

Q2 2016 kvartalsrapport:

Indre værdi pr. aktie er i kvartalet steget fra 19,18 kr. til **20,78 kr.** svarende til et afkast på **+8,35 %**. Til sammenligning er vores benchmark ACWI steget 1,03 %. Vi har dermed over-performet indekset med +7,32 % i kvartalet.

Indre værdi er i 2016 steget fra 18,98 kr. til 20,78 kr. pr. aktie svarende til et afkast på **+9,49 %**. ACWI indekset er i 2016 faldet -0,51 %. Vi har dermed outperformet indekset med +10,0 % i år.

Jeg er glad for endnu engang at have levet flotte afkast både relative og absolutte. En anden dejlig ting, er at vi nu har passeret toppen fra 20,55 fra 30/6 2015. Det betyder at alle investorer i Symmetry igen er i + med deres investering ligegyldigt hvornår de har skudt penge ind. Dette på trods af, at verdensmarkedet er faldet betydelig i perioden.

Kvartalet var påvirket af flere forhold:

- Mols Linjen var en positiv bidragsyder i kvartalet. Mols Linjen har sat til dagsværdi i Q2 opgørelse. Casen uddybes nærmere senere hen.
- Vores vindmølleinvestering er først i kvartalet kommet i produktion og har dermed bidraget negativt i kvartalet. Vi forventer stadig et pænt stabilt positivt afkastet herfra fra 2017 og frem.
- Vores grundlæggende long positions bidrog positivt. Kun DAB gav et større negativ resultat. Udover Mols Linjen var det Især Protector Forsikring, SP-Group og Bet-at-home var stærke.
- Vores Arbitrage bet i Topsil viste sig at bidrage positivt.
- Pershing Square Holding (præsenteres længere nede) reboundede marginalt i kvartalet, hvilket også bidrog.
- Short porteføljen bidrog igen med et mindre positivt resultat.

Alt i alt igen et positivt kvartal med et godt afkast, hvor vi overgår Benchmark og tager de rigtige beslutninger der skal positionere Symmetry fremadrettet.

Jeg er stolt af dette kvartal, som endnu engang illustrerer at vores strategi virker og at vi er i stand til at levere absolutte og stærke resultater uafhængig af de markedsforhold som vi opererer i. Som aktieinvestor har man den utaknemmelige opgave, at man kun er ligeså god som sit seneste kvartal og sit seneste år.

Derfor nytter det aldrig noget at dvæle ved fortiden. Når vi leverer et flot kvartal som her i Q2, er det derfor bare at give sig selv et klap på skulderen og så ellers gå i arbejdstøjet igen.

Long positions:

Vi åbnede ikke nye long positions i andet kvartal 2016 ud over en mindre post i Graphics Packing som er en stabil virksomhed med godt cash flow, som vi ser som en attraktiv post i et negativt marked, men ikke en position vi forventer vores normale +25 % årlige afkast af. Posten vil derfor nok blive skiftet ud, når vi finder en ny superstjerne til porteføljen.

Flere af vores long positions har klaret sig godt i kvartalet. Især vores 3 største investeringer Protector Forsikring, SP Group og Bet-at-home.com har haft et godt kvartal både regnskabsmæssigt og kursmæssigt. Jeg forventer vi beholder alle 3 i mange år frem. Vores investering i Eastman Chemicals har også vist sig at levere pænt. På negativ siden har især DAB trukket ned. DAB blev ramt af en yderligere forværring i landbruget samt negativ kursregulering på deres aktier i Sparinvest. DAB's regnskab var dog stadig pænt i forhold til de nævnte forhold, og vi forventer stadig at især 2017+ bliver virkelig pæne for DAB, men også 2016 og især H2 bør være flotte. Vi mener stadig aktien som 2-3 års investering bør levere et godt afkast. MEN. Der er samtidig opstået et tillidsbrud ifht. DABs ledelse som går ud og henter ny kapital på nogle høje forventninger, som de fjerner 1-2 måneder efter igen. Vi har som følge heraf solgt ud af vores position i DAB efter deres nedjustering. Det er meget sjældent at Symmetry handler så kortsigtet, efter vi er gået ind i en position. Men når tilliden til ledelsen er væk, skal man bare ikke eje en aktie. Heldigvis er det sjældent at vi rammer sådanne cases.

