

## Årsbrev til aktionærer 2015:

Kære alle aktionærer i Symmetry Holding ApS (Symmetry).

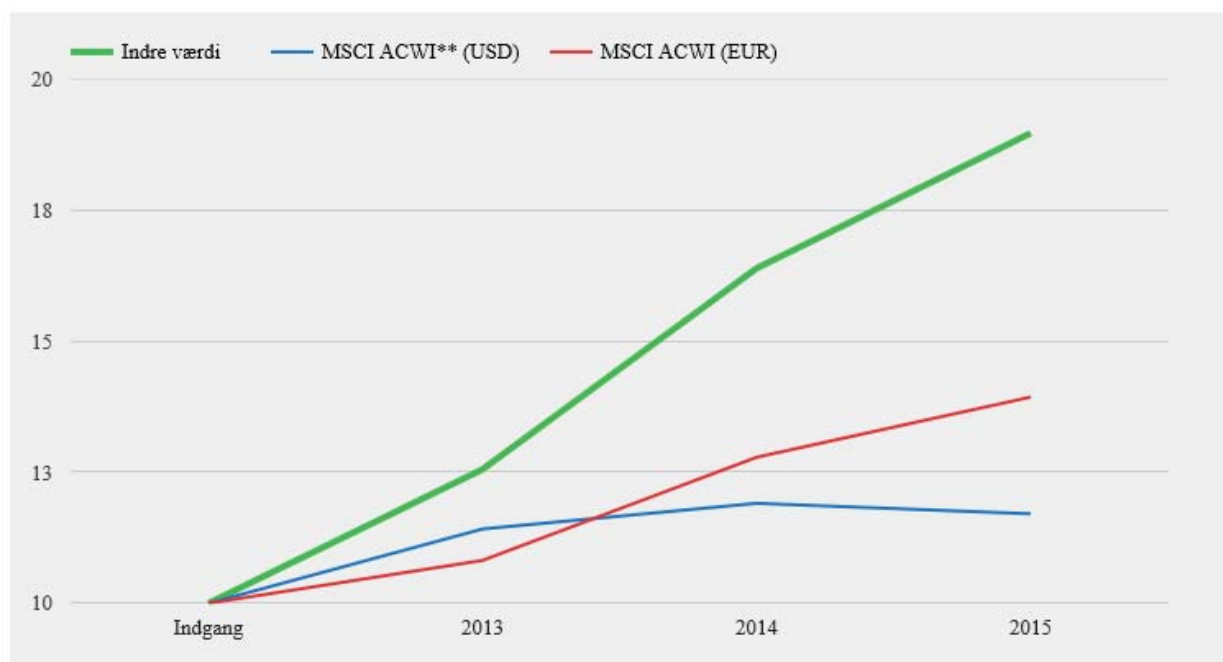
Indre værdi pr. aktie er i år vokset fra 16,4 kr. til 18,98 kr., hvilket svarer til et afkast på **15,73 %**. Til sammenligning faldt vores benchmark, ACWI IMI World indekset, med 1,63 %. Vi har dermed i indeværende år slået benchmark indexet med 17,41%-point.

**Indre værdi pr. aktie er siden starten i 2013 steget fra 10 kr. til 18,98 kr. svarende til et afkast på 25,4 % 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
2015	15,73%	-1,68%	17,41%	18.979	11.662

\*ACWI er målt i \$

Havde man ved Symmetrys stiftelse investeret 10.000 kr. ville disse i dag være vokset til 18.979 kr., hvorimod en investering af samme beløb i ACWI ville være vokset til 11.662 kr.



\*2013 er fra stiftelsen 8.3.2013

\*\*MSCI ACWI = All Country World Indeks og dækker over 85 % af alle aktier i hele verden.

Grafen ovenfor viser udviklingen i indre værdi pr. aktie sammenlignet med MSCI ACWI målt i både EUR og USD.

Jeg er relativt tilfreds med vores resultater i 2015. På trods af vores flotte afkast på næsten 16%, så var 2015 faktisk et særdeles udfordrende år for value-investorer. Vores performance i 2015 blev primært trukket frem af enkelte rigtig gode investeringer og altså ikke vores strategi som helhed. Det er derfor med store glæde, jeg har kunnet notere mig, at især Q4 2015 og indtil videre Q1 2016 har været rigtig gode for vores strategi: Vi har fulgt markedet i positive bevægelser og overperformet i downperioder.

2015 var som sagt ikke et nemt år for valueinvestorer. Faktisk leverede flere af verdens bedste valueinvestorer, som eksempelvis David Einhorn, Nelson Peltz, Andreas Halvorsen, Bill Ackman og Dan Loeb, resultater rangerende fra middelmådige til elendige. Det er i situationer som denne, hvor man skal vise, at man er tro mod sin strategi, og at man ikke lader kortsigtede ændringer i markedsdynamikker ændre sin holdning. Netop dette er vores performance for Q1 2016 et godt eksempel på. Vi har nemlig været tro mod vores strategi, og som følge heraf har vi opnået pæne resultater.

Når det er sagt, så er jeg selvfølgelig ikke utilfreds med et afkast på næsten 16 % for året. Det er indenfor vores langsigtede målsætning om, at kunne levere et afkast på 13-17% årligt. Når jeg så alligevel ikke er helt tilfreds, er det fordi, at en stor del af vores performance i 2015 kan tilskrives en enkelt god investering. I sommeren 2015 begyndte jeg at analysere BoConcepts turn around historie. Det blev hurtigt klart for mig, at casen havde potentiale, og jeg besluttede mig derfor hurtigt for at købe nogle aktier, mens jeg løbende foretog mere research. Efter et fremragende Q1 regnskab købte jeg massivt op i aktien. Kursen steg fra ca. 150 kr. fra vores købstidspunkt til over 400 kr. ved udgangen af året. Dette illustrerer meget fint, at man ikke behøver at gøre mange ting rigtigt for at opnå et flot afkast. Samtidig illustrerer det dog, at man skal gøre et fornuftigt forarbejde, samt turde investere stort, når man bliver præsenteret for sådanne muligheder.

Vores investering i Eastman Chemicals er dog omvendt et godt eksempel på, hvor svært det har været at være valueinvestor i 2015. På trods af en stigende indtjening i 2015 i forhold til 2014, så er kursen faldet en del i 2015. Derfor bør man stille sig selv følgende spørgsmål:

- 1) Købte jeg aktien for dyrt?
  - Svar: Nej, det mener jeg ikke, da vi købte til P/E omkring 10 og price / FCF omkring 13
- 2) Er selskabets fremtidsudsigter dårlige?
  - Svar: Selskabet forventer at kunne tjene minimum det samme i 2016 som i 2015 på trods af modvind fra olie, valuta osv. Altså er svaret nej.

Men hvis vi ikke har købt for dyrt i første omgang, og fremtidsudsigterne ikke er blevet væsentligt forværret, hvorfor er kursen så faldet? Årsagen skal findes i den kortsigtede markedspsykologi, som har

bevirket, at aktien er faldet med over 30% fra toppen. Denne markedspsykologi er hjulpet på vej af det internationale olieprisfald, selvom dette ikke har væsentligt betydning for Eastman Chemicals' indtjening. I sådanne tilfælde kan man ikke gøre andet end at vente. Som Ben Graham siger: *"In the short term the market is as voting machine – in the long run it is a weighting machine"*. Eastman Chemicals er i 2016 steget fra bunden i 55 \$ til ca. 75\$, altså har det være fornuftigt at vente.

