

Årsbrev til aktionærer 2016:

(% afkast nævnt er afkast efter omkostninger og efter management fees men før skat)

Kære alle aktionærer i Symmetry Invest A/S (Symmetry).

Indre værdi pr. aktie er i 2016 vokset fra 18,98 kr. til 21,92 kr., hvilket svarer til et afkast på **19,9 %**. Til sammenligning steg vores benchmark ACWI indekset med 6,78 %. Vi har dermed i 2016 år overperformet benchmark med 13,12 %.

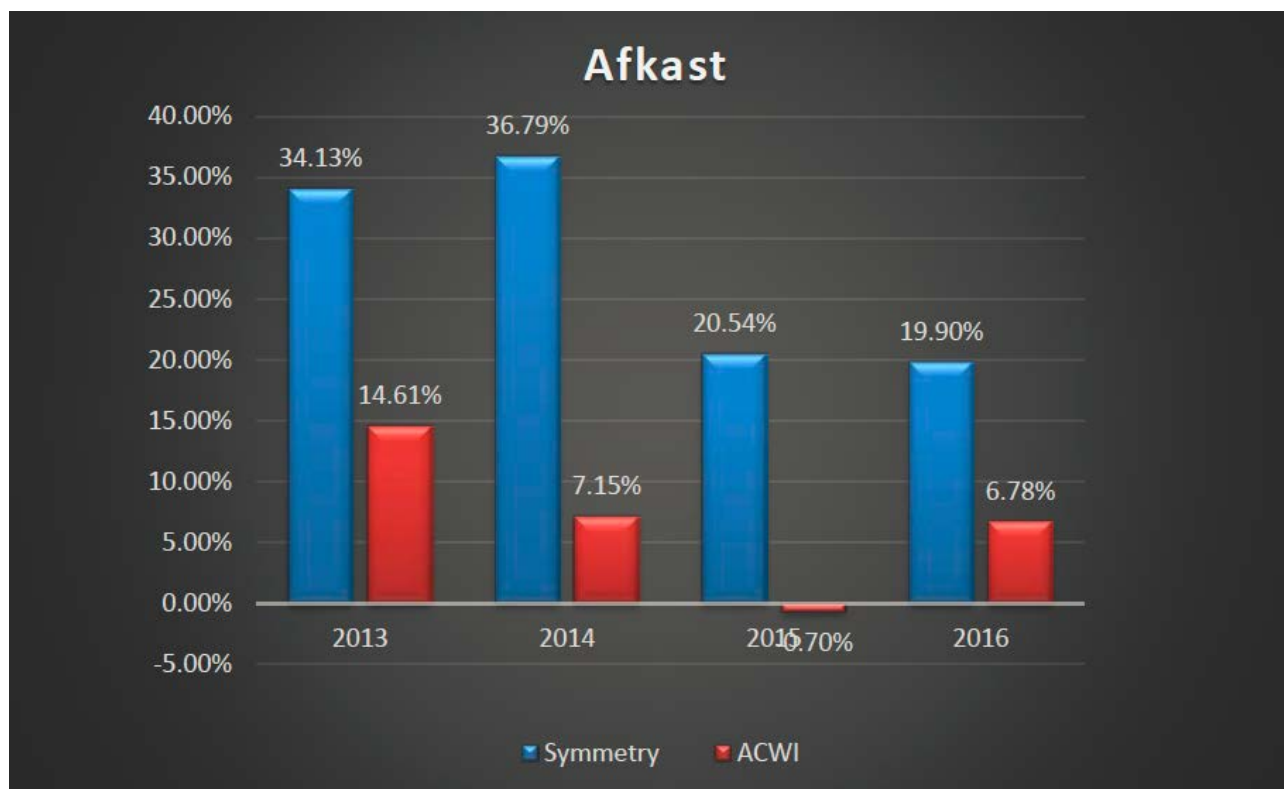
%	Jan	Feb	Mar	Apr	Maj	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dec	FYTD	Average Net Exposure
FY13					8,1%			7,9%			15,0%		34,1%	N/A
FY14		3,2%			10,2%			2,8%			17,0%		36,8%	N/A
FY15		6,8%			23,2%			-13,3%			5,7%		20,5%	76,0%
FY16		1,3%			10,6%			3,5%			3,4%		19,9%	44,3%

Indre værdi pr. aktie er siden starten i 2013 steget fra 10 til 21,92 kr. svarende til et afkast før skat på 29 % pr. år.

De opmærksomme læsere af jer vil nok opdage nogle ændringer i de rapporterede afkast ovenfor i forhold til sidste år, hvilket naturligt vil fremkomme spørgsmålet: "Hvordan kan historiske afkast ændre sig". Det korte svar, det har de ikke. Vi arbejder løbende på at give den mest retvisende information til jer som investorer og har derfor foretaget lidt mindre ændringer i den rapportering. Vi vil fremover når vi fremviser afkast vise dem i % FØR skat og ikke som hidtil efter skat. Dette gør vores afkast mere sammenlignelige med øvrige investeringsprodukter, investeringsforeninger, aktiemarkedet som helhed og de afkast i selv kan få. Vi vil stadig vise jer ændringen i indre værdi pr. aktie efter skat. Symmetry omdannes 1/1 2018 til et ABL §19 selskab hvorfor Symmetry ikke længere skal indeholde skatten, men til gengæld skal investorer selv afregne skatten. Ovenstående resultater er dermed mere retvisende ifht. Symmetrys nye skattestruktur.

En anden mindre ændring er at afkastet for ACWI nu vises i "constant currency" og ikke før som i \$. Vi mener det er mest retvisende af vise afkastet i faste valutakurser da Symmetrys egen portefølje kun er meget lidt påvirket af valutakursændringer og vores aflønning også sker i constant currency.

Har nogle af jer spørgsmål hertil, er i som altid velkomne til at kontakte undertegnede.



Som det ses ovenfor har vi i de første 4 år Symmetry har eksisteret slået vores benchmark i alle 4 år. Samtidig har vi ikke bare slået benchmark, men slået det markant. Vores afkast i starten af 2017 har også været positive, hvor vi ultimo februar har slået benchmark med ca. 5 %.

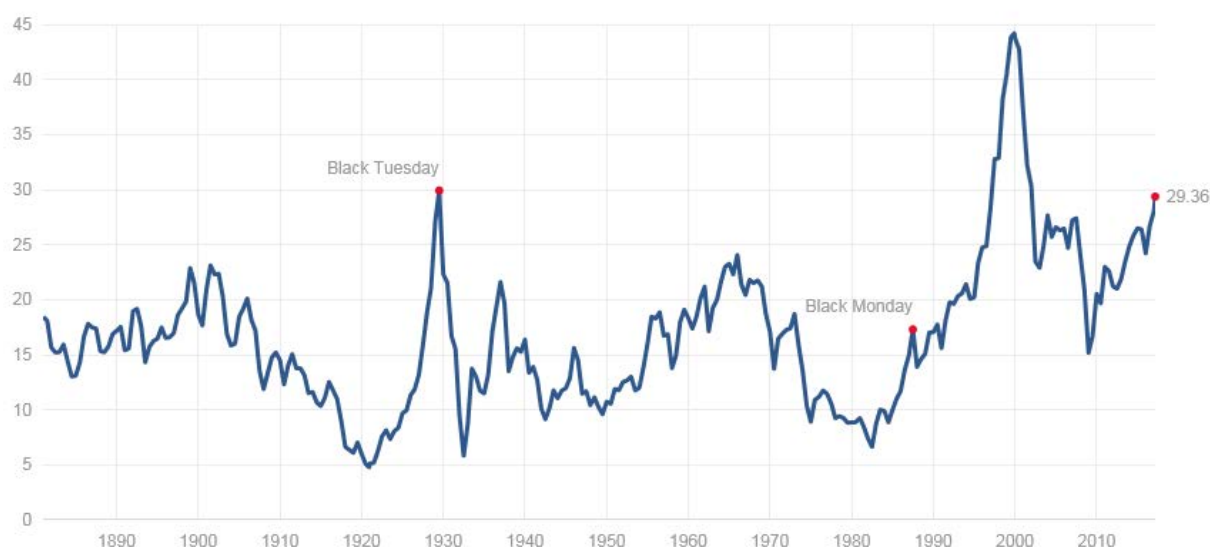
Afkast mv. kan løbende følges på www.symmetry.dk.

Afkast på over 30 % årligt er ikke noget man skal forvente kan fortsætte på længere sigt. Vores langsigtede målsætning er et afkast efter fees på 15 % årligt i gennemsnittet. Vi håber at kunne levere dette ved lav nettorisiko og dermed lavere udsving end det generelle marked. Som vi gennemgår nedenfor under vores markedscommentar, er de generelle aktiemarkeder for tiden også højt prisfastsat. Det gør selvfølgelig at det bliver sværere og sværere at levere absolutte afkast, men nemmere at kunne levere relative afkast ifht. benchmark. Der er dog en hvis skævvridning i markedets værdiansættelse mellem Europa og USA. Det amerikanske marked handles markant over dets historiske værdiansættelse. Markedet derovre ser dyrt og overkøbt ud. Dette er primært som følge af en højere vækst i US, samt en præsident som nu vil "put US first", dvs. implementere politik som vil være pro amerikanske virksomheder.

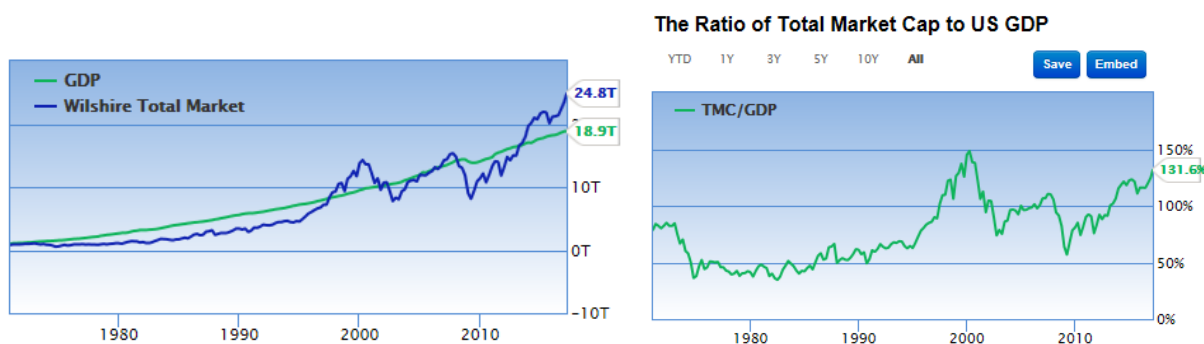
Til gengæld er det europæiske marked ikke voldsomt dyrt, men handles lige omkring den historiske indtjening. Vi ser derfor stadig gode muligheder i Europa.

Vi holder derfor fast i vores nuværende allokering med long Europa / short US, da vi finder flere attraktive muligheder i Europa.