Mols Linjen havde en dramatisk udvikling i slutningen af kvartalet, hvor det blev annonceret at Henrik Lind nu er gået sammen med Polaris, med en plan om at afnotere og tvangsindløse småaktionærene. Slaget ser dermed ud til at være tabt for småaktionærene ifht. at beholde vores ejerandel i Mols Linjen. Nu er spørgsmålet, hvilken pris vi får for vores aktier. Dette er også grunden til at jeg har valgt at indregne Mols aktierne til dagsværdi og ikke til kostpris som tidligere nævnt. Jeg ved nu at jeg alligevel skal sælge dem. Det store spørgsmål, er selvfølgelig hvilken kurs vi får for vores aktier. Det gode ved, at Mols Linjen er blevet holdt på børsen så længe, er at vi har fået Polaris planer frem i lyset. De har nu overtaget Bornholmertrafikken fra 2018 og har opjusteret forventningerne til 2016. De guider nu for 110 millioner, og med lave oliepriser fremad og bornholmertrafikken indregnet går deres bundlinjen mod 250-300 millioner i 2019. Markedsværdien er pt. lidt over 1 mia. DKK. Med en P/E på 3 baseret på fremtidig indtjening er Mols Linjen klart den billigste aktie på hele fondsbørsen. Dette er i og for sig lige meget, nu da vi ved vi skal af

med vores aktier. Og så alligevel ikke. Hvis ikke småaktionærerne kan blive enige med Polaris/Lind om en afnoterings/tvangsindløsningskurs, skal en uafhængig vurderingsmand fastsætte værdien af Mols Linjen. Her vil oplysningerne om selskabets indtjening derfor være altafgørende, fordi vurderingsmanden skal se på Mols Linjens nuværende indtjening, fremtidige indtjening og værdiansættelse ifht. konkurrenter mv. Det er spændende tider for alle Mols aktionærer. Vi håber at den flotte rejse vi har været på de sidste 12 måneder nu også vil ende lykkeligt for os, selvom vi ikke kan få lov at deltage i den rejse vi gerne ville have været på med Mols Linjen de næste par år.

Symmetry startede i slutningen af 2015 med at købe en post i Pershing Square Holdings (PSH) noteret i Amsterdam. Vi anså egentlig posten som en arbitrageposition (jeg har skrevet om en unavngiven arbitrage position i de sidste 3 kvartalsbreve). Sidenhen har vi baseret på yderligere due diligence, samt yderligere kursfald taget en mere langsigtet tilgang til selskabet. PSH er i praksis en såkaldt closed end fund eller en børsnoteret udgave af hedge funden Pershing Square Capital Management. Jeg har stor respekt for manager Bill Ackman, som jeg anser for en af verdens bedste investorer. Ultimo 2014 havde Pershing leveret et årligt afkast efter fees på ca. 23 % årligt i 10 år i træk. Da PSH blev noteret i Amsterdam kiggede vi på aktien, men valgte ikke at investere da vi syntes de underliggende selskaber var overvurderede, samt at aktien handlede lige omkring Net Asset Value (NAV), samt at vi mente høje fees ville hæmme resultatet fremover. Dette ændrede sig henover efteråret 2015, hvor aktierne i PSH's portefølje begyndte at falde markant. Dette bragte NAV ned og sendte aktiekursen endnu mere ned, da forskellen mellem NAV og aktien udvidede sig. Vi startede derfor med at købe en mindre position, med udgangspunktet i at forholdet mellem aktien og NAV ville indsnævre sig, hvorved vi kunne opnå en arbitrage gevinst. PSH udstedte samtidig en 7 årig obligation på 1 mia. \$ til 5,5 % i rente, hvilket vi anså for særdeles attraktivt fremadrettet. I takt med at aktierne i porteføljen faldt yderligere ultimo 2015 og primo 2016 faldt NAV og aktien samtidig. Vi besluttede her at udvide vores position da vi mente aktien og de underliggende forhold så meget interessante ud. I marts 2016 styrtdykkede aktien ned under 13 \$ pr. aktie. Dette var efter vores mening total panik og kapitulation som skyldes faldet i Valeant aktien. Jeg trykkede der hårdt på købsknappen hvorefter PSH blev den største position i Symmetry. Hvorfor anså jeg aktien for attraktiv i 13 \$?