### Markedsudvikling:

Jeg viste sidste år to grafer omkring værdiansættelsen af det generelle aktiemarked. Jeg har indsat disse nedenfor.

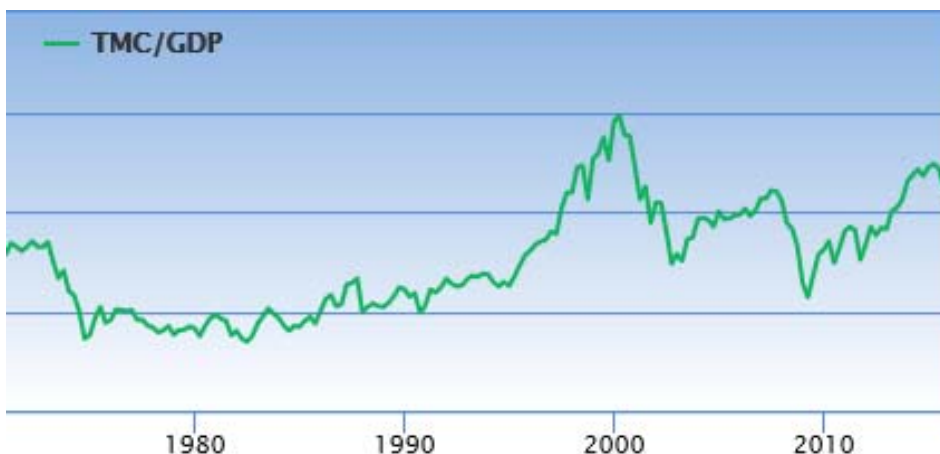


Grafen ovenfor viser den såkaldte Schiller P/E pr. 08-02-2016. Det er nogle gange godt at kigge lidt på de her mere langsigtede grafer af værdiansættelsen. Som det ses, er værdiansættelsen selv efter at markedet er faldet 15-20% fra toppen stadig forholdsvis højt set ud fra et historisk perspektiv. Jeg vil mene, at vi godt kan komme ned omkring 20 på denne graf før det begynder at se lyst ud igen. De her grafer er til for at

styre, hvor stor nettoinvesteringsgrad vi har i Symmetry, dvs. hvor høj risiko vi faktisk ønsker at tage.



Ovenstående graf vedrører kun USA, og den viser værdien af hele aktiemarkedet i forhold til bruttonationalproduktet (BNP). Det er værd at holde øje med, at den blå linje kun har krydset den grønne linje 2 gange tidligere. Under IT boblen og før finanskrisen. For mig at se fortæller dette noget om, at markedet nu er værdisat ret højt.



Ovenstående viser de to grafer på forrige side i forhold til hinanden, hvor den blå linje i midten svarer til 100%. Som det ses er vi stadig forholdsvis højt. Omvendt skal man dog også notere sig, at verden bare ser anderledes ud i dag end tidligere på grund af det utroligt lave renter.

**Investeringer:**

Vores 8 største investeringer udgjordes pr. 31/12 2015 af:

Protector Forsikring ASA
Eastman Chemicals
Mols-Linjen
BoConcept
Bet-at-home.com
Darling Ingredients
Exiqon
Glunz & Jensen

Udover disse har vi optioner i både AIG og SunEdison samt mindre poster eller kortsigtede positioner i MHP og Genmab. Ydermere har vi i slutningen af året og starten af 2016 opbygget en position i Danske Andelskassers Bank (DAB)

Udover ovennævnte har vi også arbitrageforretninger, short positioner, makropositioner og andre hedgeinstrumenter. Vi har en større procentdel af vores aktiver investeret i danske positioner, end vi tilsigter. Dette skyldes, at vi pt. leder efter nogle spændende ting uden for Danmark, og vi pt. har nogle gode positioner i danske aktier. I bund og grund placerer vi pengene, hvor vi ser den bedste mulighed for afkast. Inkluderer vi finansielle kontrakter fylder Danmark noget mindre.

På de efterfølgende sider gennemgås 8 af positionerne. Darling Ingredients er en ny aktie i porteføljen, og en længere analyserapport af selskabet er under udarbejdelse.

### Protector Forsikring ASA:

Protector Forsikring var den første aktie, som vi købte til Symmetrys portefølje, da vi blev stiftet. Selskabet udgør fortsat den dag i dag en stor del af porteføljen, og vi har til dato ikke solgt en eneste aktie i Protector. Vi undlod fra midten af 2015 til slutningen af 2016 at købe flere aktier i Protector, da værdiansættelsen nærmerede sig + 15 i P/E, og da vækstudsigterne var mere usikre. Som følge af, at vores kapital under forvaltning er vokset væsentligt, har jeg igen i starten af 2016 gennemanalyseret selskabet, og på den baggrund har vi valgt igen at købe op i aktien. Følgelig udgør selskabet en meget betydelig del af vores portefølje.

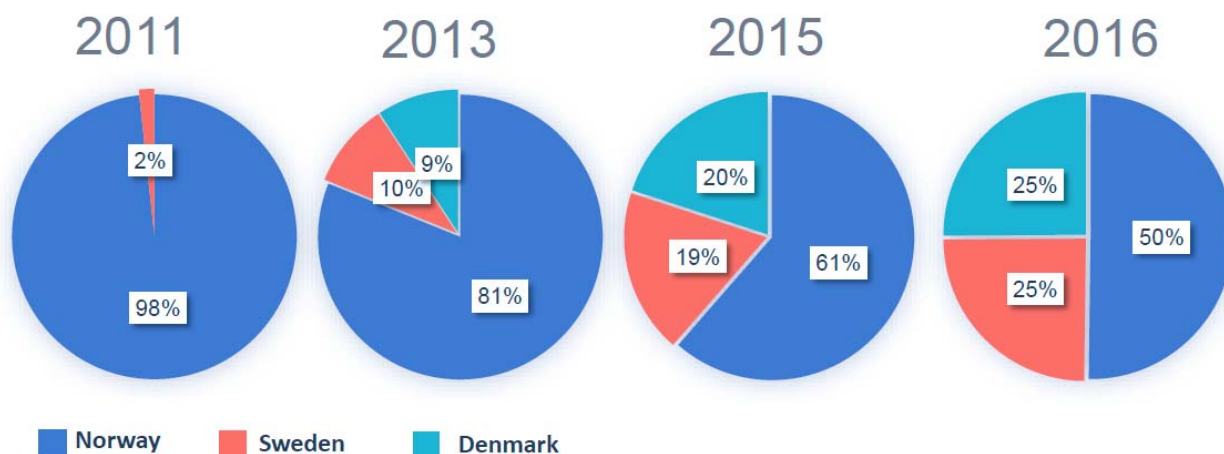
Nedenfor er vist Protector's indtjening pr. aktie i 2015:

Earnings per share	(11)	2,25	1,24	5,49	4,63
--------------------	------	------	------	------	------

EPS steg til 5,49 NOK pr. aktie. Sammenholdt med aktiekursen på ca. 72 svarer dette til en P/E på 13.

Protector guider samtidig for omsætningsvækst på min. 22 % for 2016. Jeg forventer ca. 25 % omsætningsvækst og ca. 20 % på bundlinjen, da jeg forventer lidt lavere investeringsresultat. Det svarer til en EPS på 6,6 eller en P/E på 11. Dette anser jeg for at være virkelig billigt for et selskab, der har vokset over 20 % årligt samtidig med at de har leveret flotte resultater og et pænt udbytte igennem flere år.