Markedsudvikling:

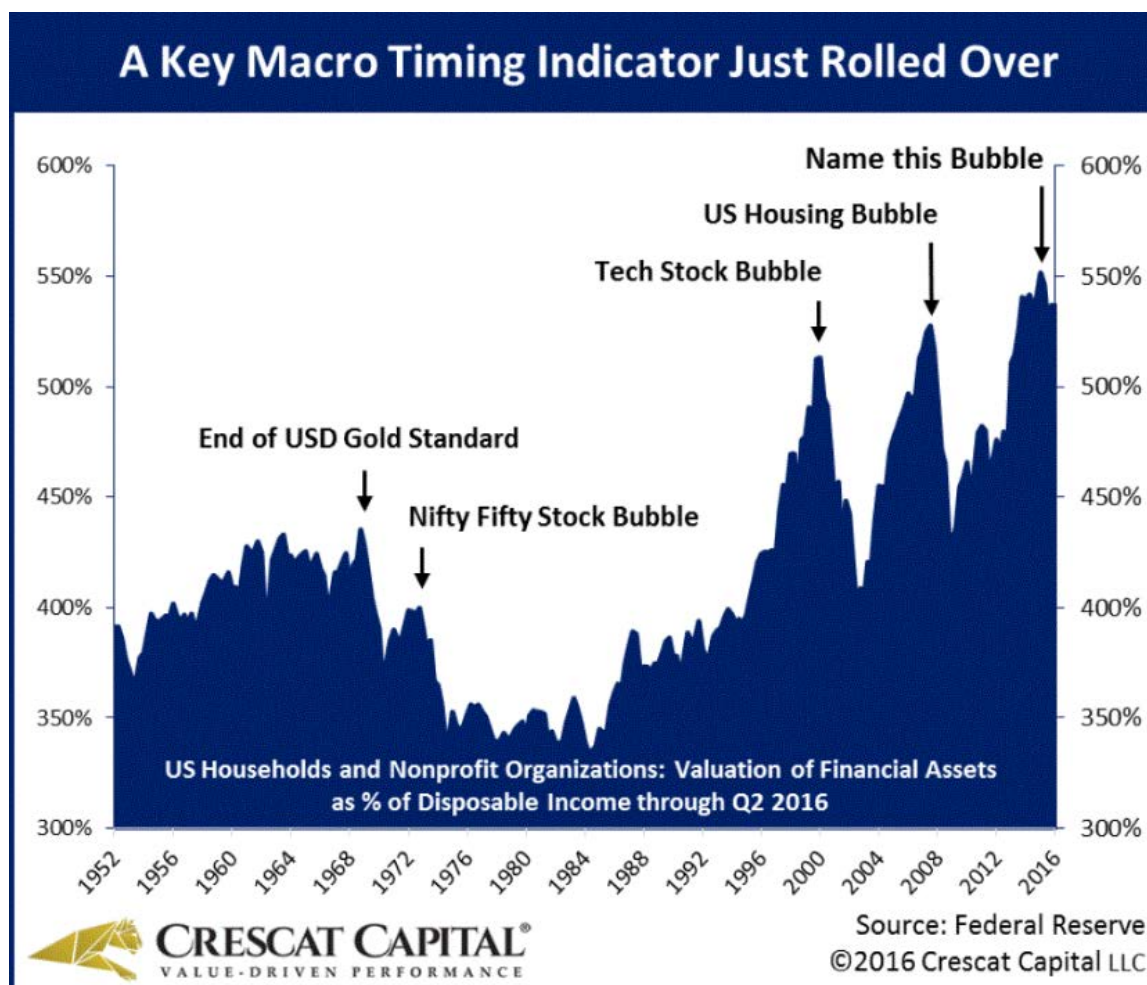


Ovenstående chart viser "Schiller P/E" på det amerikanske S&P indeks. Som det kan ses er værdiansættelsen kraftigt stigende. Dette skyldes den logiske konsekvens at aktiemarkedet kører op, mens virksomhedernes indtjening ikke kan følge med. Det er værd at bemærke at værdiansættelsen nu er oppe på samme niveau som omkring Black Tuesday. Værdiansættelsen er højere end i "go-go" tiden i slut 60'erne og højere end toppen i 2007 omkring finanskrisen.



Det samme billede gør sig gældende når man ser på værdien af aktiemarkedet i USA i forhold til bruttonationalproduktet GBP. Denne multipl er på 131,6 %, hvilket igen er markant højere end toppen i 2007-2008 og nu nærmer sig toppen under IT-boblen i 2000.

En større makrofond kaldet Crescat Capital har lavet følgende chart, som viser værdien af financial assets dvs. aktier, obligationer og kontanter i forhold til personers indkomst.



Billedet ovenfor, er meget lig de konklusioner vi kom til før. Valuation i markedet er rigtig høj, ikke kun i forhold til virksomhedernes indtjening (som måles med P/E), men også i forhold til household income.

Vi er meget spændt på hvordan denne boble udfolder sig i fremtiden. Nogle markedsdeltagere tror på mean reversion, dvs. en langsom afvikling af boblen ved at indkomsten begynder at stige markant mere end aktiemarkedet stiger. Dette kan ske, men historien viser at det ofte er aktiemarkedet der ender med at korrigere ned mod indtjeningen og ikke indtjeningen der korrigerer op mod markedet.

Hos Symmetry er vores konklusion at operere med lav nettoeksponering og arbejde hårdt på at spotte valuation de steder vi kan finde den, samtidig med at vi beskytter kapitalen så vi kan trykke på speederen når markederne falder. Vi investerer dog primært bottom-up i stedet for top-down og vil altid lade nettorisiko være en konsekvens af antallet af gode ideer.

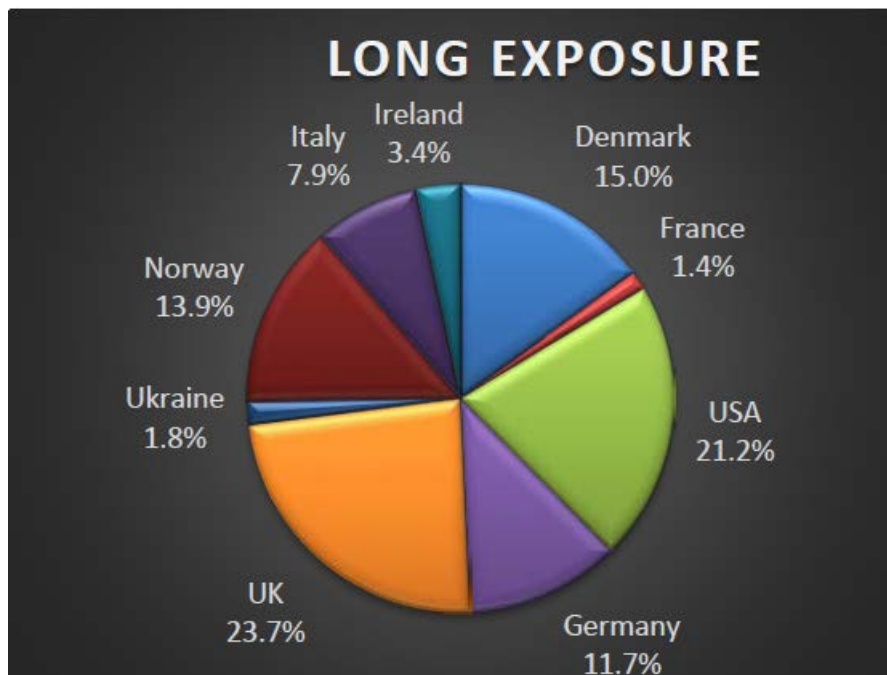
Investeringer:

Vores 10 største offentliggjorte investeringer udgjordes pr. 31/12 2016 af:

Protector Forsikring ASA
Pershing Square Holdings
Brainjuicer Plc
Cello Group Plc.
Msg.life AG
Bet-at-home.com
B&C Speakers
SP Group A/S
Brdr. A & O Johansen A/S
Immunodiagnostic Systems

Udover disse har vi også 2 positioner som villet have indgået på listen, men som vi fordi vi stadig er i gang med at købe op og lave due diligence endnu ikke kan offentliggøre. Herudover ejede Symmetry også på statusdagen en større post aktier i Cemat A/S som en kortsigtet arbitrage position. Der er sket en del ændringer på listen i forhold til sidste år, hvor kun Protector Forsikring, Pershing Square, Bet-at-home og SP Group er gengangere. Dette er dog ikke bevidst. Sidste år indgik både Mols-Linjen, BoConcept og Exiqon på listen. Alle 3 firmaer er i år blevet opkøbt, hvorfor vi naturligt ikke har dem med mere. Øvrige aktier på listen sidste år var Eastman Chemicals, Darling Ingredients og Glunz & Jensen. Vi ejer stadig aktier i alle 3 selskaber, men de er pt. ikke store nok positioner til at indgå i top 10. Eastman Chemicals skrev jeg om sidste år, hvor jeg kommenterede at tålmodighed er en dyd for valueinvestorer og at aktiens fald sidste år ikke modsvarede udviklingen i forretningen. Aktien er siden bunden i 55 \$ steget til 76 \$ ultimo 2016. Vi holder stadig aktien, men har trimmet den lidt af porteføljemæssige årsager.

Geografisk eksponering



Ovenfor er vist den geografiske eksponering af porteføljen 31/12 2016.

Som det ses, er UK pt. vores største marked. Dette skyldes ikke at vi har en speciel positiv opfattelse af UK, men alene ud fra at vi i UK har 3 meget attraktive investeringer pt. i form af Brainjuicer, Cello og Immunodiagnostic Systems. Herudover en mindre post i XL Media samt to små positioner.

Vi er ret godt tilfredse med geografiske spredning på porteføljen. Når det er sagt, har Symmetry som udgangspunkt ikke noget specifikt mål om at have geografisk spredning. Vi investerer der hvor de attraktive selskaber er.

På de efterfølgende sider gennemgås de 10 positioner.

Brainjuicer Plc som er en position jeg ikke tidligere har skrevet detaljeret om uddybes mere gennemgående.

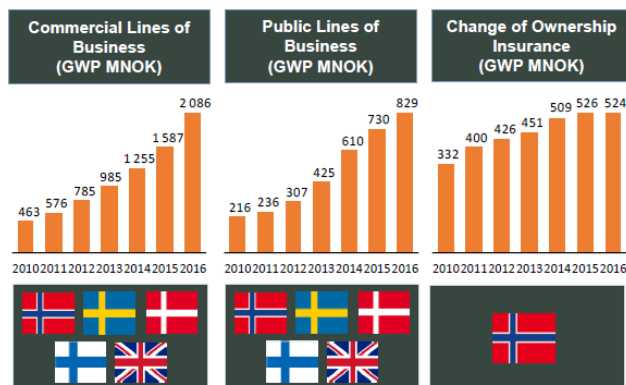
Protector Forsikring ASA:

Protector Forsikring var for første gang siden vores ejerskab i nogle udfordringer i indeværende år.

Selskabets danske afdeling kom ud for nogle store tab som resten af forretningen måtte absorbere. Dette resulterede i en højere Combined Ratio (CR) end selskabet første havde troet. Ledelsen mener at have taget de tab der skal tages i Q3 og Q4 i Danmark og ser nu fremad mod 2017. Der er samtidig foretaget organisationsændringer i Danmark hvor en stor del ledere, herunder direktøren er fyret og nye sat ind.

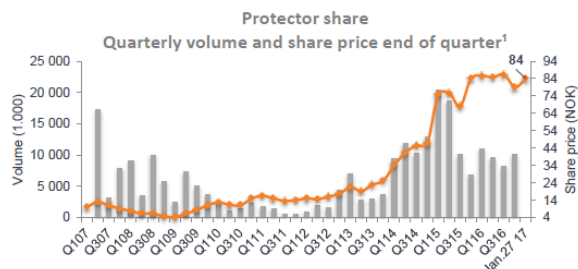
Når dette er nævnt, havde Protector generelt et godt 2016. Selskabets Change of Ownership (COI) forretning viste fornyet styrke og performer igen flot. Resten af selskabets forretning i Norge og især i Sverige klarer det rigtig godt og selskabets indtog i England kører efter planen.

- Protector was established in 2004
- Listed on Oslo Stock Exchange May 2007
- Entered Swedish market in 2011, Denmark in 2012, Finland & UK in 2016
- Ownership: Robur, Stenshagen, ODIN, Ojada AS, CEO, Handelsbanken
- Average combined ratio 2005 – 2016: 88.3%
- GWP 2016: NOK 3.4bn.
- Investment portfolio ~ NOK 8.0bn.