- Selskabets NAV ramte en bund den 13/3 2016 på 15,42 \$. Vores køb under 13 \$ svarede dermed til en rabat på over 18 %, hvilket var langt over de normale 3-6 % den normalt handles til i rabat
- De underliggende selskaber der udgjorde NAV lavede vi separat due diligence på og anså dem samlet set for markant undervurderet. Det var dermed vores holdning at NAV ville stige med tiden
- Selskabet var gearet lidt pga. deres obligation. Da vi mente NAV ville stige, ville dette give ekstra fut opad til NAV stigningen

- Selskabets management Fee følger et vandmærke der pt. er i 26 \$. Dvs. indtil NAV går over 26 \$ skal man ikke betale fee til Bill Ackman – han ville dermed give os 100 % i afkast (13 til 26) uden at kunne få fee for det.

Denne 4 dobbelte effekt anså vi simpelthen for at være for god til at være sand. Det har også delvist vist sig efterfølgende at være den rigtige beslutning. Pr. 1/7 2016 stod aktien i 14,2 \$ og NAV i 16 \$. Vi mener stadig at aktien er markant undervurderet dags dato og ser et kursmål omkring 25 \$ indenfor 12 måneders tid. PSH er stadig den største enkelte investering i Symmetry pr. 30/6 2016.

Vi har købt en ny forholdsvis stor position i en ekstremt spændende skandinavisk aktie. Jeg forventer at kunne udsende en analyse af denne aktie i midten af august måned. Det er efter min mening den aktie med det højeste potentiale jeg nogensinde har set i al den tid jeg har handlet, måske bortset fra Genmab i kurs 30.

Vi har herudover netop identificeret en anden ny spændende kandidat som vi har startet vores due diligence proces op på. Ender denne due diligence proces positivt, forventer vi at kunne afsløre denne aktie i slutningen af året eller starten af 2017.

Short positions:

Vores short positioner havde igen et fornuftigt kvartal. Vi havde et blandet kvartal målt på kursreguleringer af åbne positioner, men heldigvis var det mindre shorts der gik imod os og større shorts der virkede, hvilket gjorde kvartalet som helhed pænt. Vores største problem i vores short portefølje i kvartalet, var at størstedelen af shorts er i USA. Da markedet faldt sammen i slutningen af Juni var det primært Europa der blev ramt. Da \$ samtidig holdt sig overraskende godt op, havde vi en mindre negativ påvirkning her, da vi primært er long i Europa og short i USA. Dette trend er dog en der udjævner sig over tid. Nedenfor er beskrevet de shorts vi har lukket i kvartalet, samt det estimerede afkast:

Selskab	ca. afkast
American Capital:	-15 %
Osiris Therapeutics	+ 40 %
Dean Foods	+ 10 %
Marubeni	+ 6 %
AthenaHealth	+ 0 %
Monsanto	+ 30 %
Himax Technology	+ 13 %
Teliasonera	+ 2 %
Ceour Mining	+ 8 %
Dycom Industries	-41 %
Ulta Salon Fashion	-40 %
Deere	+ 10 %
US Concrete	+ 8 %

Afkastet er estimeret, da vi ved short positioner "trader" mere omkring regnskaber, begivenheder etc. hvorved det ville være tidskrævende at opgøre de eksakte afkast pr. short position. De nævnte short positioner er gevinsten ved lukningen af positionen og har ikke direkte sammenhæng med afkastet i det enkelte kvartal, men er det totale afkast siden positionen blev åbnet. Afkastet indeholder ikke eventuelle udbytter i perioden.