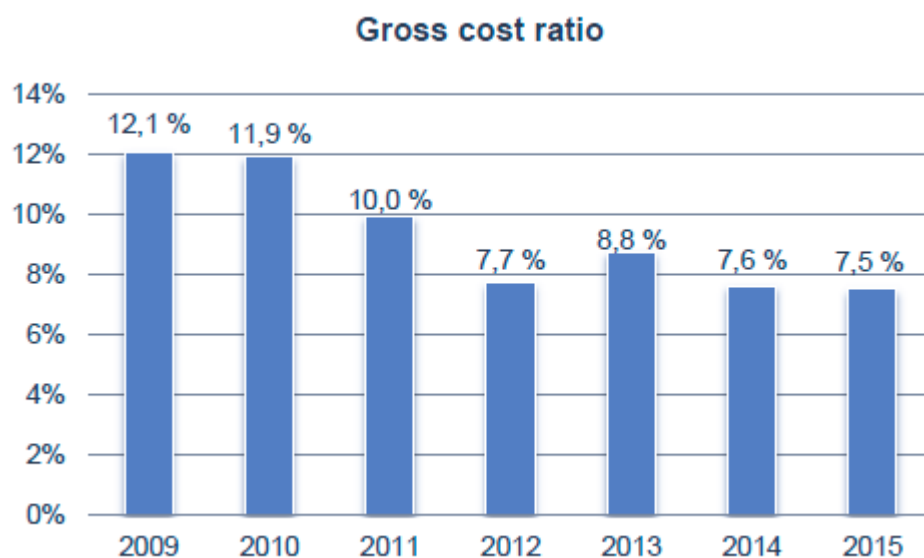
Protector udlodder 2,25 kr. pr. aktie i udbytte, hvilket er lidt mere end 3 % fra nuværende kurs. Der er altså også et pænt resultat oven i de forventede kursstigninger.



Ovenstående chart illustrerer pænt den udvikling, som Protector har været igennem de seneste par år. Fra primært at være en norsk forsikringskoncern har selskabet udviklet sig til at være en skandinavisk koncern.

Fremover vil den geografiske diversificering blot blive endnu større, fordi selskabet planlægger at opstarte aktiviteter i England med start i 2016.

Folk spørger ofte, hvad der gør, at Protector har en så høj vækst. Er det mon fordi, at de underbyder på prisen? Svaret på dette spørgsmål er faktisk ja. Protector tilbyder lavere priser end konkurrenterne, og derfor har de højere vækst. Men hvad er så grunden til, at Protector kan tilbyde lavere priser? Svaret er, at de har lavere omkostninger:



Man skal huske på, at der i disse omkostninger er indeholdt opstartsomkostninger til aktiviteterne i England, samt at aktiviteterne i Sverige og Danmark først nu er begyndt at blive profitable. Selskabet forventer derfor, at kunne bringe omkostningsprocenten længere ned i de kommende år.

Protector Forsikrings opstart i England er meget spændende. Det britiske marked er langt større end hele det skandinaviske marked tilsammen. Får Protector først fat derovre, så er vækstpotentialet for Protector stadigvæk helt enormt.





Samtidig har ledelsen nævnt Beneluxlandene som et potentielt spændende marked, da forsikringsmodellen her minder meget om den skandinaviske.

Vores investering i Protector viser, at man som investor ikke behøver at skifte frem og tilbage mellem sine aktier konstant. Når man har fundet vinderne, så skal man holde øje med dem og følge deres performance; ellers skal man bare lade dem passe sig selv.

## Eastman Chemicals

Eastman Chemicals er et selskab med høj kvalitet og en dygtig ledelse. Ledelsen har især vist sig dygtige til kapitalallokering, hvilket er en af de vigtigste roller for en ledelse. Man kan være nok så dygtig til at tjene penge, men klatter man dem væk på dumme opkøb osv., så betyder det ikke meget.

Eastmans ledelse har vist sig gode til at købe op de rigtige tidspunkter og afdrage gæld/lave aktietilbagekøb på andre tidspunkter. Ingen "normale" mennesker kender Eastmans produkter. Der er ingen, der går ind i Walmart og siger, at de vil have et produkt lavet af Eastman. Alligevel er deres kemikalier at finde i størstedelen af de produkter, vi har at gøre med i dagligdagen.

	Transportation	Building & Construction	Consumables	Durable goods
World-class technology platforms	<b>Cellulose esters</b>  Acena™ cellulose esters for tires		 Acetate yarn for textiles	  CAPs for displays Acetate yarn for decorative interiors
	   TMCD resins for coatings Microfibers for non-wovens Automotive films	 Copolyester for LED	   Microfibers for textiles Medical strips for film testing Copolyester for 3D printing	  TMCD resin for outdoor equipment Tritan™ housewares
	 High solid coatings	   Vinyl flooring Texanol OE300 OE400 Effusion™	  Eastman Omnia™ High Performance Solvent GEM bio olefin surfactant	
	 Impera™ performance resins for tires		 Olefin polymers for hygiene & packaging	
	    Saflex® HUD Saflex® Q series acoustic PVB Next gen HUD Next-gen Saflex® acoustic PVB	 Structural PVB		
	<b>Amines</b>			   Surfactant ingredients Animal nutrition Crop protection

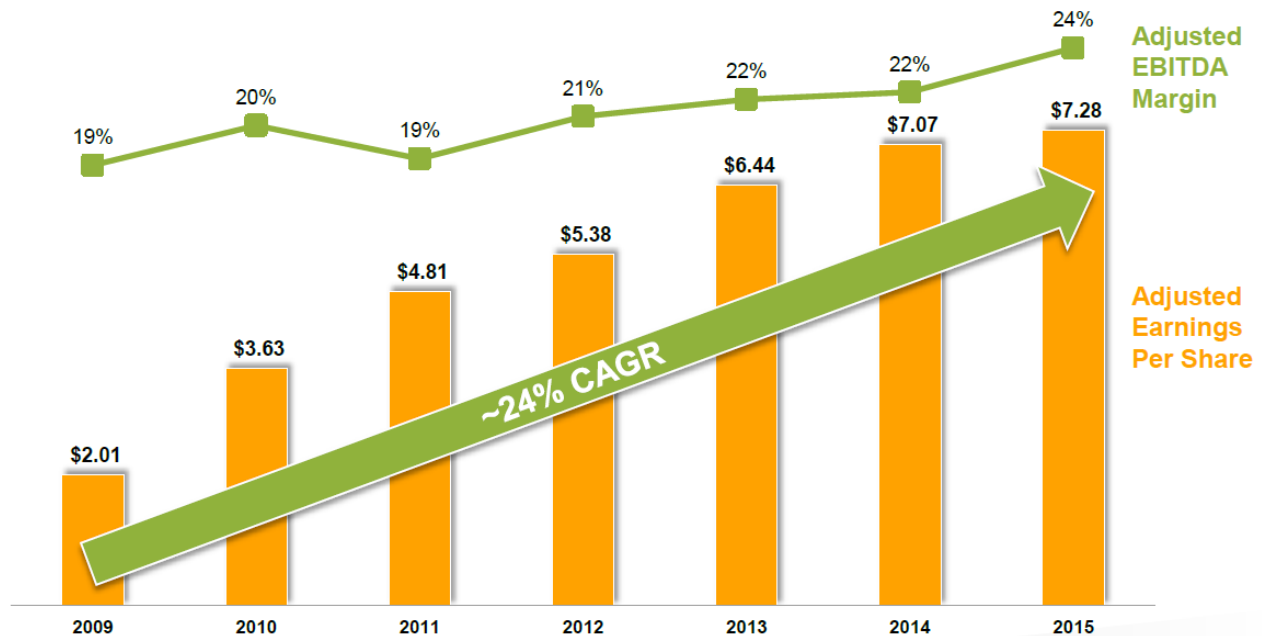
Deres produkter findes i alt fra bilruder, bildæk, menstruationsbind, gødning, fødevarer og olieprodukter til film, tekstiler og cigaretter. I støder formentlig dagligt på produkter, hvor Eastmans kemikalier indgår i!

