er dog at jeg pt. ser vores porteføljer som særdeles attraktive til at levere gode afkast over de kommende par kvartaler. Hvor jeg efter Q2 syntes markedet var ret højt og det var svært at finde lovende cases er jeg pt. af en anden opfattelse og syntes vi er positioneret i nogle gode cases der tegner lovende. Dette har flere årsager

- 1) Alle aktier er blevet sat tilbage hvilket relativt set gør dem mere attraktive
- 2) Flere af vores aktier har leveret flotte regnskaber der øger intrinsic værdi uden at aktien er fulgt med
- 3) Jeg har fundet 2-3 nye cases som er særdeles lovende for os.

Long positions:

Vores long positions gjorde det som helhed godt i kvartalet. Som nævnt kostede SUNE, Exiqon samt en stor arbitrage position kortsigtede en del på vores afkast, men overordnet set fra case til case performede vores aktier godt. Fordelen ved Symmetry er vi både kan investere i store value cases samt mindre aktier som har store enkeltstående potentialer. Forskellen er ofte at store aktier følger det generelle marked meget hvor mindre aktier er langt mere drevet af konkrete nyheder fra selskaberne. Det har derfor især været vores mindre aktier som har leveret flot.

En af de større aktier som har leveret fantastisk er JD Sport. Vi gik først ind i JD Sport i starten af 2015. Jeg har allerede nu valgt at sælge vores aktiepost i JD. Aktien er steget fra ca. 600 pence til 950 pence svarende til et afkast på 58 % på ca. 6 måneder. Normalt er det ikke Symmetrys filosofi at eje aktier over en så kort periode – men det ekstraordinære afkast har gjort jeg føler casen er fuldt værdifastsat og nye attraktive cases har gjort jeg mener kapitalen kan placeres bedre. Jeg syntes dog at JD Sports resultater bør nævnes her da de var fantastiske. Same store sales op +10 %. Omsætning op +20 % og EBIT op +80 %. Aktien handles dog tæt på 25 i P/E. Så på trods af at jeg stadig kan lide selskabet og deres forretningsmodel og fremtidsudsigterne har vi nærmet os et niveau hvor margin of safety ikke helt er til vores fordel mere.

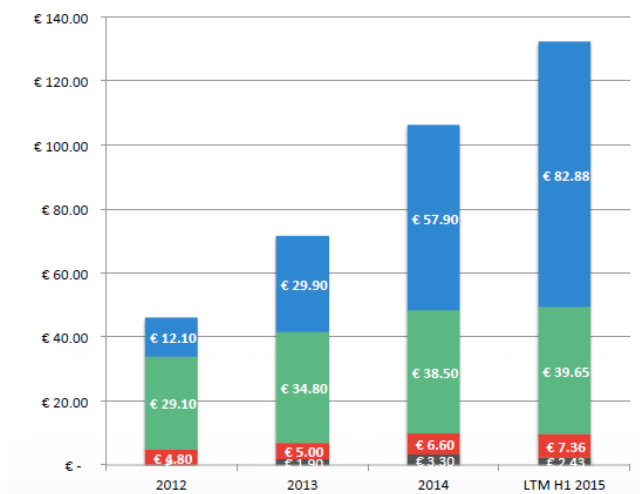
Bet-at-home.com overgik endnu engang alle forventninger. Fremragende vækst og marginudvikling som overgik markedet og dem selv. Det er ved at blive business as usual. Aktien er stadig billig og vi holder den langsigtet.

BoConcept leverede først et fremragende Q1 regnskab som var over de selv vildeste forventninger. Omsætning op med 15 % og EBIT i 8,1 %. Selskabet opjusterede ikke forventningerne hvilket jeg skrev i min indledende analyse ville komme. Den opjustering kom så i midten af september. Jeg tør godt smide

hovedet på blokken og sige: Der kommer minimum en opjustering mere. Aktien handles til meget lave multipler og selskabet er i god gænge pt. Ledelsen eksekverer ekstremt hurtigt på alt de har lovet aktionærene. Mit nye kursmål for aktien er 425 hvilket er over 100 % over dagskursen på ca. 200.