Long-term financial objectives:

GWP growth rate 2017-19	15%
Net combined ratio	92%
Solvency II capital ratio	125% - 160%
Return on equity*	>20%



¹ Share price adjusted for dividends, no reinvestment of dividends
Data pr. 27.01.2017

2

PROTECTOR
forsikring

* Shareholder's Equity includes security provisions reflecting changes in accounting principles from January 1st 2016

Protector er vokset fra at være et mindre norsk forsikringselskab, til i dag at være en nordisk spiller der sælger forsikringer i 5 lande. Selskabet er vokset stødt hvert eneste år, med en gennemsnitlig vækst over 20 % årligt. For 2017 forventer selskabet at væksten fortsætter med 18 % omsætningsvækst. Selskabet guider på en forrentning af egenkapitalen med over 20 % årligt. Da selskabets egenkapital ultimo 2016 var på 2.268 mio. NOK svarende det til et resultat på minimum 450 mio. NOK og voksende. Herudover udgør

Protectors investeringsportefølje over 8 mia. NOK, hvilket er en del mere end hele selskabets markedsværdi. Sagt på en anden måde, kan de bare forrente denne med nogenlunde pæne %, vil Protector som helhed tjene styrtende med penge de kommende.

Vi har analyseret deres investeringsresultater tæt og mødt deres investeringschefer for både aktier og obligationer personligt og har stor tiltro til dem.

Highlights 2016 results

21% growth, 21% ROE

- Operating profit of NOK 541m (NOK 536m)

From Norwegian, to Scandinavian, to...

- GWP growth +21% (17% local currency)
 - GWP growth Q4 +20.6% (18.4% local currency)



- Net Combined ratio 97.0% (88.7%)
 - Q4 109.4% (96.6%)

- Gross expense ratio 6.8% (7.5%)
 - Q4 6.9% (9.6%)



- Very strong investment result
 - Return NOK 499m, 7.0%

- ROE of 21.1%

- Dividend of NOK 2.25 per share suggested



Guiding 2017: CR 92%, growth 16% (18% local), cost ratio <7.0%

Protector udbetaler et årligt på 2,25 NOK pr. aktie hvilket giver et pænt direkte afkast på over 3 % årligt. Vi forventer fortsatte pæne udbyttestigninger de kommende år.

Protector anvender deres lave omkostninger til at tage kunder. Forsikringsbranchen er en old school branche med høje omkostninger og lav kundeservice. Protector kommer som udfordreren med lave priser og lave omkostninger og forsøger at tage store markedsandele uden at gå på kompromis med indtjeningen. Det vil medføre bump på vejen når man vokser så kraftigt indenfor forsikring. Vi er dog komfortable med at selskabet stadig er på rette vej. Vi har et rigtig godt indtryk at både deres CEO, chefen for Norge og chefen for Sverige.

- In-house managed equity portfolio vs. OSEBX year-end 2016

Key Figures	In-house Managed Portfolio	OSEBX
Performance	116 %	25 %
Dividend yield	1.8 %	3.6 %
P/E NTM*	17.5	16.7
3 yr sales CAGR	24 %	-2 %
3 yr EPS CAGR	30 %	-19 %

*Factset estimates except for one company not listed where own estimates are used

- Extreme outperformance in period
- Cannot, and will not expect similar outperformance in the future
- Comfortable with periods of underperformance as long as underlying performance is good
- Goal to beat market over time

Performance – In-house managed portfolio vs. OSEBX (08.10.2014 – 31.12.2016)



Investment performance evaluated over the long term

Ovenstående er vist Protectors performance på deres aktieportefølje siden 2014 sammenlignet med benchmark i de tre nordiske lande. Som det ses, har Protector outperformat signifikant. Dette er efter vores årsag ikke opnået ved at tage højere risiko. Protectors chef for aktieforvaltning er en traditionel Warren Buffett investor. Vi gennemgår løbende Protectors største investeringer i aktieporteføljen, for at måle risikoen. Vi har stor tillid til at Protector vil outperforme markedet i fremtiden også.

Det er vores estimer at Protector ved et "normalår" på investeringsafkastet, hvilket vi karakteriserer som 3,6 % vil levere en indtægt på ca. 600 mio. NOK efter skat i 2017. Selskabets markedsværdi er i dag stadig under 6 mia. NOK, hvilket betyder at aktien handles til en etcifret P/E multipel. Vi mener dette er alt for lavt for et selskab der vokser med over 15 % årligt og betaler pæne udbytter.

Protector er stadig en af vores største investeringer

Pershing Square Holdings

Pershing Square Holdings (PSH) er ikke en traditionel aktie, men en såkaldt closed end investeringsfond der investerer i andre, primært store amerikanske selskaber. Selskabet er administreret af Pershing Square Capital Management som aktivist investoren Bill Ackman står bag.

Vores investering i PSH har ikke nogen specifik tidshorisont. Vi mener at den discount der er mellem aktiekursen og selskabets NAV er alt for stor. I takt med at den indsnævres og NAV stiger, mener vi at vi vil kunne opnå et pænt afkast på investeringen. Men om det tager 1 år eller 3 år er svært at vide.

Selskabets aktiekurs er i 2016 faldet omkring 30 %. Vi havde kun en mindre post i PSH i starten af året, men har løbende i takt med kursfaldene købt mere op. I starten af året var kursfaldene drevet af et fald i NAV, primært som følge af fondens investering i Valeant. Så i starten af året hvor NAV faldt, faldt kursen endnu mere og i den anden halvdel af året hvor NAV steg, steg kursen mindre. Det har gjort at forskellen mellem NAV og kursen ultimo året, befinder sig på et attraktivt niveau.

Da Pershing nu har solgt deres position i Valeant, mener vi det er irrationelt at aktien handles med 20 % rabat til NAV. Samtidig skal det huskes at fondens high water mark for hvornår PSCM må begynde at modtage performance fees ligger helt oppe på 26 \$.

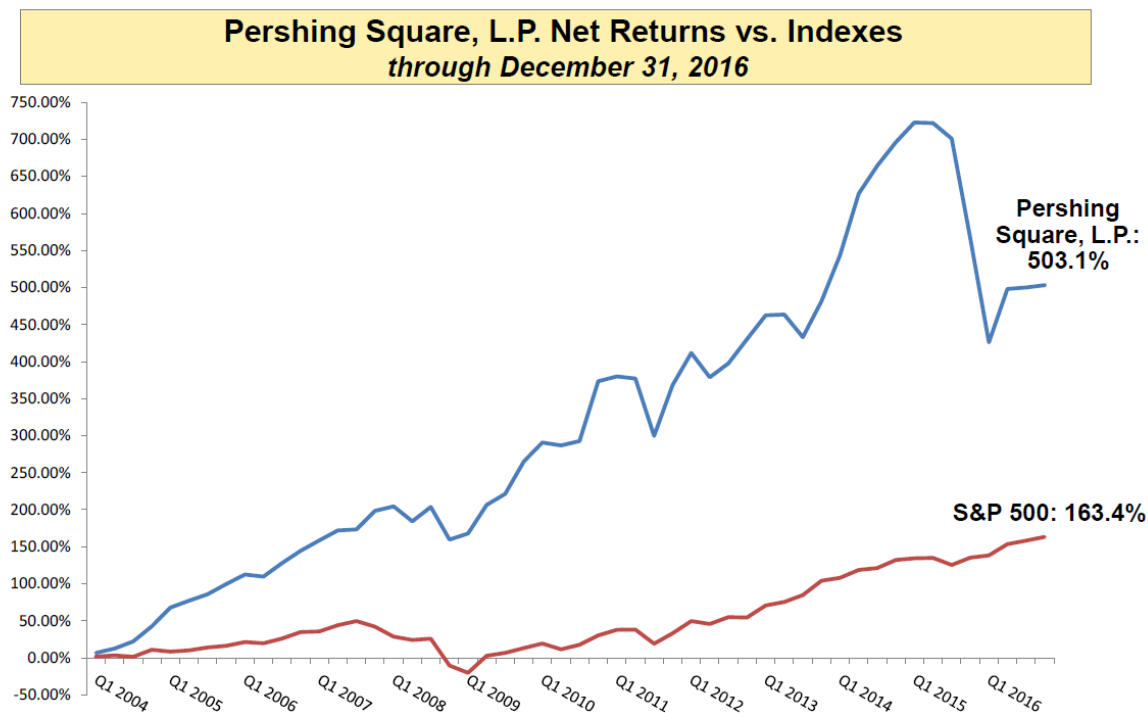
Vi ser derfor stadig en god investering i PSH af den grund at:

- Vi mener de underliggende aktier er attraktive og vil stige over tid
- Vi skal ikke betale performance fee, dvs. PSCM arbejder gratis for os
- Selskabet har en 1 mia. \$ levered bond, så stigningen i NAV vil ske hurtigt
- Vi mener at spændet mellem NAV og aktiekursen vil indsnævre sig

Alle disse forhold indikerer efter vores mening at aktien vil levere flotte resultater over de kommende 2-3 år.

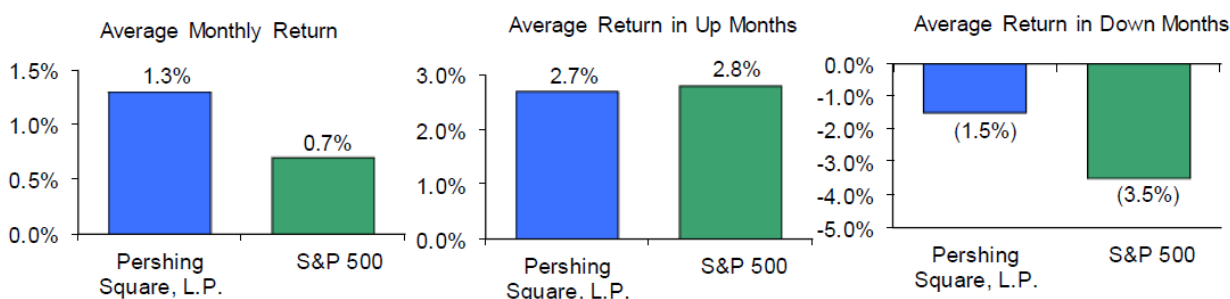
PSH har været en forholdsvis stor negativ bidragsyder for Symmetrys afkast i 2016 og delvist i 2015 også. Som vi nævnte med Eastman Chemicals sidste år, er det vigtigt at kunne absorbere kortsigtede kursudsving for at opnå langsigtede afkast. Når det er sagt gik vi i bagklogskabens lys for tidligt ind i PSH og havde ikke forudset det store fald i Valeants kurs som indirekte har ramt Symmetry. Vi ser dog tydelige tegn på at bunden er nået for PSH og mener at denne investering ultimativt på lang sigt vil ende som en god investering for os, på trods af de kortsigtede problemer den har forvoldt i 2015 og 2016.

Cumulative Net Returns Since Inception of the Strategy (January 1, 2004)



Ovenfor er vist Pershing Squares afkast siden Bill Ackman lancerede fonden. Som det ses har fonden stadig klart outperformat markedet, på trods af de sidste 1,5 års dårlige afkast. Det er ofte det klart bedste tidspunkt at købe sig ind i et selskab når midlertidige problemer overskygger for et fantastisk selskabs langsigtede udvikling.

Pershing Square, L.P. Net Returns vs. S&P 500 (1/1/2004 through 12/31/2016)⁽¹⁾



En anden betragtning er, at Pershing Square oftest klarer sig bedre end markedet i down markeder og det især er der hvor de kan skille sig ud. Som det ses ovenfor har Pershing faktisk været dårligere end markedet

i måneder hvor markedet er steget, men været markant bedre end markedet end når markedet går nedad. Fuldstændig ligesom en traditionel hedge fund gerne vil skabe merafkast til sine investorer.

What We Own Today

Approximate % of Capital	
~80%	Sizable investments in high-quality businesses with catalysts for further value creation: - Mondelez - Air Products - Restaurant Brands - Howard Hughes - Chipotle <u>Two Undisclosed Positions</u>
~20%	Smaller investments with higher risk-adjusted returns but smaller portfolio allocations in light of the investments' added risks: - Fannie & Freddie - Valeant - Platform Specialty Products - Nomad
~-9%	Herbalife (short)

Ovenfor ses Pershing Squares nuværende portefølje af aktier. Vi anser porteføljen for at være en attraktiv sammensætning af gode selskaber, med gode fremtidsudsigter. Herudover har selskabet nogle attraktive upsidemuligheder i eksempelvis Fannie og Freddie og Valeant samt i deres Herbalife Short (PSH har i marts solgt alle Valeant aktier).