Eastman er et selskab af høj kvalitet, der kan levere en god stabil vækst i indtjeningen på trods af markedsforholdene. Dette skyldes en diversificeret portefølje af produkter samt en stor mængde consumables dvs. varer som skal bruges hver dag uanset forbrugernes og virksomhederne økonomiske situation.



## Consistent earnings growth 2009-2015

Adjusted Earnings per share (EPS): 2009-2015



Eastmans slutmarkeder har løbende haft udfordringer i forskellige år. Dette er naturligt, når man er i flere forskellige markeder. Samtidig har valutakurser de seneste år givet selskabet en del modvind. Selskabets underliggende forretning er dog år efter år gået bedre. Som illustreret ovenfor, så har selskabet løbende øget sin EPS år efter år siden 2009 og holdt en konstant høj EBITDA margin. Dette indikerer for os, at der er tale om et attraktivt selskab, som ikke lader sine resultater påvirke af eksterne faktorer, men som i stedet konstant fokuserer på de indre linje samt de ting, de rent faktisk kan gøre noget ved.

Samtidig viser indtjeningsvæksten år efter år noget om den robusthed, der i Eastmans slutmarkeder. Eastman leverer en værdiskabelse til deres kunder. De produkter, som kunderne får fra Eastman, er nødvendige for, at de kan differentiere deres produkter ud til slutkunden. Dette gør, at Eastman har en pricing power på deres produkter, hvilket de igen har vist.

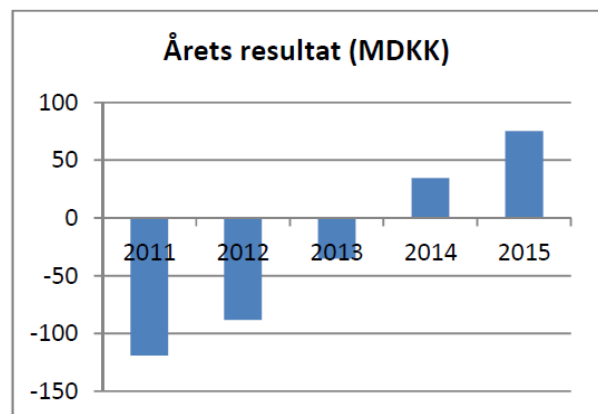
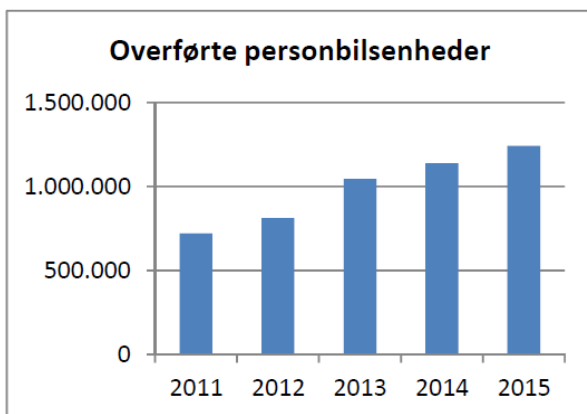
Hos Symmetry behøver vi ikke konstant skifte ud af vores investeringer, så længe de performer. Vi har stor tiltro til Mark Costa, Curt Espeland og resten af ledelsen i Eastman Chemicals. Så længe de leverer en pæn indtjeningsvækst år efter år, så længe at aktien fortsætter med at være billig og så længe at aktien giver et godt udbytte, har vi ikke behov for at skille os af med vores aktier i selskabet.

## Mols Linjen

Mols Linjen har som selskab været en af de mest omtalte på hele den danske fondsbørs i 2015 og 2016. Dette skyldes to forhold. Først den flotte turn around Mols Linjen har lavet, hvorved selskabet i dag er et velindtjenende rederi med lyse fremtidsudsigter. Den anden omtale skyldes den igangværende afnoteringssag, hvor storaktionæren Polaris prøver at få Mols Linjen afnoteret fra fondsbørsen. Fondsbørsen har tilkendegivet, at de gerne vil lade Mols Linjen afnotere. En større række småaktionærer strider voldsomt imod, og disse har lavet sagsanlæg imod afnoteringen. Hos Symmetry forholder vi os forholdsvist passivt til forholdet om afnotering eller ej, hvilket vi har gjort igennem hele processen.

Fordelen ved at være afnoteret er ro omkring selskabet, lavere omkostninger for selskabet og lavere skat for Symmetry. Fordelen ved at den forbliver på børsen er den højere gennemsigtighed, mulighed for at have likviditet i aktien og at få stillet en løbende markedskurs. Som vi har nævnt hele tiden, så ser vi aktien som yderst interessant uanset hvad udfaldet af sagen omkring afnoteringen ender med.

Det er dog vigtigt i mellemtiden at holde fokus på Mols Linjens drift og deres indtjeningsevne:



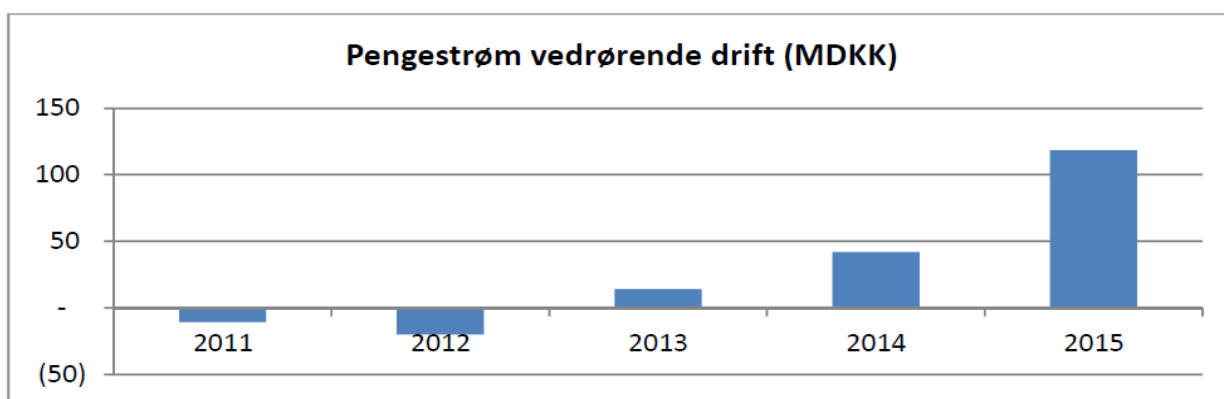
Som det ses har Mols Linjen på blot 5 år fordoblet antallet af overførte personbilsenheder. Dette er gjort ved at modernisere flåden, reducere overfartstiden, øge antallet af afgange på mere fleksible tidspunkter og tilpasse rejsen til kundens behov. Alle der har rejst med Mols Linjen over de sidste 5 år, vil kunne fortælle hvor behagelig rejsen er blevet. Især forretningsrejsende der rejser mellem Århus og København finder det værdiskabende med en samlet rejsetid på kun 2 timer, hvoraf den ene tilbringes ombord på færgen med kaffe, avis og computeren.