AIG leverede et skuffende regnskab ud fra et operationelt synspunkt. Deres store capital return historie gør at selskabet stadig leverer ud fra den investeringscase jeg har bygget vores position efter. Afkastet og det absolutte return ville dog blive bedre hvis selskabet hurtigere får eksekveret på deres Combined Ratio.

Den sidste case jeg vil uddybe lidt er det engelske/græske softwareselskab Globo Plc. Enten er dette selskab et kæmpe "svindelnummer" eller også er det den vildeste investeringsmulighed jeg nogensinde har set. Jeg deltog den 29/9 i selskabets analytikerpræsentation i London hvor selskabet præsenterede deres H1 regnskab. Jeg har mødt deres IR chef et par gange, men dette var første gang jeg fik lejlighed til at møde deres to græske chefer face to face og stille dem spørgsmål. Jeg selv og nogle af selskabets analytikere fik stillet selskabet nogle hårde spørgsmål og efter min mening svarede ledelsen konsekvent og kompetent på disse. Jeg fik min en personlig samtale med ledelsen efter mødet var færdig. Her stillede jeg igen endnu mere konkrete spørgsmål til deres situation, finansielle rapportering mv. Ledelsen kunne svare hurtigt og direkte på mine spørgsmål. Jeg kan selvfølgelig tage fejl, men det er på ingen måde min opfattelse at selskabet skjuler noget eller er en "black box". Vi vil over de kommende 2-3 måneder få langt bedre indsigt i fremtiden for Globo da de vil lukke deres finansiering (eller droppe den) af en high yield bond, de vil lukke en del opkøb samt konkretisere deres Q3 trading. Dette vil gøre det langt nemmere at bedømme fremtiden. Det er dog en underdrivelse at sige at de fra et finansielt synspunkt leverer vildt flot.



H1 2015 Financial Performance

Revenue up 56% - driven by new licences and renewals

- GO! Enterprise +126% to €44.9m
- CitronGO! +6% to €21.3m

EBITDA +55% to €34.2m

- Gross margin improved (58% to 59%) due to increased direct sales
- Cash generated from operations of €21.0m
- Free cashflow of €7.2m
- Net cash position up from €40.4m in Dec 2014 to €47.4m

\$1m new contract with S Asian conglomerate: added opportunities

Jeg har ovenfor lige sat nogle grafer ind som viser den massive vækst der er i Globo. Deres vigtigste forretningsområde GO!Enterprise voksede 126 % i H1 2015. Deres EBITDA fulgte med op. Cash flow positive på trods af massive investeringer i fremtidig vækst etc.

Viser det sig at der ikke er nogen skeletter i skabet hos Globo bør aktien indenfor de næste 2-3 år handles til 4 £ og ikke 0,4 £ som i dag. Selskabet vægter ca. 4-5 % af Symmetrys portefølje pt. Jeg vil opdatere herpå igen i mit årsbrev da vi på dette tidspunkt har fået langt flere oplysninger omkring opkøb, finansiering heraf mv.

Short positions:

Vores short positioner var meget attraktive i kvartalet da indeksene selvfølgelig fulgte markedet ned og vores enkeltaktier som vi har shortet faldt endnu mere. Der var kun 3 shorts som kostede os penge i kvartalet. Den ene var Amazon – den anden var Solera - den sidste var Athenahealth som jeg vil kommentere lidt mere på nedenfor. Vores to største short positioner i Deere og Monsanto som jeg beskrev i et aktiebrev tidligere i år var rigtigt gode investeringer. Selskaberne rapporterede hver især dårlige regnskaber og aktiekurserne faldt en del mere end markedet. Monsanto er stadig et selskab med en EPS på omkring 5 \$ med ingen nævneværdig vækst de kommende 2-3 år som handles til 85 \$. Vi shortede aktien omkring 125 og her derfor tjent rigtig godt på den i år. Der bør dog stadig være downside tilbage. Deere er faldet fra 90 til ca. 75 \$. Vi shortede den i start 80'erne og måtte se den fortsætte op før den skulle ned. Selskabet kom med et svagt regnskab, nedjusterede deres forventninger og gav en dårlig guidance. Det væsentlige var dog at deres store lånebog begyndte at falde og gav større tab end tidligere. Accelererer denne udvikling samtidig med lave crop prices de kommende kvartaler bliver det rigtig hårdt for Deere.