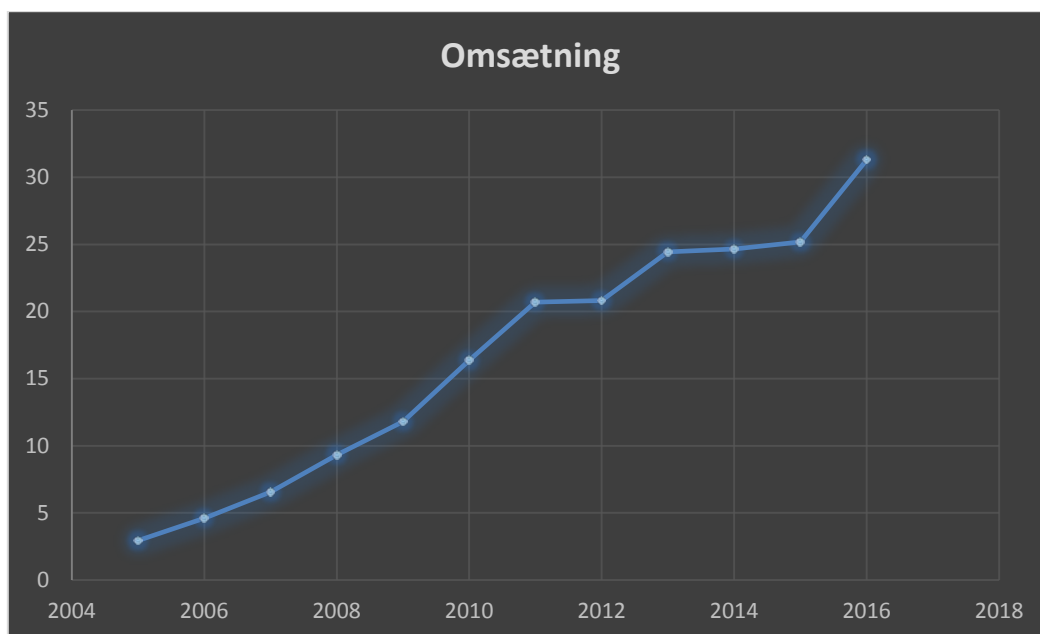
Alt i alt, er vi meget fortrøstningsfulde ved at eje Pershing Square imens de lukker deres GAP mellem aktiekursen og dets NAV.

Brainjuicer Plc

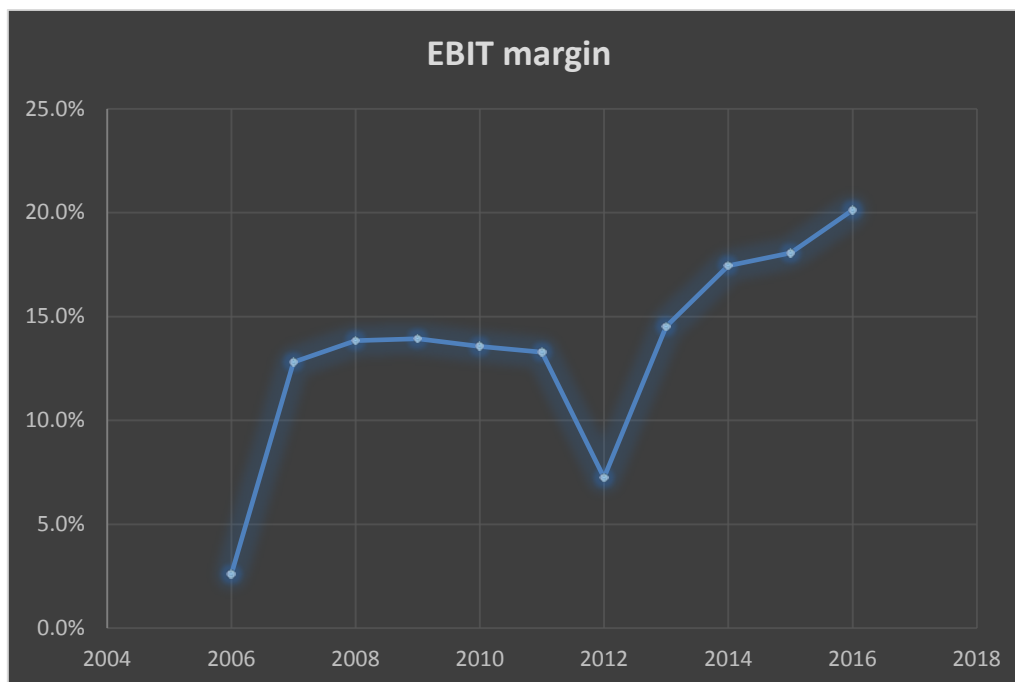
Brainjuicer Plc er pt. mit absolutte toppick og den aktie vi forventer mest af. Symmetry har købt yderligere op i aktien i kurs 7,8 £, hvilket illustrerer vores tiltro til upsiden i aktien, selv efter de seneste store stigninger. Aktien er nu vores største investering.

Brainjuicer Plc. er en ny investering som vi derfor vil gøre en del ud af beskrive her. Brainjuicer er et britisk markedsføringsselskab specialiseret i brands og system 1 thinking (selskabet ændrer navn til System1 Group snart). Selskabets formål er at hjælpe deres kunder med at opbygge og etablere deres brands og rette deres markedsføring på den rigtige måde. Selskabet er en prototype på den type investering Symmetry leder efter. Et lille selskab (omkring 60 mio. £ på vores købstidspunkt), i en attraktiv branche, der har leveret gode resultater, har gode fremtidsudsigter og som drives af en kompetent ledelse der selv ejer aktier.

Symmetry ejer i dag lige under 1 % af hele selskabet og aktien udgør vores største investering på nuværende tidspunkt.



Ovenfor er vist selskabets omsætning fra 2005 til 2016. Selskabets omsætning er steget i snit med 27,8 % årligt. Der er altså tale om et selskab med en voldsom vækst. Disse selskaber er guld værd, når man kan fange dem tidligt, hvilket Symmetry har gjort i tilfældet Brainjuicer.



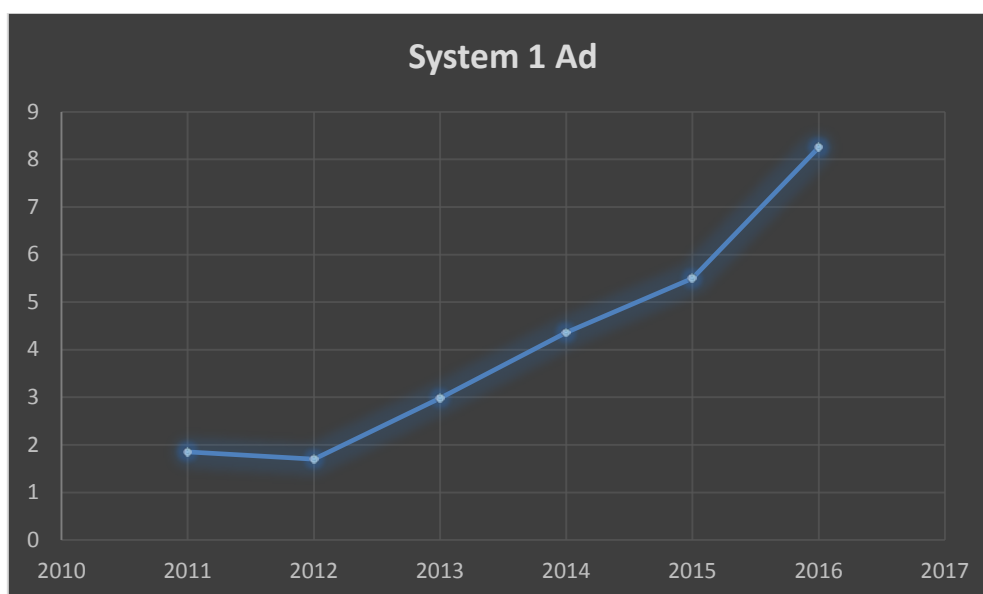
Ovenfor er vist Brainjuicers EBIT marginer. Bortset fra år 2012 hvor selskabet havde en mindre overkapacitet, har BJU været i stand til at køre med høje EBIT marginer. Vi forventer at marginen i 2017 stiger til over 20 % og forbliver over 20 % fremadrettet. Dette skyldes, at vi selskabets nye System1 software og brand tracking forretning som har markant højere marginer og recurring revenue vokser kraftigt.

Fordele ved lavere skat:

BJU havde i 2016 en effektiv skattesats på 36 %. Dette skyldes, at størstedelen af selskabets indtjening stammer fra USA hvor BJU betaler 40 % i selskabsskat. Indkomstskatten i UK er sat ned til 17 % langsigtet med planer om at falde til 15%. USA's nye præsident Donald Trump har ytret ønsker og planer om at sænke USA's selskabsskat markant til 15-20 %. En sådan nedsættelse, vil have en meget stor økonomisk effektiv på BJU, som vil se deres bundlinje stige kraftigt da den samlede effektive skattesats vil komme ned omkring 20 %.

System1 Brand Tracking:

Brainjuicer lancerede i 2010/2011 deres intelligente system 1 løsninger indenfor Ad testning og Brand Tracking. Dette produkt er en softwarerelateret service og minder på nogle områder om et forsikringsprodukt. Dette forretningsområde har meget høje marginer og har stabile recurring revenue, hvilket gør den hastige vækst mere forudsigelig for selskabet.



Som det ses ovenfor, er dette forretningsområde eksploderet i de seneste par år. Siden 2011 har væksten været på ca. 40 % om året i snit. BJU har indenfor deres system1 område udviklet intelligente løsninger baseret på software som effektivt kan måle og opbygge deres kunders brands. BJU opbygger løbende nogle kunder indenfor forbrugsgoder såsom fødevarer, utilities etc. som har brug for konstant at have gode og effektive brands. System1 tankegangen adskiller sig fra traditionel System2 tankegang som traditionel markedsføring baserer. System1 er ud fra devisen "we think much less, than we think we think". BJU har påvist at vores forbrugsevner er drevet af følelser og intuition og ikke rationel tankegang. Traditionel markedsføring baserer sig således på spørgeskemaundersøgelser og andre adfærdsmønstre af forbrugsvaner. BJU er førende indenfor System1 forskning hvor selskabets stifter og CEO John Kearon har skrevet bøger og forskningsartikler indenfor emnet. Selskabet har også deres eget Brainjuicer Labs, hvor de forsker i og uddanner deres medarbejdere internt. Dette er utraditionelt for et selskab med 90 mio. £ i markedsværdi, men illustrerer meget godt, at BJU ikke kan hente arbejdskraft udefra, fordi de er klart førende indenfor system1 og derfor uddanner medarbejderne internt.

En del af vores due diligence indikerer, at selv selskabets konkurrenter er imponerede over Brainjuicer og indrømmer at de ikke kan konkurrere mod dem.

Vi vil anbefale interesserede i at se nedenstående youtube videoer med John Kearon hvor han detaljeret gennemgår system1:

<https://www.youtube.com/watch?v=R6XJRAq-hYk>

<https://www.youtube.com/watch?v=Hqh2A9zzGP4>

<https://www.youtube.com/watch?v=5y-RH7fl4Z0>

og omkring Brainjuicer Labs:

<https://www.youtube.com/watch?v=sKGJQVDXH5Q>

<https://www.youtube.com/watch?v=h165Kn1iSSY>

Et eksempel på de områder hvor BJU er stærke er deres software og big data approach. Traditionel markedsføring vil afspille en reklame og spørge forbrugeren hvad de syntes om den. Men BJU har vist at forbrugerne ikke køber varer efter hvilke reklamer de tror de kan lide, men de reklamer deres intuition siger dem de kan lide. Når de står nede i indkøbsafdelingen, er det deres underbevidsthed der afgør om de køber chokolade fra Nestle eller Cadbury. Noget af det BJU gør at de kan anvende ansigtsudtryk og ad den vej aflæse forbrugers respons på reklamer. Ved at gøre dette eksempelvis under reklamer afspillet ved store sports events, kan man aflæse via ansigtsudtryk forbrugernes faktiske responser på en reklame og ikke de responser som hjernen selv tror.