Udover en løbende stigende mængde trafik og antal biler, har Mols Linjen de næste par år også gavn af den kraftigt faldende oliepris. Mols Linjen oplyser i regnskabet, at de allerede har hedget olien for hele 2016 og 2017 samt for halvdelen af 2018 til lave niveauer.

For 2016 forventer Mols Linjen nu et resultat på ca. 110 millioner kroner, hvilket allerede er hævet 2 gange siden de først offentliggjorde guidance. Symmetry mener stadig Mols Linjens ledelse er alt for konservative, og vi mener, at der er mulighed for, at resultatet kan ende et godt stykke over 130 millioner kroner.

#### Pengestrømsopgørelse

Pengestrømme vedrørende drift	118,5	42,0	14,1	-20,0	-10,6
-------------------------------	-------	------	------	-------	-------

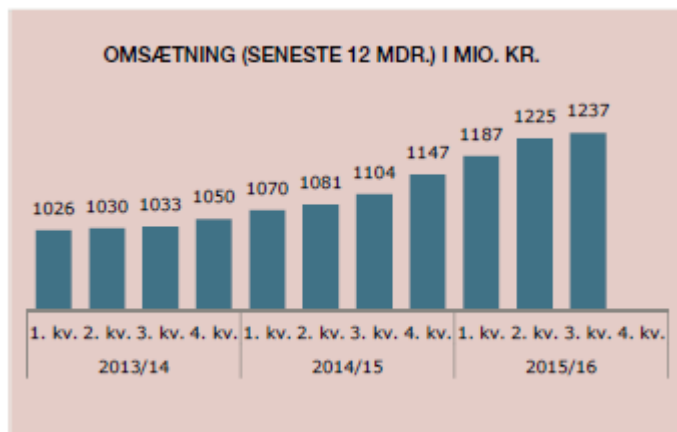


Som det ses ovenfor er pengene væltet ind i Mols Linjen i 2015. Dette har gjort, at Mols Linjen ultimo året står med en gunstig likvid situation. Mols Linjen har valgt at chartre en ny færge der leveres primo 2017, med betaling over en 12 årig periode. Dette forventes gjort på attraktive vilkår, givet den langt bedre situation hos Mols Linjen i dag end sidst de købte ny færge, samt at de generelle renteforhold i markederne er dykket siden. Dette betyder også, at Mols Linjen i praksis ikke skal bruge størstedelen af den store likviditet selskabet genererer, hvilket kan blive udloddet via udbytte til ejerne over de kommende par år. Symmetry forventer, at dette vil være tilfældet.

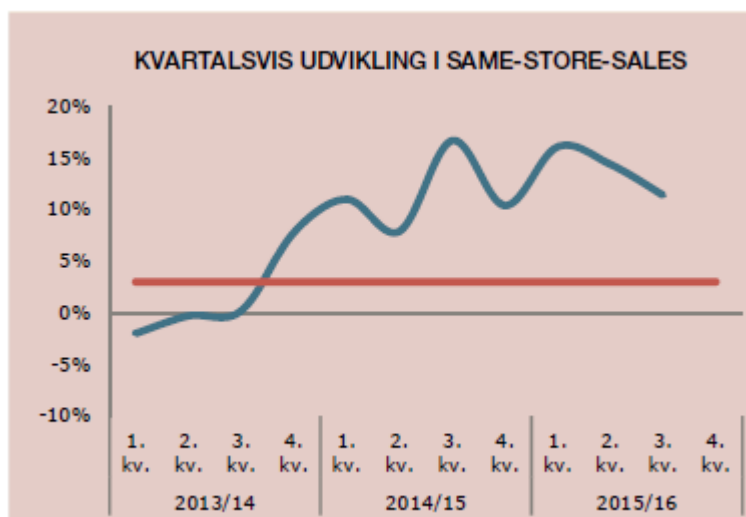
Der er altid risiko ved at have investeret i en noteret aktie. Der er risiko for, at Polaris over meget lang tid ikke sælger aktierne, og at man dermed heller ikke kan komme af med sine egne aktier. Der er risiko for, at Polaris vil prøve at lave en masse juleleje og trække penge ud uden om de øvrige aktionærer. Der er dog flere forhold, der taler imod dette. Polaris ejer alle deres andre investeringer sammen med småaktionærer i forvejen. Jeg har prøvet at kontakte disse og søge på nettet osv., og jeg er ikke stødt på en eneste historie, om at Polaris nogensinde har behandlet deres minoritetsaktionærer dårligt eller snydt disse. Hvorfor skulle de pludselig starte på dette nu? Samtidig skal alle handler være på armslængde vilkår, hvilket også Henrik Lind og hans hær af advokater løbende vil være opmærksom på. Herudover går alle Polaris offentlige udtalelser omkring Mols Linjen på, at de gerne vil have mindretalsaktionærer med, og at de godt kan lide dette i andre sammenhænge. Uden at overpositionere os, så ser vi stadig Mols Linjen som en attraktiv investering.

## BoConcept

BoConcept har i 2015 været en fantastisk investering for Symmetry. Vi spottede tidligt den flotte turn around, som ledelsen var i gang med at udføre og havde tillid til at de kunne fuldføre og færdigeksekvere herpå. Det viste sig i de efterfølgende regnskabsperioder, at selskabet ikke kun havde nået sine mål, men klart overgået disse. BoConcept er en typisk turn around historie, hvor en ny ledelse kommer ind, for ændret strategien, skåret omkostningerne til og tilpasset forretningen.



Ovenfor ses 12 måneders rullende omsætning for BoConcept. Som det ses, har der været en stabil løbende omsætningsvækst kvartal for kvartal. Denne vækst har været udslagsgivende for at BoConcept har kunnet hæve deres EBIT marginer fra omkring 0-2 % til over 10 % de seneste 3 kvartaler.



Udviklingen i Same Store Sales, har ligeledes været et klart fokuspunkt for ledelsen. I stedet for at øge antallet af butikker drastisk, har fokus været på at få solgt mere og mere ud af de enkelte butikker, satse på markedsføring og at pleje de succesfulde franchisetagere. Dette har i den grad lykkedes. BoConcept har i nu

5-6 kvartaler i træk holdt Same Store Sales vækst over 10 %. Dette gør også, at BoConcept som forretning er mere Lean, da det er nemmere at sælge ekstra til de samme sunde butikker, i stedet for at sælge til et større antal nødlidende butikker.

PENGESTRØMSOPGØRELSE (TKR.)	01.05- 31.01.	01.05- 31.01.
	2015/16	2014/15
Omsætning	933.670	838.566
Driftsomkostninger	(832.295)	(894.829)
Regulering for ikke kontante poster	21.933	98.683
Ændringer i driftskapital	(17.177)	(45.485)
<b>Pengestrømme fra drift for finansielle poster</b>	<b>106.131</b>	<b>(3.065)</b>
Renteindbetalinger og lignende	3.250	4.463
Renteudbetalinger	(3.525)	(10.155)
Betalt selskabsskat	(1.061)	(3.305)
<b>Pengestrømme fra driftsaktivitet</b>	<b>104.795</b>	<b>(12.062)</b>
Køb af immaterielle aktiver	(3.663)	(6.921)
Salg af immaterielle aktiver	0	0
Køb af materielle aktiver	(3.149)	(3.381)
Salg af materielle aktiver	2	0
Køb af finansielle aktiver	0	(2.652)
Salg af finansielle aktiver	8.019	5.117
Køb af virksomheder	0	0
Salg af virksomheder	4.234	0
<b>Pengestrømme til investeringsaktivitet</b>	<b>5.443</b>	<b>(7.837)</b>
<b>Pengestrøm for finansieringsaktivitet</b>	<b>110.238</b>	<b>(19.899)</b>

Potentialet i BoConcept vurderes stadig ikke at være udtømt. Som det ses af pengestrømsopgørelsen ovenfor, havde BoConcept de første 3 kvartaler sidste år negative pengestrømme før finansiering på 20 mio. kr. I år er dette tal positivt med hele 110 mio. kr. En markant forbedring. Dette giver forhåbninger om at BoConcept ender i intervallet 130-150 mio. kr. i frit cash flow for dette regnskabsår. Set i det perspektiv er den nuværende markedskurs på 1,2 mia. DKK stadig lav, da en er under 10 gange det frie cash flow.

