

Måned rapport: Juli 2017

Indre værdi pr. aktie er i måneden steget fra 24,91 kr. til **25,13 kr.** svarende til et afkast på **1,12 %**¹.

Indre værdi er i 2017 steget fra 21,92 kr. til 25,13 kr. pr. aktie svarende til et afkast på **+18,83 %**. AWCI indekset er i 2017 steget 9,60 %. Vi har dermed outperformat indekset med +9,23 % i år.

%	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%
FY17	6,2%	3,2%	0,7%	4,0%	5,1%	-2,7%	1,1%						18,8%	44,7%

Om afkastet:

- Det er skønt at komme tilbage til positive afkast efter en enkelt måned med negativt afkast.
- Vi havde igen en negativ udvikling fra currency, primært USD og GBP. Da vi har balanceret short delen ret tæt i de valuta pt. forventer vi ikke valutaudvikling vil påvirke os væsentligt fremover.
- Vores long portefølje klarede sig nogenlunde på niveau med det generelle marked.
- Vi havde et pænt positivt resultat på vores shortportefølje, hvilket bidrog med ca. 1/3 af resultatet for perioden. Det er særdeles tilfredsstillende at levere positive resultater på shortporteføljen i et stigende marked. På lang sigt forventer vi at kunne levere 5-10 % positiv alpha på vores shortportefølje. Kan vi det, vil vi kunne opnå målet om at hedge mod store kursfald i porteføljen og give mulighed for at gå tungere ind i de bedste long ideer uden at tage større markedsrisiko.
- Der snakkes rigtigt meget om tech aktier for tiden, da de har været flyvende. Der har også på det seneste været store fald i nogle af disse navne. Symmetry er hverken long eller short i større omfang i tech aktier. Vores long position i XL Media, System1 Group og Msg.life er nok det tætteste vi kommer på tech aktier. Herudover har vi to shorts indenfor telekommunikation.

Vigtige nyheder fra porteføljen:

- Vi solgte de sidste af vores aktier i Eastman Chemicals efter at aktien nåede vores fair value target

¹ Afkast efter fee før skat

- Vi solgte vores aktier i britiske Convivialty Plc, da aktien steg op til 370-375p. Vi købte Conviviality i januar 2017 til en kostpris omkring 230p, hvilket gav os et afkast på ca. 60 % på 6 måneder. Vi mente at Conviviality's opkøb af især Bibendum ville give ekstremt store synergieffekter, hvilket vi fik ret i, da Conviviality's seneste regnskab viste en indtjeningsfremgang på +100 % YoY.
- Vi solgte os ligeledes ud af en tysk og en fransk aktie efter at de begge havde nået vores kursmål. Da vi ønsker at købe dem tilbage ved tilbagefald i aktien vil vi undlade at nævne navnet på begge selskaber.
- Protector Forsikring var ligeledes en positiv bidragsyder til resultatet, efter at selskabet leverede et pænt Q2 regnskab. Protector er stadig en long term core position for Symmetry som vi ingen intentioner har om at sælge, med et fair value target over 100 NOK.
- Vores bedste bidragsyder var et italiensk selskab der bidrog med ca. 0,5 % positivt afkast.
- Vores mest negative bidragsydere i kvartalet var Cello Group samt et unavngivet britisk selskab. Cello rapporterede en god trading update og vi mener stadig der er pæn upside i aktien.
- Symmetry er short EROS International Plc da vi mener selskabet er ren svindel. Jeg har skrevet lidt bemærkninger vedrørende deres nyligt aflagte årsregnskab nedenfor, der fik aktien til at falde 30 % på 2 dage.

Af faktorer fra deres regnskab kan jeg nævne:

1) stort negativt frit cash flow for 3 år i træk (2016 var kun positivt fordi de lavede factoring af nogle receivables ultimo året for at snyde markedet).
 2) Faldende omsætning men markant voksende receivables (læs de kan ikke få penge for deres omsætning fordi deres omsætning er total fake).. Deres receivables days er nu over 350 dvs. de har over et års omsætning i udestående tilgodehavende. Hvem kan sige falsk omsætning !!!
 3) Selskabets payables er vokset kraftigt i Q4 selvom deres vareforbrug (køb af film) er faldet?? Forklaring - de er i stor likviditetskrise og kan ikke betale deres leverandører

EROS nævner selv at de har 110 mio. \$ stående kontant og har en god likviditetssituation. De har dog også 250 mio. \$ i gæld. Jeg har troet deres 110 mio. \$ i cash er fake - de har ikke flere penge! her er mine forklaringer:

1) EROS har lavet sale and lease back på deres hovedkvarter - læs for at skaffe penge
 2) EROS prøvede for 6 måneder siden at sælge en ny obligation og skaffe penge - det kunne de ikke.
 3) EROS kunne ikke betale deres 85 mio. \$ revolver og skulle have 6 måneders udsættelse til skyhøje renter. Hvorfor kunne de ikke det når de siger de har 110 mio. \$ i cash ?
 4) EROS payables stiger og fler leverandører har offentligt sagt at EROS ikke længere betaler regninger
 5) EROS har idag offentliggjort som del af deres regnskab en shelf filing - dvs. de vil gerne udstede nye aktier
 6) EROS er aktivt i markedet og sælge deres ejerandel i deres børsnoterede indiske datterselskab. Hvilket selskaber sælger deres eneste aktiv til depressed priser hvis man har masser af kontanter stående?
 7) EROS obligation handles til depressed levels i markedet. Havde de 110 mio. \$ stående kunne de jo købe deres egen gæld tilbage billigt og reducere gæld?

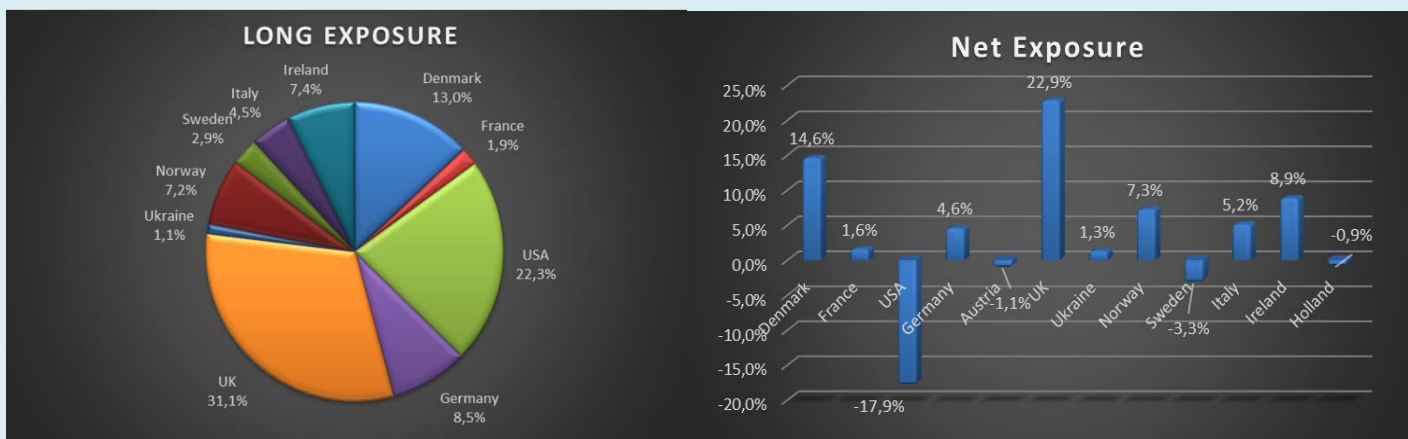
- Vi mener EROS er en 0 og ser derfor 100 % downside (upside hvis man er short) i aktien herfra.

Vores eksponering mod markedet har i 2017 fordelt sig således:

Exposure	Jan	Feb	Mar	Apr	Maj	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dec
Long	121%	123%	125%	121%	124%	120%	120%					
Short	-78%	-89%	-90%	-80%	-66%	-61%	-77%					
Net	43%	34%	35%	41%	58%	59%	43%					

Vi har som nævnt i tidligere rapporter analyseret en del short positioner og bygget den del af porteføljen op igen. Selvom vi har afhændet en del long positions ud, har stigninger i de øvrige holdt exposure her på niveau. Med de meget høje markeder vi ser pt. har vi det bedst med at være under 50 % i netto exposure. Vi arbejder på at øge brutto exposure op mod vores 200-250 % target, men vil kun godt det når ideerne er der til det.

Vores portefølje fordeler sig geografisk 31 juli 2017 således:



Da vi har solgt vores position i convivality og samtidig fundet nye shorts i UK har vi fået reduceret vores samlede eksponering mod UK en smule. Generelt mener vi at vi pt. er ret godt balanceret geografisk i forhold til fordelingen af porteføljen. Som tidligere nævnt er størstedelen af vores UK virksomheder eksportvirksomheder. Vores eksponering mod britisk forbrug og indenlandsk efterspørgsel er lav og inklusiv shorts negativ.

	Jan	Feb	Mar	Apr	Maj	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dec
Long #							33					
Avg. Size							3,7%					
Short #							44					
Avg. Size							1,5%					

Ovenfor er inkluderet en ny tabel der viser antallet af long/short position samt deres gennemsnitlige størrelse i % af AUM ultimo måneden.

Vi arbejder konstant på at øge informationsniveauet til jer som investorer, uden at vi går på kompromis med at kunne optimere vores afkast. Vi forventer at fortsætte med at vise ovenstående tabel fremover.

Vi takker for jeres fortsatte støtte til Symmetry