BJU sælger denne system1 tankegang som en slags abonnementløsning, hvor kunderne betaler en løbende sum penge mod at BJU til gengæld passer og plejer kundernes brands og sørger for at de placerer sig højt på diverse målinger mv. Det er en meget effektiv form for salg, da indkomsten er meget forudsigelig for BJU og de løbende kan bygge ovenpå den eksisterende forretning ved at få nye kunder ind og løbende få mere omsætning fra eksisterende kunder.

Jeg sammenligner ofte dette med et forsikringsprodukt, hvor kunderne betaler nogle løbende summer for at BJU sørger for at deres brands er i toppen af markedet.

BJU drives i dag stadig af deres stifter John Kearon, som ejer ca. 30 % af de udestående aktier:

DIRECTORS' INTERESTS

Directors' interests in Ordinary Shares of 1p each as at 31 December 2015 are shown below:

	Number of 1p ordinary shares	
	31 December 2015	1 January 2015
John Kearon	3,859,996	3,859,996
James Geddes	158,325	158,325
Alex Batchelor	101,852	101,852
Ken Ford	20,000	20,000
Robert Brand	30,000	30,000
Graham Blashill	5,000	5,000

De øvrige insidere har også nogle pæne ejerskaber. Noget andet som imponerer mig, er måden hvorpå BJU strukturerer deres langsigtede incitamentsaflønninger. Man kan her tydeligt se, at selskabet drives af aktionærene og de derfor strukturerer aflønningsprogrammerne for aktionærernes bedste, og ikke som i andre selskaber for ledelsens bedste.

Long Term Incentive Plan

We are also seeking shareholder approval for a new LTIP to help retain and motivate up to seven senior executives as the Company begins its next chapter.

The new LTIP will run for a four-year period, commencing on 1 April 2017 with vesting dependent on achievement of stretching performance conditions. Maximum vesting requires gross profit in the Company's financial year ending 31 March 2021 of 2.85 times that in the year ending 31 March 2017 (30% p.a. compound growth). In addition, there are profit after tax and share price underpins (the profit after tax underpin being 20% p.a. compound growth at the maximum level). Maximum vesting will result in dilution of up to 8.5% of the Company's issued share capital as at 1 January 2017.

Ovenstående program er enhver aktionærs drøm. Selskabet lancerer et program som løber i 4 år. For at selskabets ledelse skal få fuld udnyttelse af programmet skal selskabets bruttoresultat stige med over 30 % i snit om året, hvilket man må sige er en høj hurdle. Samtidig skal indkomsten efter skat minimum stige 20 % om året. Det er en fantastisk måde at sikre sig, at insiderne og ledelsen kun tjener store penge når aktionærene får leveret værdi.

Acceleration af forretningen:

En anden afgørende faktor, er at væksten i BJU ser ud til kraftigt at accelerere. Den organiske vækst er på vej op, hvilket gør aktien meget undervurderet.

I Brainjuicers H1 2016 rapport rapporterede BJU en organisk omsætningsvækst på 11 %. I deres 2016 helårsrapport, rapporterede BJU en organisk vækst på 15 %. Dette implicerer at den organiske vækst i andet halvår har været helt oppe omkring 18-19 %. Der er flere forhold, der gør at vi tror disse høje vækstrater er holdbare langsigtet:

Selskabets System1 segment som har den klart højeste vækst, udgør nu en meget stor andel af det samlede selskabs omsætning, hvilket vil trække den samlede omsætningsvækst med op.

Selskabet havde 2 kunder i 2016 som af naturlige årsager afsluttede samarbejdet indenfor nogle af de ældre forretningssegmenter. Udløbet af disse to har nu "overlappet", hvilket ikke vil trække ned på samlede vækst i 2017.

Værdiansættelse:

Vi forventer BJU vil afslutte 2017 med ca. 15 mio. £ i kontanter, hvilket målt op imod markedsværdien på 95 mio. £ (kurs 8 £) giver os en enterprise value på 80 mio. £. Vi forventer en indkomst efter skat omkring 5,9 mio. £ i 2017 (regnskabet slutter 31/3 2018), hvilket giver os en P/EV på 13,5. Dette finder vi alt for lavt, for et selskab med så stærk en forretningsmodel og høj en vækst.

Ovenstående er baseret på en skattesats på 35 %. Falder selskabets skattesats til 20 % den kommende tid, vil P/EV være på 11.

En aktie som BJU fastsætter vi ikke noget kurstarget på, fordi selskabet er så høj kvalitet og vokser så højt. Vi ser den som et "must own" i vores portefølje pt.

I stedet har vi i vores DCF model indsats nogle konservative estimer med lav/aftagende vækst og pres på EBIT marginen. Dette har vi gjort for at teste følsomheden af vores estimer. Hvis vi antager at selskabets vækst på 15-20 % i dag falder de kommende 4-5 år ned mod 3-4 % langsigtet og selskabet EBIT margin på 22 % i 2017 falder til 20 % langsigtet vil aktien have et kursmål omkring 1.000p. Det er vores margin og safety, at vi kan købe aktien i dag med høj vækst og selv hvis væksten skulle aftage have et kursmål der er 25 % over den nuværende værdi.

Cello Group Plc.

Vi udsendte vores analyserapport på Cello Group i januar 2017 (kan findes på www.symmetry.dk) og vil derfor henvise til den for yderligere oplysninger omkring vores holdning til Cello.

Cello har sidenhen rapporteret deres 2016 årsrapport:

CELLO HEALTH

	2016 £'000	2015 £'000	% change
Headline Gross profit	47,605	44,496	7.0%
Headline operating profit	8,635	8,779	(1.6%)
Margins	18.1%	19.7%	-

- Like-for-like gross profit up 6.2% (2015: 4.7%)
- Like-for-like gross profit up 10.5% (ex Consumer)
- Stronger dollar impact balanced by consumer profit fall
- Constant currency like-for-like gross profit up 1.7% (5.3% ex Consumer)
- Operating margin remains competitive at 18.1% (ex Consumer 20.3%)
- Overall client base growing, especially in USA
- Collaborative wins grow strongly behind the Cello Health brand
- Notable growth in quantitative research under 'IQ' product name
- Consumer area tougher, impacting margin, leading to impairment charge in 2016
- Defined Health acquisition in January 2017

14

Ovenstående viser tallene for Cello Health for 2016. Som det ses har de haft en rigtig pæn vækst. Organisk vækst i constant currency uden consumer delen vokser med 5,3 %. Vi mener det tal er det vigtigste for måling af forretningen. Det er her de høje marginer er, og det viser den underliggende organiske vækst.

Forretningen har en pæn vækst og de befinder sig i et attraktivt marked. Med en god placering i en god branche, valutamedvind og opkøb regner vi også med at 2017 og frem bliver flot.

Med lanceringen af Pulsar Health worldwide i 2017, regner med vi også med en stærkt tilvækst derfra.

Selskabets consumer afdeling måtte have nogle restruktureringer i løbet af året, men havde positive resultater igen i slutningen af 2016.

CELLO SIGNAL

	2016 £'000	2015 £'000	% change
Headline Gross profit	43,615	41,327	5.5%
Headline operating profit	4,490	4,049	10.9%
Margins	10.3%	9.8%	-

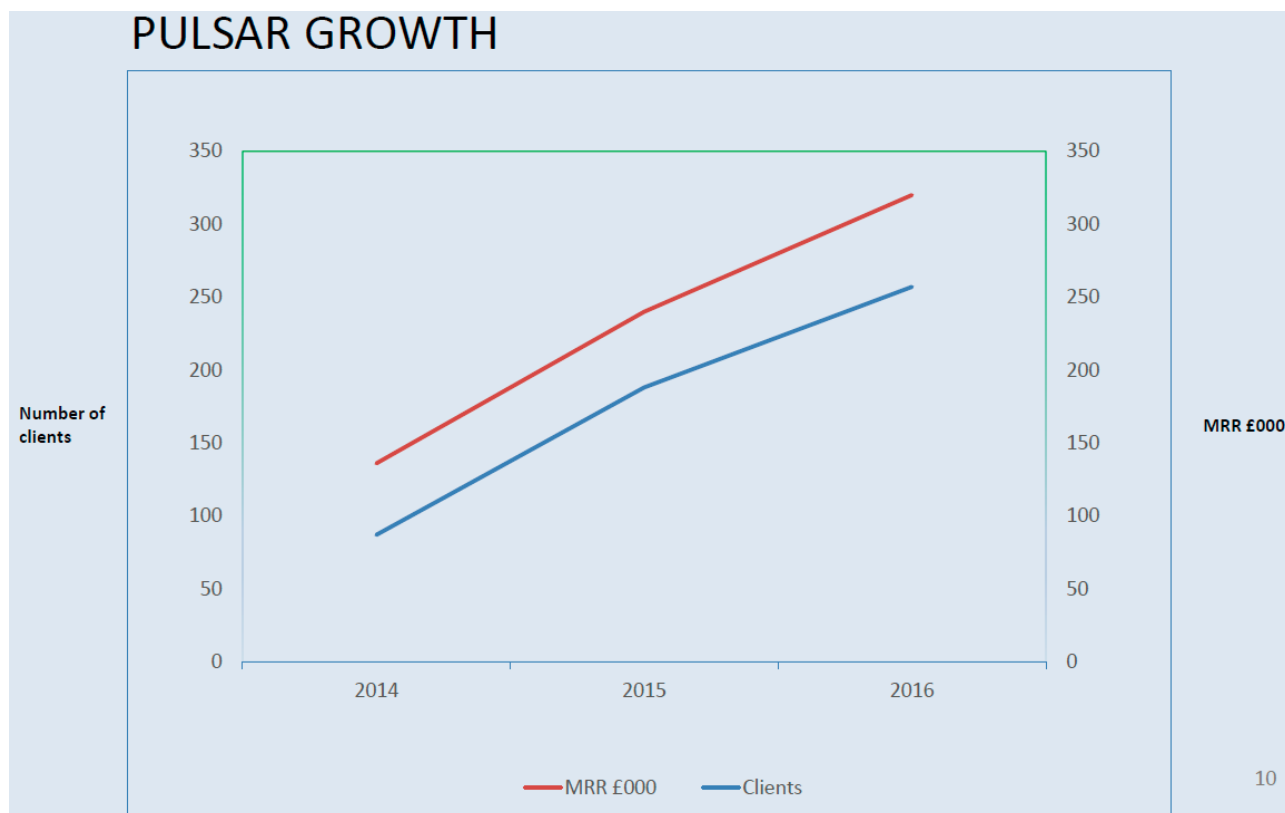
- Like-for-like gross profit growth of 5.5% (2015: 3.7%)
- Constant currency like-for-like gross profit growth of 4.2%
- Operating margin 10.3% (2015: 9.8%)
- External re-brand under 'Signal' brand complete
- Pulsar operationally profitable; growth to 257 clients
- Pulsar enters US in 2017, creating considerable opportunity
- Hong Kong discontinued in 2016

Signal forretningen havde et rigtig godt 2016 med en vækst i EBIT på hele 11 %. Den organiske omsætningsvækst var også pæn med 4,2 %.

Det langsigtede target for EBIT marginen er stadig omkring 15 % for Signal forretningen.

Der er stadig nogle spændende vækstmuligheder indenfor de forskellige områder, herunder især Pulsar platformen. Pulsar platformen indregnes under Cello Signal. Pulsar Health vil fra 2017 indgå under Cello Health forretningen.

Signal har ligeledes lanceret deres TriggerHub, som er i den mere tidlige fase end Pulsar, men ligeledes har et stort potentiale. TriggerHub sætter selskabernes web, content, mail mv. i system i forhold til at måle responser på kampagner og markedsføring.