En anden fordel for BoConcept, er at det løbende frie cash flow nu har gjort deres soliditet høj og gælden lav. Rent faktisk har BoConcept nu igen en positiv netto cash position. Dette gør, at man som investor også kan forvente udbyttebetalinger igen. Jeg forventer allerede, at der vil kommet et pænt udbytte for 2015/2016 regnskabet, der udbetales på generalforsamlingen i september måned 2015. Og at der fremover vil være løbende udbyttebetalinger til aktionærene. Dette skyldes at BoConcepts vækstplaner ikke kræver kapital. Der skal ikke investeres tungt i anlægsaktiver og arbejdskapital, da dette klares af franchisetagerne.

Udviklingen i BoConcept har været exceptionelt flot og mange af de lavt hængende frugter er høstet. Vi mener dog ikke det er på tide at trække stikket og gå videre til andre investeringer endnu, da vækstpotentialet, marginpotentialet og udbyttepotentialet stadig er intakt og ikke afspejlet i den nuværende aktiekurs.

## Bet-at-home.com

Udviklingen i Bet-at-home har fulgt det forecast vi lavede da vi købte aktien i sommeren 2014 og mere til. Selskabets ledelse har leveret hastigt stigende omsætning, stigende marginer og gode cash flows. På trods af at aktien er steget fra omkring de 40-45 Euro vi købte aktien, til over 115 Euro i dag, mener vi stadig ikke at potentialet er udtømt. Dette er afspejlet i den seneste analyserapport vi sendte ud, hvor vi gav aktien et kursmål på 200 Euro.

### **Financial ratios (in EUR thousand)**

	FY 2014	FY 2015	Change
Gross gaming revenues	107,026	121,608	+13.6%
Marketing expense	41,061	36,451	-11.2%
Earnings before taxes (EBT)	27,460	32,941	+20.0%
Employees (as at reporting date)	264	264	+0.0%

Ovenfor er vist nogle de vigtigste nøgletal for 2015. Det er virkelig flotte tal. Selskabet har hævet omsætningen med 13,6 % i forhold til 2014 og indtjeningen på EBIT med hele 20 %. Ydermere har selskabet guidet for en vækst i omsætningen på minimum 10 % i 2016. Bet-at-home er positioneret i en god markedssituation, med salg til især Østrig, Tyskland og Polen. Dette er stabile økonomier, der har en befolkning med gode privatøkonomier, hvorfor spil og online gambling vinder mere og mere frem. Dette har Bet-at-home også mærket, hvilket har gjort at de har kunnet have en årlig vækst i omsætningen på over 10 % årligt i snit 5 år i træk nu.

Et af de områder hvor vi har været en del efter Bet-at-home og utilfredse med dem, er de historisk lave udbyttebetalinger de har leveret til aktionærerne. Vi mener de har akkumuleret for meget cash, i stedet for at udbetalte dette. Dette har BAH nu gjort op med:

### ***bet-at-home.com AG – Dividend Proposal for 2015 of EUR 4.50 (previous year: EUR 1.20)***

Stigningen i udbyttet er langt over vores forventninger, som lå på 2-2,5 Euro pr. aktie og er dermed særdeles tilfredsstillende. Dette giver aktien en udbytteyield over 4 %, hvilket i sig selv vil tiltrække flere investorer til aktien. BAH aktien handles til 11-12 i P/E. Dette finder vi stadig meget billigt for et selskab med over 10 % toplinevækst, stærkt cash flow og nu også et godt udbytte.

## Exiqon

Vi har fulgt Exiqon over en længere periode, som et spændende selskab med fantastiske fremtidsmuligheder. Vi valgte i starten af 2015 at købe en større portion Exiqon aktier i niveaueet 7-10 DKK pr. aktie og gøre aktien til en langsigtet investering. Lige præcis med Exiqon, skal ordet langsigtet forstås bogstaveligt. Kursen i Exiqon spurtede hurtigt op til tæt på 15 DKK og er siden stabiliseret omkring 12 DKK. Vores grundlag for at købe Exiqon aktien langsigtet, var at vi ikke mente markedet havde indregnet det marginpotentiale, der var ved at materialisere sig i selskabet.

Selskabet har høje bruttomarginer og er vildt skalerbart. Dette gør at de mener de kan have fremtidige EBIT-marginer på 20-25 %. Vi er helt enige med ledelsen i at dette er muligt. Med en stadig høj 2 cifret årlig omsætningsvækst, en årlig forøgelse af margin % og et godt cash flow er potentialet i Exiqon efter vores opfattelse stadig ikke indregnet i selskabets aktiekurs.

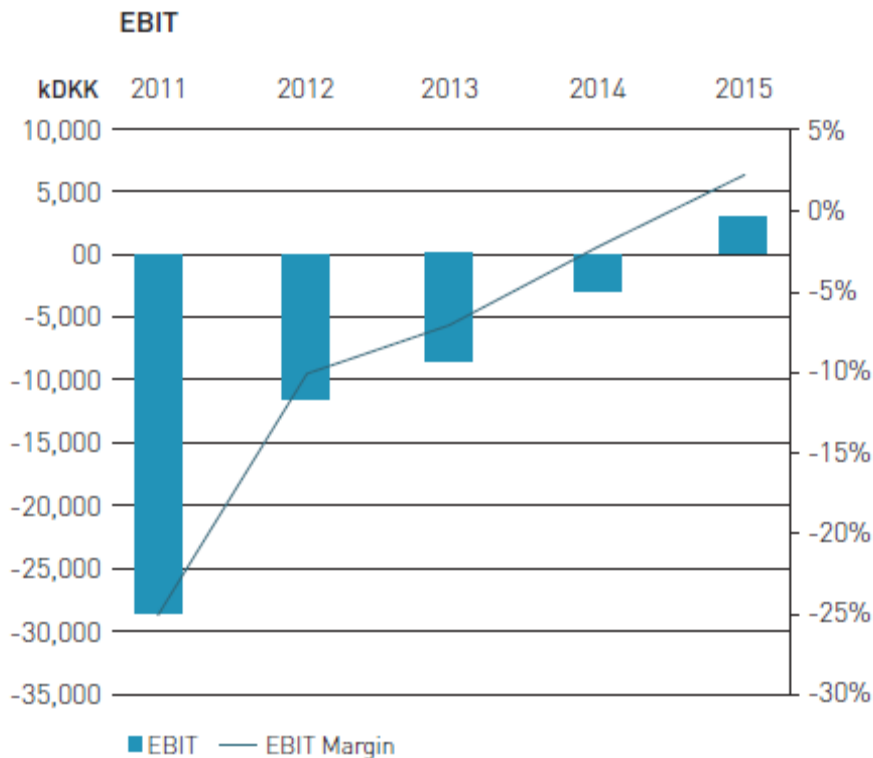
### Financial highlights:

In summary (DKK million)	Q4 2015	Q4 2014	FY 2014	FY 2015
Revenue	46.6	34.4	132.4	162.0
Gross profit	28.4	22.1	85.2	102.6
EBITDA	3.8	-1.1	3.1	12.2
Net profit	5.2	-3.6	-2.8	5.9
EPS	0.14	-0.10	-0.08	0.16

Exiqon hævdede deres omsætning med 22 % i 2015 i forhold til 2014 og 4 dobledede deres EBITDA. Salget af deres egne produkter steg med hele 26 % i forhold til 2014. Exiqon guider for at denne trend vil fortsætte, og mener salget af egne produkter og service (som er den klart største del af forretningen) vil vokse med omkring 20 % igen i 2016. Dette vil få den samlede omsætning op omkring 185 mio. kr. Vi mener omsætningen kan ende omkring 190 mio. kr. for året. Hvilket igen modsvarer en massiv vækst.