American Capital: Vi shortede selskabet fordi vi mente det lignede et totalt house of cards der ventede på at falde sammen, med pumpede op værdier og cash burn og underlige insider handler. Selskabet hentede ny kapital via en ny fond som de kunne bruge til buyback. På den baggrund lukkede vi shorten med et mindre tab for at vente på sidelinjen.

Osiris Therapeutics var en fantastisk short position. En ting man skal huske når man short sælger og finder virkelig ringe selskaber. En aktien der handles i 10 \$ og man mener er 1 \$ værd vil give 90 % i afkast. En person der havde shortet aktien i 20 \$ ville få 95 % afkast. Man skal derfor sjældent være bange for at komme "for sent" i forhold til short selling så længe man er overbevist om sin case. Osiris aktien var på under 12 måneder allerede faldet fra 20 \$ til 7,5 \$ før vi bestemte at begynde at shorte selskabet. Tab af produkter, en CEO der pludselig stopper, revisor der pludselig fratræder etc. er kun nogle af de faresignaler der var ved aktien. Osiris så ud til at lave voldsom regnskabsmanipulation. Sagen uddybes fremragende af Richard Pearsson her: <http://seekingalpha.com/article/3812496-osiris-aggressive-channel-stuffing-accounting-irregularities-outright-fraud>. Efter selskabet aflagde 2015 regnskabet alt for sent og indrømmede tidligere perioders pynt lukkede vi shorten med en flot gevinst.

Dean Foods er et cyklisk selskab indenfor mælkeproduktion. På grund af de faldende mælkepriser (råvare) havde Dean Foods i en periode kunne hæve deres marginer markant, hvilket havde sendt aktien højt op. Vores case var at dette var uholdbart og øget konkurrence især fra Walmart ville sparke marginerne ned

igen. Vi lukkede halvdelen af shorten med ca. 15 % afkast og den anden halvdel med ca. 5 % afkast og havde dermed en pæn gevinst. Vi lukkede efter Q1 regnskabet, da selskabet selv erkendte at det ville gå dårligere fremover og markedet dermed reagerede herpå.

Marubeni er et japansk råvareselskab, både med en tradingafdeling og direkte råvarebesiddelser. Vi kunne slet ikke få selskabets nedskrivninger til at hænge sammen. Konkurrenter som Glencore, Vale etc. bogførte enorme nedskrivninger og så deres aktiekurser styrtdykke mens Marubeni på overfladen fortalte en positiv historie. Vi mente baseret på tidligere transaktioner Marubeni havde lavet at dette var uholdbart. Da selskabet fremlagte årsregnskab faldt aktien også 10 % baseret på skyhøje ekstraordinære nedskrivninger. Vi undrer os over at aktien ikke faldt mere, men da vores case havde udspillet sig valgte vi at lukke shorten og tage gevinsten.

Athena var en længere affære som gik både op og ned. Når alt kom til alt lukkede vi ned med ca. et 0 resultat på den short. Selskabets omsætningsvækst faldt og selskabets cash flows blev kraftigt forværret. Aktien var dog mere stabil end vi havde forventet.