Vi mener stadig Pulsar platformen er undervurderet af markedet. Vi mener at Pulsar reelt kan have en værdi svarende til hele Cellos market cap indenfor få år. Pulsar, som er Cellos social media analytical response software har en SAAS revenue model, hvor de får løbende licensindtægter.

På figuren er vist antal af Signal kunder samt omsætningen på månedsbasis fra Pulsar. Cello meddeler at Pulsar nu er over 4 mio. £ i årlig SAAS omsætning.

Væksten er stadig meget kraftig med +50 % årlig. Som vi nævnte i vores indledende analyse, har flere handler med konkurrerende platforme vist transaktioner, der overstiger hele Cello markedsværdi.

Cello har samtidig hævet deres udbytte til nu 3,4 £ (0,034) svarende til et direkte udbytte på ca. 3 %. Det syntes vi stadig er attraktivt. Især fordi Cello har hævet udbyttet hvert år i 10 år i træk og de seneste 3-4 år har hævet udbyttet med over 10 % årligt.

Symmetry er stadig positive langsigtede aktionærer.

Msg.Life AG

Vi udsendte i oktober måned en analyse af det tyske softwareselskab msg.life AG. Sidenhen har selskabet leveret flotte regnskaber og landet nye store ordrer for deres hovedprodukt msg.life factory, hvilket også har fået aktiekursen til at stige kraftigt fra 2,27 Euro til over 3 Euro.

Alt dette blev dog pludselig irrelevant. Selskabets storaktionær valgt at komme med et opkøbstilbud på 2,38 euro og indikerede at de efterfølgende ville afnotere selskabet. Da ingen har interesse i at eje en unoteret tysk aktie, er tilbuddet i praksis en tvangsindløsning af aktierne.

Msg.life AG er dags dato blevet afnoteret fra fondsbørsen. Symmetry har som konsekvens heraf ikke længere aktier i Msg.life, da vi har måttet flytte vores midler til andre spændende cases.

Vi forventer at kunne fortælle om en af disse indenfor den kommende tid.

Symmetry endte med et plus på vores investering i msg.life da vores kostpris var omkring 2,1 euro og vores salgskurs omkring 2,55 euro. Dette er dog stadig voldsomt irriterende, da vores kurstarget for aktien var over 5 euro.

Bet-at-home.com

Bet-at-home.com (BAH) er ved at være en af de ældre kendinge for jer, da aktien efter Protector Forsikring er den aktie som har været i Symmetrys portefølje længst tid. Vi købte oprindeligt tungt ind i aktien i 2014 da kursen lå omkring 20 Euro pr. aktie. I dag handles aktien til en kurs på over 100 Euro pr. aktie og har i mellemtiden leveret pæne udbytter til aktionærerne. 2016 var ingen undtagelse:

Omsætningen steg med 14 % sammenlignet med 2015

Indtjeningen steg med 3,5 % sammenlignet med 2015. Dette på trods af, at der blev investeret massivt i markedsføring for at udvikle brandet.

Selskabet planlægger at øge udbyttet i året og udbetale et ekstraordinært udbytte oveni. Forventeligt totalt omkring 7,5 euro svarende til over 7 % i direkte yield.

- ✓ a Europe-wide leading online gaming provider with offices in Austria, Germany, Malta and Gibraltar
- ✓ a listed company with 296 employees and 4.6 million registered customers worldwide
- ✓ an extensive brand with a high level of awareness in the European core markets
- ✓ a prominent partner in top sports, present throughout Europe



Fact sheet FY 2016:

- Sports betting, casino, games, poker and virtual sports
- Gaming volume of EUR 2,926.2 million
- Listed in Frankfurt (Prime Standard)

In EUR 1,000	FY 2013	FY 2014	FY 2015	FY 2016
Gross betting and gaming revenue	85,619	107,026	121,608	138,674
EBITDA	14,982	26,731	31,690	33,044
Registered user in thousand	3,583	3,985	4,269	4,600
Number of employees	240	264	264	296

Sponsoring highlights in 2016:

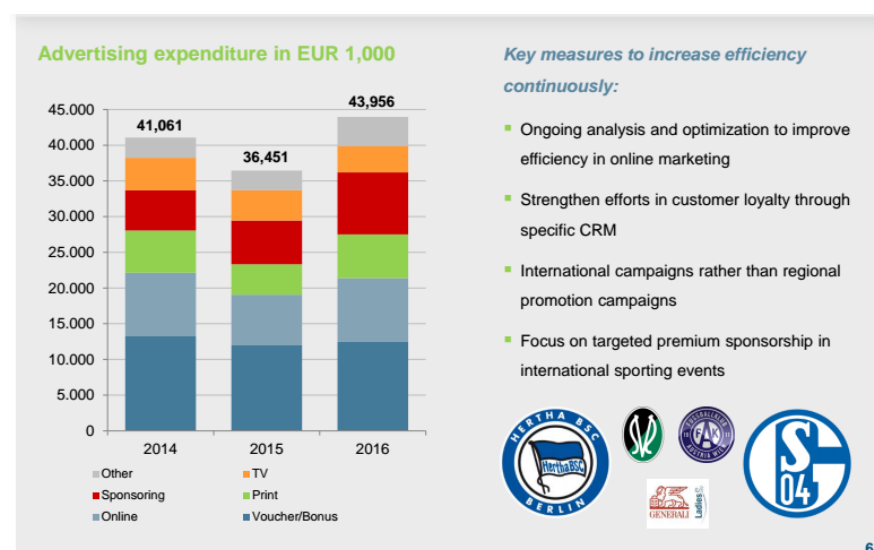



Vi har ved vores investering i Bet-at-home haft fordele af to ting. Både et selskab som har leveret gode resultater og høj indtjeningsvækst og en aktie som var meget billig på det tidspunkt vi købte den. Det er ofte en rigtig god sammensætning. Vi mener stadig at Bet-at-home bør handles til en højere P/E multipel end aktien gør i dag, hvilket bør give mulighed for gode kursstigninger i 2017. Den mest afgørende vækstdriver er dog, at selskabet stadig vokser flot med 2 cifrede vækstrater og samtidig betaler flotte udbytter. Bet-at-home er positioneret indenfor en stærk branche (online sektoren) som har en underliggende høj vækst. De største risici er ofte skattemæssige og regulatoriske ændringer. Bet-at-home

er dog et af de selskaber som er på forkant med tingene og løbende implementerer regelændringer med det samme. En anden fordel ved BAH er, at selskabets to største markeder er Østrig og Tyskland. Disse markeder er ikke så veludviklede bettingmarkeder som eksempelvis det britiske. Samtidig er det to meget sunde økonomier, hvilket giver selskabet en fordel ved generelle økonomiske nedture.



BAH er positioneret indenfor en stærk branche, online gambling. Som det ses af ovenstående forventes markedet er vokse med 9 % i snit om året frem til 2019. Vi ser derfor gode muligheder for at BAH kan vokse med 2 cifrede procenter de kommende år også.



BAH investerer stadig kraftigt i at opbygge et stærkere og stærkere brand. Indenfor bettingbranchen er skalafordele afgørende. Ikke så meget skala på teknologien, da det er ret nemt at sætte et nyt bettingselskab op. Der hvor der kræves skala er indenfor markedsføring. De store spillere kan ofte investere langt mere i markedsføring og dermed øge kendskabet til sit brand. BAH har udviklet sit brand stærkt til at være markedsleder i de tysktalende lande og voksende flot i Østeuropa. Det er en attraktiv markedslederposition som de ikke vil miste og derfor investerer i.

Guidance Financial Year 2017

- From the current point of view, the Management Board assumes that if the regulatory and fiscal environment remains unchanged, the gross betting and gaming revenue will increase to EUR 144 million in fiscal year 2017.
- The Management Board expects EBITDA to reach a level of between EUR 34 million and EUR 38 million in 2017.

BAH har guidet for en pæn stigning i EBITDA også i 2017 samt en pæn stigning i omsætningen.

Værdiansættelse:

Vi værdiansætter BAH ved at tage 20x vores 2017 EPS estimer på 5,25 Euro = 105 Euro. Oveni dette skal man have kontantbeholdningen på 25 euro pr. aktie, hvilket giver en samlet fair værdi omkring 130 euro, hvilket stadig er en pæn upside ifht. nuværende kurs.

B&C Speakers S.p.A

Vi offentliggjorte den 13. Februar 2017 en analyse af det italienske selskab, B&C Speakers. B&C har alle de kvaliteter vi godt kan lide, når vi ser på en aktie:

- 1) De opererer indenfor et lille nichesegment, hvor de er klare markedsledere.
 - 2) De har høj vækst og højt afkast på investeret kapital
 - 3) De har en ledelse som har højt ejerskab og som er stiftere af forretningen
-
- Omsætningen voksede med 5 % sammenlignet med 2015.
 - EBITDA voksede med 10,57 % sammenlignet med 2015.
 - Indtjeningen efter skat voksede med hele 25 % sammenlignet med 2015.

B&C endte 2016 med en kontantposition på over 7 mio. Euro. B&C har valgt at dette likviditetsoverskud skal ud til aktionærerne. De har vedtaget et ordinært udbytte på 0,4 euro og et ekstraordinært udbytte på 0,6 euro. Tilsammen udgør udbyttet 1 euro, hvilket er et direkte afkast på hele 10 % i forhold til aktiekursen. Det er et flot udbytte. Det ordinære udbytte alene udgør 4 %, hvilket gør B&C til en god udbytteaktie.

Selskabets vækst er accelereret i anden halvdel af 2016. Efter en meget flot vækst i 2016 forventer selskabet en mere flad udvikling i 2017. De vil lancere en masse nye produkter i 2017, hvilket igen vil accelerere væksten i 2018

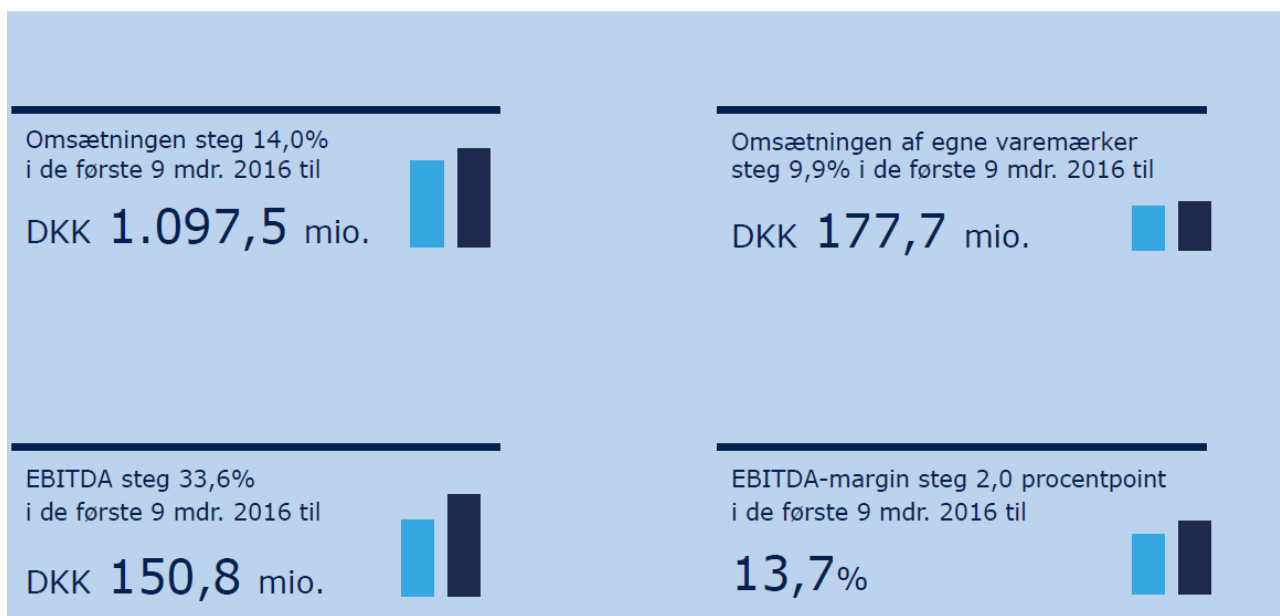
Vi syntes at regnskabet var rigtig flot. Det store udbytte viser et selskab som har en dygtig aktionærpleje, hvilket er altafgørende i forhold til kapitalallokering.