Vi havde også et par homeruns i både ARM Holding, Victrex PLC og CF Industries som faldt betydeligt mere end markedet i kvartalet og dermed bidrog positivt til vores afkast. Også en veltimet mindre shortposition i Netflix bidrog.

Athenahealth (AH) aktien steg i kvartalet på trods af at det generelle marked faldt. Dette overrasker mig lidt da selskabet er et høj risiko selskab med underskud, cash flow negativ og en større gæld. Selskabet værdiansættes alene på deres høje vækst som er stærkt aftagende. Athena har pt. efter flere gældsoptagelser det seneste stykke tid 300 mio. \$ i gæld. Dette er meget for et selskab som de første 6

måneder har rapporteret end indkomst på 517.000 \$ og som havde 21 mio. \$ i engangsindtægt.

	2015	2014
CASH FLOWS FROM OPERATING ACTIVITIES:		
Net income (loss)	\$ 517	\$ (10,217)
Adjustments to reconcile net income (loss) to net cash provided by operating activities:		
Depreciation and amortization	54,726	45,301
Excess tax benefit from stock-based awards	(1,042)	—
Deferred income tax	3,553	(5,478)
Stock-based compensation expense	32,963	26,565
Gain on sale of marketable securities	(21,071)	—
Other reconciling adjustments	84	143
Changes in operating assets and liabilities:		
Accounts receivable, net	(4,423)	(10,218)
Prepaid expenses and other current assets	(7,287)	(3,043)
Other long-term assets	(858)	(388)
Accounts payable	2,561	4,571
Accrued expenses and other long-term liabilities	7,152	9,526
Accrued compensation	(5,371)	3,852
Deferred revenue	7,094	1,256
Deferred rent	5,982	1,882
Net cash provided by operating activities	<u>74,580</u>	<u>63,752</u>
CASH FLOWS FROM INVESTING ACTIVITIES:		
Capitalized software development costs	(58,730)	(26,218)
Purchases of property and equipment	(41,993)	(28,991)
Payments on acquisitions, net of cash acquired	(39,890)	—
Proceeds from sales of marketable securities	18,584	—
Change in restricted cash	—	2,955
Other investing activities	(2,550)	(250)
Net cash used in investing activities	<u>(124,579)</u>	<u>(52,504)</u>
CASH FLOWS FROM FINANCING ACTIVITIES:		
Proceeds from issuance of common stock under stock plans and warrants	8,559	13,845
Taxes paid related to net share settlement of stock awards	(18,718)	(26,520)

Ovenstående er cash flow opgørelsen fra selskabets halvårsregnskab. Som i kan se er selskabet gået fra mindre cash flow positivt i 2014 til cash flow negativt i 2015 selv hvis vi fjerner de 40 mio. \$ i opkøb. Det er ikke godt at være cash flow negativ når du betaler alle dine medarbejderne med aktier i stedet for kontanter som løn. Som i kan se i toppen var stock based compensation hele 33 mio. \$ for halvåret. Kigger man lidt længere nede (nederst) kan det dog ses at selskabet betaler medarbejdernes skatter relateret til disse. Så på trods af at selskabet får henholdsvis 14 og 8,5 mio. \$ for at udstede nye aktier til medarbejderne betaler de over det dobbelte i skatter relateret hertil.

Samtidig er selskabets vækst hastigt på vej nedad. Hvor selskabet tidligere kunne vokse med 30-40 % årligt kan de nu kun klare omkring 20-25 %, og dette er endda inkluderet opkøb. Jeg tror selskabets omsætningsvækst vil fortsætte med at aftage og at selskabet vil få problemer med at spare sig til lønsomhed. Markedsværdien er over 5 mia. \$, hvilket jeg finder uholdbart højt. De kommende kvartaler vil blive afgørende her.



Vi har pr. 30. september 2015 en netto exposure på 93 % svarende til 168 % long og 75 % short.

Med Venlig Hilsen

Andreas Aaen

Direktør – CEO

Symmetry Holding ApS