Exiqon er med denne vækst i omsætningen, hele tiden i stand til årligt at øge deres marginer, fordi de ikke har behov for at øge omkostningerne i samme tempo som stigningen i omsætningen.

Dette er vejen frem for at de kan nå den profitabilitet og cash flow, som deres langsigtede forventninger tilsiger.



Som det ses af ovenstående chart, har Exiqon formået hvert eneste år at hæve deres EBIT margin. 2015 er det første år hvor denne nu er i + og selskabet dermed kan rapportere positive tal på EBIT niveau. Som sagt forventer både vi og selskabet at denne trend vil fortsætte de kommende 2-3 år.

Indenfor 2-3 år ser vi selskabet omsætte for 230-250 mio. kr., med en EBIT margin på 20-25 %. Selskabets EBIT forventes dermed at lande omkring 50 mio. kr. Ser man på markedsværdien i dag, mener vi stadig ikke dette er afspejlet i kursen. Et selskab med 2 cifret topinjevækst og et godt cash flow, med en ledende position inden for et spændende niche område i life science sektoren, mener vi vil blive handlet til 20-30 gange EBIT. Er vi korrekt her, går Exiqon aktien over kurs 25 inden for en kortere tidsperiode.

En anden mulighed der er i Exiqon, er deres spændende diagnostik programmer. Exiqon forventer data i Q3 fra deres prostata kraft markør, samt i Q4 for deres tyktarmskræft markør. Falder data positivt ud, forventer Exiqon at der kan ske kommercielt salg allerede i starten af næste år. Vi er lidt mere pessimistiske og kalkulerer med salg omkring ultimo 2017 / starten af 2018, da der skal CE mærkning og findes partnere. Potentialet i disse tests er dog sindssygt store. En positiv kommerialisering heraf er slet ikke indregnet i kursen og er noget der har potentialet til at mangedoble aktien. Det er stadig usikre fugle på taget, men der er en stor upside heri hvis disse programmer lykkes.

Samtidig mener vi Exiqon er en attraktiv opkøbskandidat, hvor der pludselig kan komme et bud med 40-70 % præmie over dagsværdien.



**Darling Ingredients:**

Som lovet udsender vi en længere analyse af Darling Ingredients inden for nogle måneder, når vores research er helt færdig.

Kort fortalt er Darling en traditionel Symmetry investering. Et selskab med gode cash flows, en stærk forretningsmodel og ledelse, samt en høj moat omkring deres forretning, der gør at de kan levere et højt afkast på deres investerede kapital. Darlings aktie styrtdykkede fra over 20 \$ til under 9 \$ i løbet af 2015. Det var dette store fald der fangede vores interesse, da vi ikke mente det var fortjent i forhold til potentialet i Darling.

Darling har 3 forretningsområder, Food, Feed and DGD. Darling opsamler rester fra slagterier, brugt madolie fra restauranter, rester fra bagerier etc. og omdanner disse restprodukter til proteiner i både menneskemad og dyrefoder. Darling opererer store højteknologiske fabrikker rundt omkring i USA og Europa + Asien, hvor de omdanner alle disse restprodukter til værdiskabende fødevarer ingredienser. De spiller dermed en stor rolle i hele affaldscyklussen. Darlings forretning er primært en såkaldt "spreadforretning". Darling får således at fast spread mellem den salgskurs de får for slutprodukterne og den pris de betaler leverandørerne. De er dermed ikke afhængige af de volatile priser der findes for slutprodukterne.

Priserne for Darlings slutprodukter er styrtdykket i løbet af 2015, hvilket er den primære årsag til faldet i aktiekursen. Når slutprodukterne falder, går der 3-6 måneder før Darling får ændret deres pris aftaler med deres leverandører og opnår samme spread. Deres resultater hænger derfor bagefter. Vi har allerede set tegn på i Q4 regnskabet, at dette spread har stabiliseret sig og Darling igen er begyndt at tjene gode penge. Dette sendte også aktiekursen op med over 30 % på deres regnskab.

Darling har sammen med Valero, et JV kaldet Diamond Green Diesel (DGD). Dette JV laver low cost bioethanol ud af "yellow grease", eller direkte oversat "gul fedt". Dette er restprodukter som Darling indsamler og ikke selv anvender i deres Food og Feed segmenter. I stedet for blot at smide dette ud, producerede Darling sammen med Valero en kæmpe fabrik, der producerer Ethanol baseret herpå.

Dette JV har vist sig yderst succesfuldt og Darling og Valero er allerede i gang med at udvide kapaciteten en del, samtidig med at Darling løbende har modtaget gode udbytter fra dette JV.

På trods af at vi allerede har fået en god kursstigning på investeringen i Darling, mener vi der er meget mere at komme efter. Vores estimer er omkring 1,5-1,7 \$ i cash flow pr. aktie i 2016, hvorved aktien handles til kun 7-8 gange cash flowet. Vi præsenterer som sagt casen yderligere i en efterfølgende analyse.

## Glunz & Jensen

Glunz & Jensen er en af de eneste investeringer vi har, hvor 2015 ikke er gået som forventet. Selskabets ledelse er kommet med to nedjusteringer af deres forventninger og har ikke igangsat de strategiske tiltag, som vi mener bør tages for at skabe værdi for aktionærerne. Vi holder dog stadig fast i aktien, da vi mener de mange nye produktlanceringer selskabet er kommet med op til DRUPA messen i Maj måned, samt flere forskellige besparelsetiltag vil få fuld indpas i næste regnskabsår.

G&J guider pt. kun med et resultat på 10-15 mio. i EBITDA for hele året. Trækker man investeringer (CAPEX) på 5 mio. ud heraf samt renter på ca. 3 mio. kr., ender selskabets cash flow på kun 2-7 mio. kr. Dette er ikke meget for et selskab, hvis markedsværdi er omkring 70 mio. kr.

Det er vores holdning, at Glunz & Jensen som absolut minimum skal kunne levere et positivt EBITDA på 20 mio. kr. årligt. Fratrullet investeringer og renter og lidt skat, skal der kunne tjenes minimum 10 mio. kr. i årligt cash flow. I så fald handles aktien til 7 gange cash flowet. Det er vores forventninger, at selskabet igen fra og med næste regnskabsår, kan komme op på dette minimumsniveau til cash flowet. Alene deres ejendom genererer omkring 10 mio. i EBITDA, hvorved der ikke skal meget ekstra salg/omkostningsbesparelser til, for at de kan nå de 20 mio. i alt. Vi mener stadig der er et langsigtet turn around potentiale i Glunz & Jensen. Selskabets omsætning på ca. 300 mio. kr. bør kunne holde en EBITDA margin på 10 %, svarende til et EBITDA på 30 mio. kr. Hertil kan tillægges 10 mio. i EBITDA for ejendommen.