Vi har solgt en stor del af vores post som følge af den store aktiekursstigning, for at lede efter andre ideer.

SP Group A/S:

SP Group aflægger først deres 2016 regnskab torsdag den 30/3 2017. Vi kan dog kommentere på udviklingen indtil videre i 2016, baseret på de første 3 kvartaler, samt vores forventninger til 2017.

HOVEDPUNKTER DE FØRSTE 9 MDR. 2016



Som det ses ovenfor har SPG haft et flot 2016 med en pænt vækst i både omsætning og især indtjening. Selskabets omsætning er delvist forsat af opkøb, men er også underbygget af en organisk vækst på over 5 %. SPG leverer fortsat rigtig flot, understøttet af deres meget dygtige ledelse med Frank Gad i spidsen.

SPG har en meget god forretningsmodel. De vokser organisk, hæver løbende marginer via procesforbedringer og laver attraktive opkøb. At selskabet kan lave attraktive opkøb (til multipler før synergier der er langt lavere end selskabets egen værdiansættelse), er løbende med til at optimere værdien.

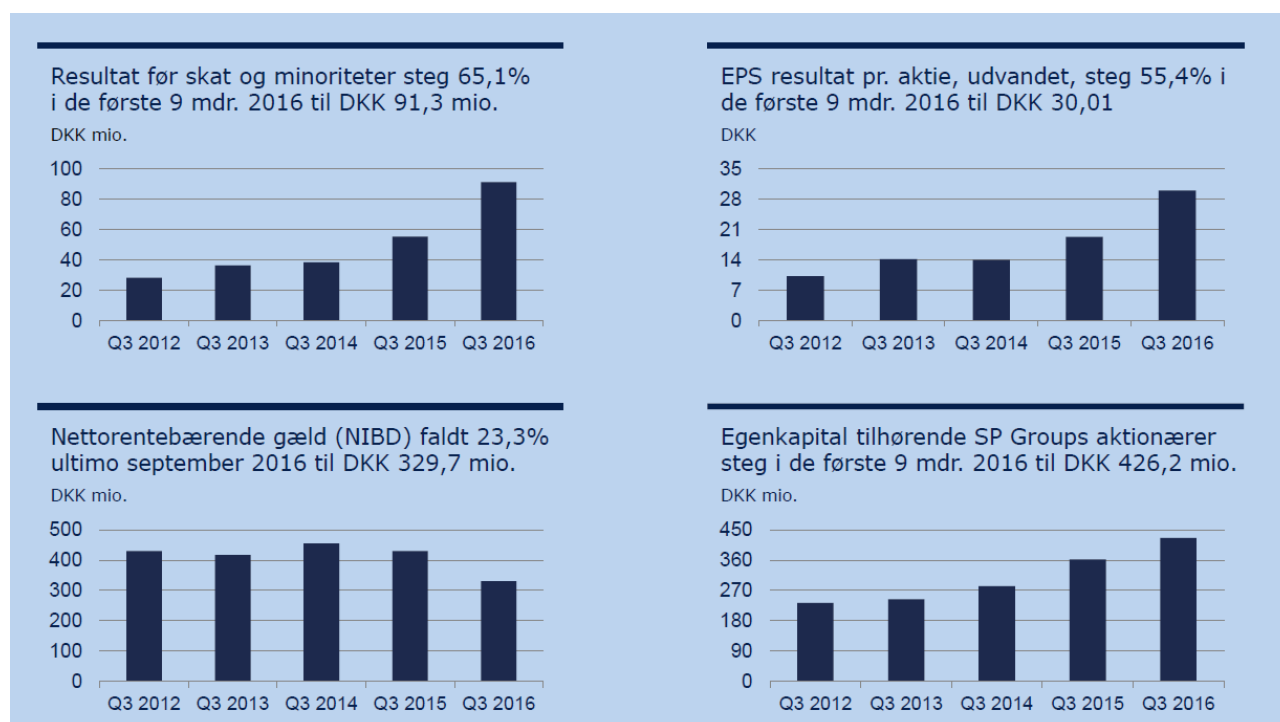
Opkøb:

Selskabet opkøbte den 14/6 2016 Medicopack A/S for 32 mio. med en EBITDA på 6-7 mio. før synergier. Denne EV/EBITDA multipel under 5, ser vi som rigtig attraktivt for SPG på lang sigt, da de også kan optimere selskabet.

SPG har også annonceret opkøb af Aasum Plast og Metal A/S med en omsætning på ca. 10 mio. kr. Herudover har de annonceret opkøb af Plexx AS Opido i Sverige med en total omsætning på 65 mio. DKK. Samtidig er dette opkøb også til ca. 5 i EV/EBITDA.

Senest har B&C opkøbt det danske selskab MM Composite for 105 mio. kr. Det svarer til 7-7,5 i EBITDA. MM Composite er et selskab som har fordoblet resultatet siden 2012. De har en pæn vækst. Efter synergieffekter mv. ser vi igen dette opkøb som meget godt for aktionærerne i SPG.

Langsigtede resultater:

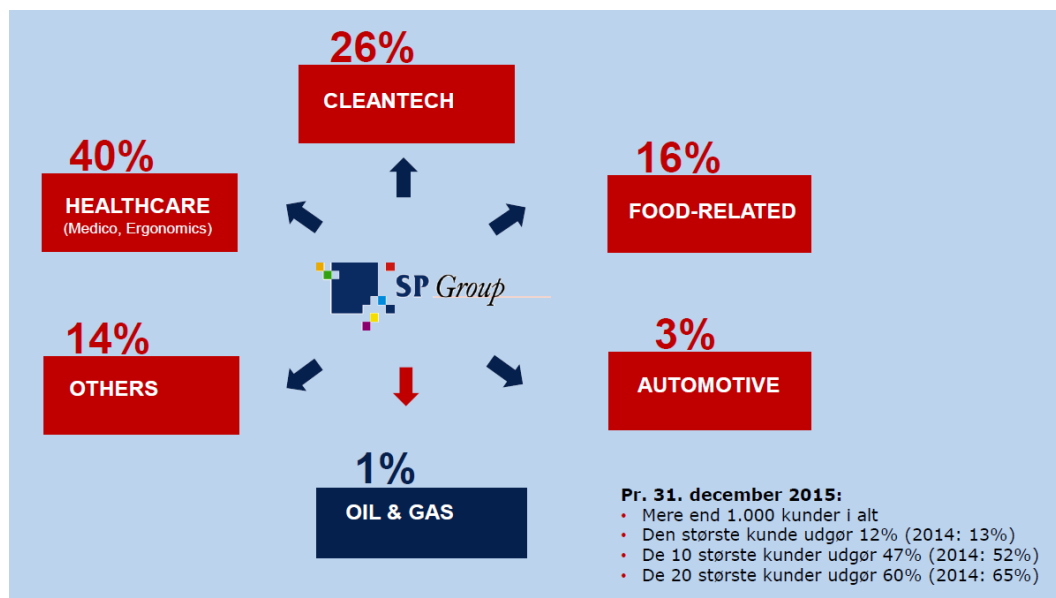


Ovenfor er vist de mere langsigtede resultater for SP Group. Der er tale om en imponerende udvikling for et industriselskab, hvilket også er det som har været medvirkende til en stærkt stigende aktiekurs i 2016.

Som det ses af grafen nederst til venstre, er selskabets gæld faktisk den laveste i 5 år. Dette på trods af en del opkøb. Med en kraftigt voksende EBITDA, har dette medført at selskabets NIBD/EBITDA er på et meget lavt niveau og lavere end selskabets målsætning. Dette giver selskabet et stort råderum til at kunne lave fremtidige opkøb, hæve udbyttet og investere i organisk vækst.

<http://sp-group.dk/media/5265/fg-ir-praesentation-da-21-11-16.pdf>

For interesserede vil vi anbefale ovenstående præsentation



Som det ses ovenfor har SPG en meget god geografisk spredning af deres omsætning. Størstedelen af deres omsætning er indenfor meget stabile områder såsom healthcare og fødevarer, men til dels også Cleantech. Oil & Gas og Industrials (other), som tidligere var en større del af omsætningen er nu næsten udvandet. Det betyder også, at SPG vil klare sig langt bedre i krisetider end de har gjort historisk.

Værdiansættelse:

SP Group handles pt. til en P/E omkring 15,5 baseret på 2016 indtjeningen. Dette er ikke dyrt, men heller ikke specielt billigt.

Der er dog flere ting der taler for en stadig øget indtjening i 2017.

- 1) Flot organisk vækst på ca. 5 % pt.
- 2) Opkøb bidrager med 10-15 %
- 3) Marginforbedringer bidrager med 2-5 %
- 4) Afskaffelse af PSO afgift bidrager med ca. 5 %

Alle disse forhold gør at vi forventer en indtjening før skat og minoriteter i 2017 på ca. 160 mio. kr. svarende til en P/E på 11,5-12,0. Da SPG opererer indenfor meget stabile brancher og har meget lav gæld finder vi stadig dette attraktivt. Kan SPG finde nye attraktive opkøb vil det øge indtjeningen endnu mere.

Brdr. A&O Johansen A/S

A&O aktien har haft et rigtigt godt 2016 og start på 2017. Dette er båret af A&Os opkøb af egne aktier til billige multipler. Når et selskab handles til en lav P/E og opkøber en stor mængde egne aktier (A&O har opkøbt 60 % af deres udestående aktier), falder P/E automatisk endnu mere.

Symmetry har i starten af 2017 reduceret i vores beholdning af A&O aktier, men har stadig en mængde vi forventer at holde.

5-ÅRSOVERSIGT FOR KONCERNEN

(Alle beløb i hele mio. kr.)

Hovedtal	2016	2015	2014	2013	2012
Nettoomsætning	2.823,4	2.631,2	2.258,7	2.309,7	2.272,7
Bruttoresultat	796,7	712,3	646,6	691,1	675,8
Omkostninger	(653,3)	(593,5)	(546,3)	(564,0)	(548,4)
Resultat af primær drift (EBIT)	143,3	118,8	100,3	127,1	127,3
Finansielle poster, netto	(8,0)	(3,3)	(2,7)	(1,9)	(5,4)
Resultat før skat (EBT)	135,4	115,5	97,5	125,2	121,9
Skat af årets resultat	(30,0)	(27,7)	(23,8)	(26,6)	(30,8)
Årets resultat	105,4	87,8	73,8	98,6	91,1
Langfristede aktiver	1.266,9	1.180,0	896,7	721,7	633,7
Kortfristede aktiver	727,9	783,1	694,2	709,5	652,7
Aktiver i alt	1.994,8	1.963,2	1.590,9	1.431,3	1.286,4
Aktiekapital	57,0	57,0	57,0	57,0	57,0
Egenkapital	732,1	1.024,6	935,7	863,0	766,3
Langfristede forpligtelser	339,1	217,5	204,5	199,7	203,5
Kortfristede forpligtelser	923,6	721,1	450,7	368,5	316,6

A&O Johansen har de seneste år hævet deres omsætning som følge af organisk vækst og opkøb af onlineforretningerne billigvvs og greenline. Dette har givet A&O en markedslederposition online indenfor både el og vvssalg. Samtidig har A&O investeret kraftigt i pallehøjlagere og miniloadanlæg, hvilket gør deres butiksværk og lagercentraler meget effektive.

Indtjeningen er dog ikke helt fuldt med i form af stigende marginer. Dette skyldes flere forhold. Den ene at der er stor konkurrence i markedet, hvilket har presset priserne. Den anden er integrationen af onlineforretningen som på sigt giver bedre marginer, men på kort sigt giver restruktureringsomkostninger.