Monsanto var en aktie som vi har været short i en del tid. Vi sendte en analyse af tese ud herpå for noget tid siden. Vores tese spillede sig ud. Vores grundlæggende holdning var, at Monsanto var prissat med en P/E 25 som en stabil vækstaktie selvom deres indtjening, efter vores mening var langt mere konjunkturfølsom og de havde levet i en flerårig supercyklus. Da farmsektoren vendte rundt ramte det Monsanto's indtjening hårdt. Aktien faldt fra 130 \$ og held ned til området omkring 70-80 \$. Vi lukkede en del af shorten der. Efter der kom rygter i markedet om et salg til Bayer lukkede vi resten og tog vores gevinst. Dette viste sig at være klogt da Bayer rent faktisk kom med et opkøbstilbud på Monsanto senere hen.

Himax var et primært valuation play på en aktie som var pumpet op på luft. Man kan nogle gange finde aktier hvor man kan se at hype på diverse investorboards mv. bringer en aktie fuldstændig ud af konsensus med virkeligheden. Himax var et sådan eksempel. Da virkeligheden kom til Himax og de leverede et dårligt Q1 regnskab faldt aktien 15 % og vi lukkede vores short.

Teliasonera var en short vi havde forventet mere af. Der opstod store problemer for Telia i deres østeuropæiske forretning med korruptionsskandaler mv. Aktien holdt sig dog pænt oppe som følge af det høje udbytte. Vi mener udbyttet på længere sigt er uholdbart, men lukkede alligevel shorten med en begrænset profit.

Ceour Mining var et relativt pair trade vi lavede i forhold til at hedge vores long position i Goro. Da minesektoren var steget en del i 2016 inklusiv vores GORO aktier, ledte jeg efter et hedge i den dårligste og mest overvurderede mineaktie. Jeg fandt Ceour mining. Efter minesektoren korrigerede ned og ceour korrigerede med ned lukkede vi shorten med en fornuftig profit.

Dycom var et play på en cyklisk aktie som vi mente havde nogle tailwinds som ville forsvinde igen. Vores tese spillede sig ikke ud. Deres cyklus indenfor telefoner kørte længere end vi havde forventet og de formåede at tage markedsandele og holde indtjeningen.

Ulta Salon Fashion (ULTA) var til gengæld en short der ikke lykkedes. Vores gennemsnitlige tab her var ca. 25 %, men kun fordi vi delvist lukkede shorten ned løbende. De sidste shorts vi lukkede ned havde tab omkring 50 %. Vores tese var her, at ULTAs høje Same Store Sales vækst var uholdbar på længere sigt, og at selskabets nye forretninger åbnede klods op ad de eksisterende forretninger, hvilket vi mente ville kannibalisere salget i eksisterende butikker. Efter to fremragende regnskaber i træk hvor vi på ingen måde fik ret, tog vi tabet og gik videre til andre cases.

Deere var en del af vores negativ farm-sektor bet sammen med Monsanto. Deeres indtjening har klaret sig forfærdeligt og vores case har i den grad spillet sig ud. Indtjeningen er faldet fra 8-9 \$ pr. aktie til omkring 3-3,5 \$ pr. aktie på bare 2 år. Vi fik derfor mere end ret i, at Deeres indtjening var båret af høj margin traktorer på hjemmemarkedet, hvilket var uholdbart fordi salget langt fra oversteg de acre der skulle sås. Aktiekursen holdte dog flot op på trods af det store indtjeningsdyk. Dette skyldes efter vores mening primært at Warren Buffets Berkshire Hathaway har købt aktien. Vi lukkede vores short med ca. 10 % gevinst, men følger selskabet tæt da vi mener deres kreditportefølje kan give dem betydelige tab i fremtiden.

US Concrete var en ren pump and dump case. En aktie der blev købt op på uholdbar høj volume indenfor en kort periode baseret på fundamentaler og historier som efter vores mening ingen hold havde i den virkelige US Concrete stod i. Efter ca. 10 % gevinst lukkede vi og gik videre til andre ideer.

Vi har pr. 31. december 2015 en netto exposure på 60 % svarende til 147% long og 87 % short.

Med Venlig Hilsen

Andreas Aaen

Direktør – CEO

Symmetry Holding ApS