Kan selskabet nå derhen, handles aktien til under 2 gange EBITDA og vil i et sådan tilfælde været markant undervurderet.

Vi arbejder som større aktionær i selskabet, stadig tæt sammen med ledelsen og de andre aktionærer for at få vendt udviklingen i Glunz & Jensen og få realiseret det potentiale der er i forretningen.

Vi håber 2016/2017 bliver regnskabet der vender tingene rundt og DRUPA massen bidrager positivt hertil. Sker der ikke betydelige ændringer her, mener vi selskabet bør sælge sig selv.

**Short positioner:**

Vi havde et generelt godt år med vores short positioner. Det var det første år hvor vi begyndte at lave mere koncentrererede single short positioner. Vi har løbende rapporteret om vores short positioner i de enkelte kvartalsopdateringer, hvor positionerne er beskrevet mere detaljeret. Nedenfor følger en opdatering af vores væsentligste short positioner i løbet af 2015:

Vi havde et par enkelte short positioner som vi lukkede med tab:

- Amazon
- Abaxis

Om det er et tegn på at vi ikke skal shorte aktier der starter med A skal jeg lade være usagt.

Der var dog også flere vindere i 2015:

- ARM Holding
- FEI Co.
- Cerpheid
- Ciena
- Monsanto (ej lukket)
- Deere (ej lukket)
- Netflix
- CF Industries

Herudover har short positioner i Athena været neutral i året.

Vi har en del åbne short positioner 31.12.2015 og har også lukket en del med succes i første kvartal 2016, hvilket vi vil rapportere mere om sammen med Q1 2016 opdateringen.

Når man foretager short selling, er det vigtigt at have en katalysator for at ens case vil udvikle sig som man forventer. Dette er oftest i form af dårlige regnskaber eller lav guidance. Ved at gennemanalyse et selskab og deres fundamentale forhold og sammenligne ens indtjeningsestimater, med det analytikerne forventer, kan det oftest lykkedes at finde selskaber, hvor spændet mellem det man faktisk mener sker, og det analytikerne forventer er meget stort. Når selskaberne derefter skuffer markedet og analytikerne, falder aktien oftest markant.

Det farligste inden for short selling, er ikke at turde tage et tab når casen ikke udvikler sig som man forventer. At shorte et selskab, blot fordi det er overvurderet er generelt tåbeligt. Et selskab kan, godt fordi det er overvurderet blive dobbelt overvurderet, hvorefter man har et tab på 100 %. Det er derfor essentielt at lede efter den katalysator, der skal få aktien til at falde. Normalt åbner vi kun short positioner når vi mener, at casen vil udspille sig inden for de kommende 2-3 kvartaler. Udfolder casen sig ikke der, lukker vi vores short position og hopper videre til noget andet.

Generelt fungerer short selling godt for os. Det minimerer vores risiko samt vores volatilitet og sikrer os mod større kursfald. Det er dog vigtigt at pointere, vi shorter ikke for at hedge, vi shorter for at lave positivt afkast.

### Tanker om pengepolitik og inflationsrisiko:

Jeg har valgt her at skrive lidt omkring, hvordan mit synspunkt er på emner som pengepolitik, inflation, rentemarkeder, kapitalmarkeder og lignende. Symmetry er primært aktiefokuserede og investerer ikke direkte i makromarkedet. Det er dog alligevel relevant for mig at forklare mit synspunkt på disse emner, da det gennemsyrrer den måde jeg tænker aktier på, samt den måde jeg risikoafdækker og hedger os på.

Medierne og nogle økonomer er meget fokuserede på at vi for guds skyld ikke må ende i det skrækelige deflationsscenario. Indtil centralbankerne blev etableret i starten af det 19 århundrede, havde verden konstant haft deflation stort set hvert år, alligevel udviklede vi os ekstremt. Jeg er personligt ikke særligt bange for deflation, hvilket i nogle markeder kan være særdeles sundt for økonomien. Jeg er i stedet utryg ved inflation, som er en de facto skat på borgerne og frarøvelse af formue og aktiver. Deflation hænger oftest sammen med produktivitetsudvikling. Økonomer er ofte bange for at deflation vil gøre at folk bliver bange for at bruge penge, hvilket vil presse økonomien og priserne endnu mere ned. Der er dog intet historisk, som tyder på at dette er tilfældet. Man kan også spørge sig selv, hvis de varer man er interesseret i at købe bliver billigere, har man så højere tilbøjelighed til at købe dem end hvis varerne bliver dyrere? Lad mig komme med et eksempel:

Da de første mobiltelefoner udkom, kostede de over 50.000 danske kroner. Der var næsten ingen som havde råd til at købe dem. De personer der købte dem, gav dermed penge til producenterne. Producenterne brugte pengene på at udvikle bedre og billigere telefoner. Dette gjorde at prisen løbende faldt til 25.000, til 10.000, til 5.000, til 1.000 kr. osv. Løbende var der flere og flere personer, som fik råd til at købe en mobiltelefon, hvilket øgede markedet markant. Der har altså de sidste 10 år været en enorm deflation i priserne på mobiltelefoner. Du har kunnet købe bedre og bedre mobiltelefoner, til lavere og lavere priser. Befolkningen tænker jo ikke at de skal stoppe med at købe iPhones, fordi de vil blive 2 % billigere eller 5 % billigere året efter. Derfor sælger Apple flere og flere iPhones hvert år.

Når man spørger folk på gaden om de syntes det vil være forfærdeligt hvis deres fødevarepriser, deres husleje, deres energipriser osv. ikke stiger nok (inflaterer sig), tror jeg at få vil sige: "nej det er så forfærdeligt at priserne falder et par % og ikke stiger 2-3 % - jeg vil meget hellere betale mere for det samme".

Men hvorfor er det så, at politikerne og centralbankcheferne så gerne vil have inflation? Fordi inflation gavner:

- 1) Skatteopkrævere
- 2) Folk med høj gæld

Regeringer rundt omkring, er dem der kræver skatterne og dem med den højeste gæld. De er interesserede i at kunne inlatere sig ud af gælden. Inflation er i bund og grund mere en usynlig skatteopkrævning.

Hos Symmetry har vi nævnt flere gange, at vi ikke vil gøre os til makroeksperter. Vi fokuserer på at finde attraktive enkeltvirksomheder.

Vi har dog alligevel en holdning til det store pengepolitiske eksperiment vi ser. Derfor har vi ca. 15-20 % af vores valutarisiko placeret i guld som en inflationssikring.

Vi ser ikke guld som et alternativ til aktiver, såsom aktier og obligationer. Vi ser guld som en valuta, på samme måde som USD og EUR. Vores væsentligste valutapositioner er DKK, USD, EUR og NOK. En mindre del af denne eksponering på 15-20 %, har vi derfor flyttet over til XAU som guld kaldes. Dette var i 2015 ikke en god investering, men har indtil videre i 2016 været en rigtig god investering.

En anden mindre makroinvestering vi har lavet i 2016 har været at købe olieoptioner. Dette er både gjort, fordi vi tror på et rebound i olien indenfor 1-2 år, samt for at sikre vores investering i Mols-Linjen.

Jeg takker jer alle for jeres opbakning til Symmetry i løbet af 2015 og håber at 2016 vil vise sig som endnu et godt år for Symmetry.

Med Venlig Hilsen

Andreas Aaen

Direktør – CEO

Symmetry Holding ApS