Vi forventer at A&O kan hæve marginer de kommende år. Selskabets markedsværdi er i dag på 950 mio. DKK. Med en indtjening på 105,4 mio. kr. svarer det til en P/E på 9. Da vi forventer en stigning i resultatet i 2017 er P/E endnu billigere. Det skal dog ses i forhold til at gælden også er høj.

Nøgletal

Bruttomargin	28,2%	27,1%	28,6%	29,9%	29,7%
Overskudsgrad	5,1%	4,5%	4,4%	5,5%	5,6%
Afkastningsgrad	7,2%	6,7%	6,6%	9,4%	9,9%
Egenkapitalforrentning	12,0%	9,0%	8,2%	12,1%	12,7%
Soliditetsgrad	36,7%	52,2%	58,8%	60,3%	59,6%
Indre værdi	1.284	1.797	1.642	1.514	1.344
Børskurs ultimo året	3.367	1.750	1.115	1.335	1.050,0
Price Earnings Basic (P/E Basic)	10,5	9,8	7,4	6,6	5,6
Udbytte pr. 100 kr. aktie	60,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Resultat pr. aktie (EPS Basic), kr.	321	178	150	201	186
Udvandet resultat pr. aktie (EPS-D), kr.	311	175	149	198	183
Antal medarbejdere	646	619	621	650	636

Som det kan ses ovenfor har selskabet hævet sin overskudsgrad de sidste 2 år, men stadig på et lavere niveau end 2012-2013. Indre værdi pr. aktie ovenfor er ikke retvisende, da den ikke justerer for egne aktier.

En anden spændende ting med A&O, er at de vil lave et aktiesplit 1:5 og lave et udbytte på 60 kr. Disse to forhold kan normalt være med til at understøtte aktiekursen den kommende tid.

Vi forventer derfor en stadig pæn kursudvikling i A&O i 2017.

Immunodiagnostic Systems Holdings Plc:

IDH har skævt regnskabsår hvorfor deres næste årsregnskab er pr. 31/3 2017 som plejer at komme i juni måned. IDH er en klassisk turn around case, hvor der er indsat en ny dygtig ledelse som skal vende udviklingen i et sundt selskab der havde taget for mange forkerte beslutninger.

Vores investering i IDH er primært en investering i Patricio Lacalle som vi fulgte tæt under hans imponerende turn around af Pulsion. Som vi indikerede i vores research rapport, så ser vi meget store ligheder mellem Pulsion og IDH. Vi mener IDH fundamentalt er et godt selskab i en god branche. En vellykket turn around vil kunne flerdoble vores investering i forhold til vores købskurs omkring 1,5 £ pr. aktie.

Det er vores forventning at 2017 regnskabet vil markere bunden for IDH's turn around. Vi har allerede i halvårsregnskabet set de første klare tegn på at selskabets turn around er godt undervejs, hjulpet godt på vej af den faldende £.

Vi henviser til vores opdaterede analyse af IDH her:

<http://www.symmetry.dk/2017/02/04/opdatering-idh/>

vi hævdede der kursmålet for IDH til 425p. Vi har derfor ingen intentioner om at sælge ud af vores aktier pt. selvom de er doblet i værdi siden vi købte dem.

Selskabet rapporterede i November deres halvårstal for perioden der slutter 30/9 2016.

Omsætningen steg med 1 % i £ men faldt med 9 % i lokal valuta. Omsætningsfaldet var stadig præget af store dyk i Vitamin D forretningen, hvilket var forventet. Vitamin D forretningen udgør nu en så lille del af forretningen, at fremtidige fald her ikke vil have så dominerende indvirken på den samlede vækst.

Selskabets nu største produktområde, CLIO forretningen voksede med 16 % organisk, hvilket er en kraftig acceleration i forhold til tidligere. Det er denne forretning selskabet skal leve af i fremtiden, så den kraftige vækst her er meget opløftende.

Patricia Lacalle er stort set færdig med sin turn around og har valgt at fratræde selskabet. I stedet er en ny dygtig CEO kommet ind. Vi mener det er fint at få en ny vækstfokuseret CEO ind, da Patricio har styrket IDH voldsomt.

Salget forventes at stige de kommende år og udviklingen af Assays går igen i den rigtige retning, hvilket er illustreret af de seneste fondsboersmeddelelser:

Immunodiagnostic Systems Holdings plc.
1 March 2017

Launch of IDS-iSYS InaKtif MGP assay - new assay in the IDS CKD-MDB portfolio

Immunodiagnostic Systems Holdings plc (IDS), a specialist producer of manual and automated diagnostic testing kits and instruments for the clinical market, has launched the IDS-iSYS InaKtif MGP assay in the European market. This is a fully automated CLIA assay for use with plasma samples on the IDS-iSYS Automated System.

The launch of the IDS-iSYS InaKtif MGP assay is the first vascular calcification addition to the IDS Chronic Kidney Disease-Mineral Bone Disorder (CKD-MBD) portfolio. IDS believes this assay is the first fully automated solution for the measurement of InaKtif MGP.

The IDS-iSYS InaKtif MGP assay measures a patient's inactive dephosphorylated-uncarboxylated (dp-uc) isoform of Matrix Gla-Protein (MGP) and offers clinicians an easy way to assess the vitamin K status in the arterial vessel wall. A rise of the inactive form of MGP (dp-ucMGP) reflects a vitamin K deficiency in the vasculature. Insufficient vitamin K status may result in an increased risk of vascular calcification, which is the leading cause of death in patients with CKD-MBD.

Chronic kidney disease (CKD) is an increasing public health issue, with it estimated to be prevalent in 8 to 16% of the global population.

The global market size for MGP testing is estimated to be approximately US\$10 million.

Immunodiagnostic Systems Holdings plc.
2 February 2016

Launch of IDS-iSYS ACTH assay - new assay in the IDS hypertension portfolio

Immunodiagnostic Systems Holdings plc (IDS), a specialty solution provider to the clinical laboratory diagnostic market, today launched the **IDS-iSYS ACTH** assay in the European market - a fully automated assay for use with the IDS-iSYS Automated System.

The **IDS-iSYS ACTH** assay will become a key assay within the existing IDS portfolio for endocrine hypertension testing.

The **IDS-iSYS ACTH** assay measures a patient's levels of adrenocorticotrophic hormone to allow the assessment of pituitary and adrenal gland function. Together with other clinical and laboratory data it allows the differential diagnosis of hyper- and hypo-cortisolism disorders such as Cushing's syndrome and Addison's disease, as well as the evaluation of other causes of endocrine hypertension.

The Global market size of ACTH testing is estimated to be approximately £10-15 million.

Lanceringen af disse ny assays er hele grundlaget for at selskabet kan fortsætte med at levere positive net placements af instrumenter hos klinikkerne. Og positive nettoleveringer af instrumenter er grundlaget for en stigende omsætning. Vi forventer pæn omsætningsstigning krydret med voksende marginer den kommende tid.

En investering i IDH skal foretages med en meget langsigtet tidshorisont i vente da aktien er særdeles illikvid og spreadet er meget stort.

Vi ser dog stadig stort potentiale, da markedet ikke til fulde har indregnet den positive turn around.

Short positioner:

2016 var et travlt år på short fronten. Det var generelt et svært år at være short seller da aktiemarkedet steg ca. 7 % i snit men hvor USA var den primære motor der steg med over 10 % for alle indeks. Da vores short positioner primært er i USA, har det ikke været et nemt miljø at være short seller.

Symmetry sælger ikke short udelukkende for at skabe et hedge. Det er vores forventning at vi kan skabe et separat profit-center som vil generere ekstra afkast. Samtidig afdækker de vores langsigtede markedsrisiko, hvilket gør at vi kan tage mere risiko på long siden. Hos Symmetry leverede vi et mindre positivt afkast på vores short positioner i 2016. Dette er en klar merperformance i forhold til benchmark på over 10 %, hvilket er mere end vi forventer på lang sigt. Vi håber at vores short positioner kan generere positive afkast på 0-5 % i snit set over en hel konjunkturcyklus.

Vi havde flere markante vindere på vores shorts men endte også i Q4 med at have flere shorts der efter Trump valget gik markant imod os. Vi har redegjort for flere af vores short positioner i de enkelte kvartalsoversigter i året. Den klare vinder var MDC Partners som faldt over 80 % fra vores udgangspunkt til vores lukkekurs. Vi har efterfølgende åbnet en ny short i MDCA. Selskabet er et gældsats markedsføringsselskab med negativt cashflow og en elendig ledelse. En perfekt cocktail på en god short position. En anden position vi mener er en rigtig god short er et selskab kaldet EROS International som vi mener går konkurs indenfor kort tid.

Vi anser vores short positioner som værende meget attraktive efter de store stigninger ultimo 2016, da der ikke har været væsentlige forbedringer af selskabernes rammevilkår.

Symmetry har 3 forskellige kategorier af short positioner som vi arbejder i:

- Earnings misses: Dette er en situation hvor vi forventer at selskabet vil levere skuffende resultater de kommende 2-3 kvartaler som vil skuffe analytikerne og dermed sende aktiekursen ned. Her identificerer vi underliggende trends i markedet, råvareændringer, renteændringer, markedsføringer, nyheder fra konkurrenter, forbrugeranmeldelser og andre ting som vi mener vil påvirke regnskabet negativt.
- Broken Business Models: Dette er selskaber der bare har en åndsvag forretningsmodel (som at sælge sand i Sahara). Et godt eksempel kunne være blockbuster da Netflix kom frem eller Kodak da digitalkamera kom frem. Her leder vi efter selskaber hvis forretningsmodel ikke har gode fremtidsudsigter.

- Frauds: Dette er den bedste kategori at være short, men også den sværeste at finde dem i. Det er enten selskabet hvor regnskaber er direkte forfalskede, eller blot regnskaber som vi mener er voldsomt manipulerede og ikke afspejler selskabets sande indtjening. Eksempelvis selskaber der rapporterer flotte stigende overskud men brænder kontanter af i stort omfang.

Den kategori som vi ikke vil shorte er valuation plays. Altså at sige at xx aktie handles til xx P/E hvilket vi mener er for dyrt. Sådanne shorts vil basere sig for meget på vores egen holdning og ikke have en direkte katalysator for hvornår vores hypotese vil udspille sig. Et ofte brugt udtryk "the market can stay irrational longer than you can stay solvent" er meget anvendeligt ved valuation plays på short. Som David Einhorn siger det: "A stock with a silly valuation that doubles in value is still just silly".

At kunne identificere en klar katalysator eller et konkret event for ens short og være klar til at lukke sin position hvis ikke man har ret er afgørende for ens succes som short sælger.

Vi vil løbende måle afkastet på vores shorts og forsøge at rapportere disse til jer så korrekt som muligt og måle vores langsigtede afkast på denne kategori. For at vurdere effekten skal det dog ses over en hel konjunkturcyklus.

Nettoeksponering:

Symmetry har arbejdet med en lav nettoeksponering i andet halvår af 2016. Dette har vi fortsat ind i 2017 med en endnu lavere nettoeksponering. Vi forventer at være meget proaktive på de ting der sker både mht. longs og short og på vores samlede brutto og nettoeksponering. Nogle gange er vores nettoeksponering en direkte konsekvens af mit syn på markedet, andre gange en konsekvens af om vi kan finde attraktive aktier at købe eller shorte. Vi gør ikke noget overilet, så kan vi i perioder ikke finde nok attraktive ting, holder vi os glædeligt med en lav brutto og nettoeksponering indtil vi finder ting hvor vi mener vi har en edge og hvor vi mener vi har en realistisk mulighed for at levere gode afkast til jer.

Vi vil stadig rapportere vores brutto og nettoeksponering løbende til jer

Vi ser frem til endnu et forhåbentligt godt år for Symmetry og vil holde jer opdaterede på udviklingen.

Med Venlig Hilsen

Andreas Aaen

Partner- CEO