

SYMMETRY INVEST A/S



ÅRSBREV

2017

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

I 2017 voksede indre værdi per aktie fra 21,92 kr. til 24,81 kr., hvilket svarer til et afkast på **16,8 %**.

Tabel: Historiske afkast i procent*

I tabellen fremgår historiske afkast og nettoeksponering siden stiftelsen i 2013

%	Jan	Feb	Mar	Apr	Maj	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov		FYTD	Avg. 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	-2,7	0,6	3,3	-2,1	-0,7	16,8	46,5

Siden starten i 2013 er indre værdi steget fra 10 til 24,81 kr. svarende til et afkast før skat på 26,2 % pr. år.

Tabel: Performance i forhold til MSCI ACWI

Nedenfor er vist vores langsigtede og kortsigtede performance i forhold til MSCI ACWI og Euro Stoxx 600

	2017	Total	IRR
Symmetry	16,8%	209,6%	26,2%
MSCI ACWI	17,5%	52,6%	9,6%
Stoxx 600	7,6%	34,6%	6,8%

Selvom vores resultater i 2017 har været gode, har 2017 været et udfordrende år for os, ligesom det har været for mange øvrige value-investorer. Vi er blevet ramt af mange ”overordnede trends/faktorer”, som ikke har været på vores side i året. At vi alligevel er kommet så godt igennem året, som vi er, skyldes at vi har været gode til stock picking på både long og short siden. Flere forskellige tendenser i markedet har ikke været på vores side i 2017, og flere af disse tendenser har fortsat med at ramme vores afkast negativt i starten af 2018:

Valutakurser:

Valutakurserne har overordnet været en del imod os i år. Både USD, GBP, NOK og SEK som Symmetry har store eksponeringer imod er faldet i løbet af året mod DKK, som er vores rapporteringsvaluta. Et godt estimat er, at valutakurser har kostet os ca. 5 % i negativt afkast i 2017. Som vi har forklaret flere gange i løbet af året, vil vi ikke spille en masse penge på at prøve at hedge dette væk. Valutakursudviklinger er en naturlig ting.

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

Nogle gange er de med en, andre gange imod en, men på den lange bane mener vi ikke de får den store betydning for os.

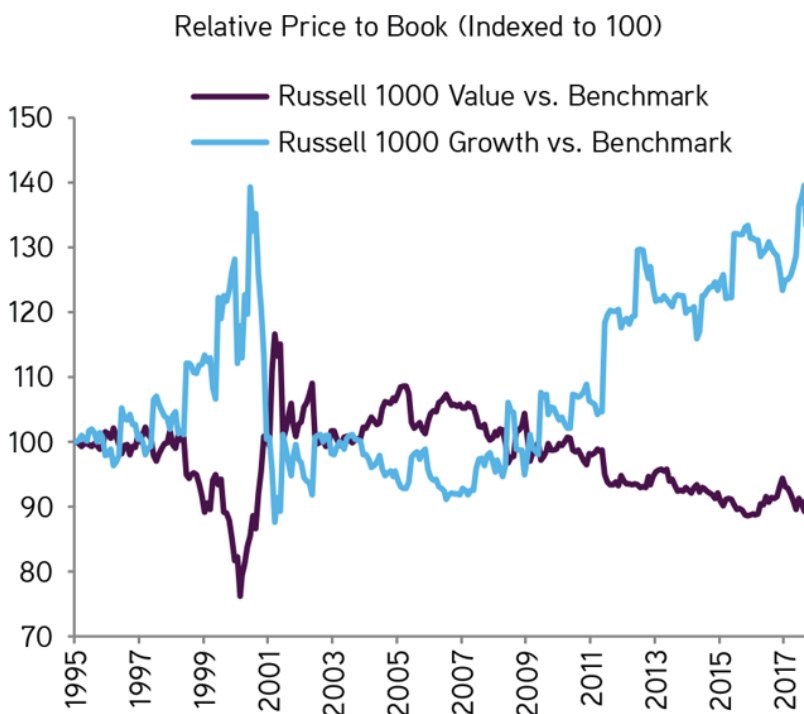
Value vs. vækst:

2017 er fortsat i samme tråd som dele af 2016 og 2015, hvor vækstaktier har outperformet value-aktier. Når man traditionelt snakker vækst vs. value, kan det lyde som om, at Symmetry ikke investerer i aktier, der vokser. Intet kunne være mindre forkert. Det vi dog ikke vil, er at købe aktier, der vokster betydeligt blot for vækstens skyld, men hvor indtjeningen er underordnet. Over de sidste par år er aktier, der opererer indenfor "high-tech", "disruptive", "fintech" eller lignende ting steget med raket fart. Dette på trods af at mange af de her firmaer ikke har overskud eller nogen udsigt til nogensinde at få overskud. I stedet lever de af konstant at udstede nye aktier til aktionærerne for at finansiere deres underskud. Alligevel er aktionærerne tilfredse med at spytte flere penge i et stort hul, så længe aktiekursen stiger opad. Symmetry er short flere af disse selskaber. Selvom vi har performet flot på vores shortportefølje i 2017, mener vi der er mere at komme efter i fremtiden, når denne tendens vender. Netop valuation præmien mellem value- og vækstaktier er således på sit højeste siden år 2000, som det fremgår af nedenstående sammenligning.

Graf: Valuation præmie, value vs. vækst

Valuation præmie for amerikanske value og vækstaktier, 1995-2017

The Valuation Premium of U.S. Growth Stocks vs. U.S. Value Stocks Is Now the Most Extreme Since 2000



I starten af 2018 er denne tendens blot accelereret. Vi er optimistiske og stoler på vores strategi. Når tendensen vender, vil det være en stor fordel for Symmetry. Da IT-boblen brast, var der mange dygtige value-investorer, som tjente penge selvom markedet og især Nasdaq faldt tungt. Vi forsøger at positionere os konservativt, således at vi kan udnytte muligheder i markedet, når de opstår. Value-investor David Einhorn kommenterede det på følgende måde i hans Q4 letter:

"Despite it being a good year in the market, it was a challenging environment for our investment style. We do not mimic any index and we can think "outside the box." We have a value orientation and we take comfort from the margin of safety afforded by the low valuations of our long investments. Though most people understood our last quarterly letter as tongue-in-cheek and while we certainly don't believe value investing is dead, it is clearly out of favor at the moment. Last year the Russell 1000 Pure Growth Index outperformed the Russell 1000 Pure Value Index 38% to 4%. While it feels like we have been running face first into the wind, we don't intend to capitulate and are sticking to our strategy of being long misunderstood value and shorting "not value". "

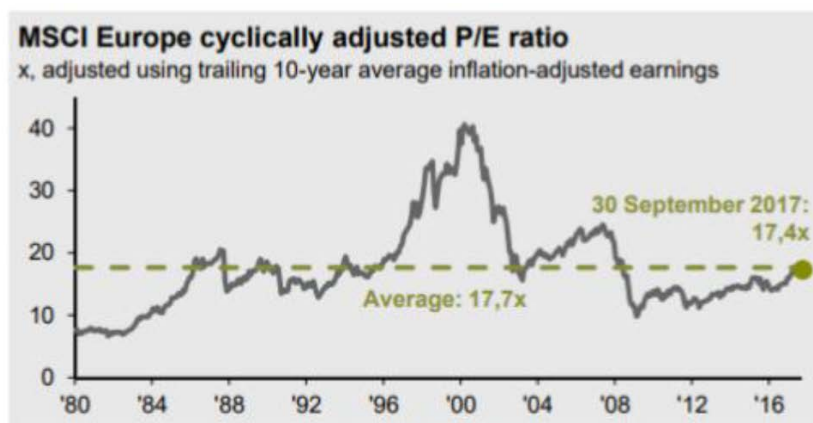
Hos Symmetry har vi heldigvis formået at levere gode afkast over de sidste 2-3 år på trods af et svært marked for vores investeringsstrategi. Vi har ingen planer om at ændre vores value-strategi. Vi har stor tiltro til, at vi over tid vil kunne levere afkast, der markant overgår markedet, hvilket historisk har været tilfældet for value-strategier.

Europa vs. USA:

Symmetrys aktier er primært små- og mellemstore europæiske aktier. Vi er net long i dette segment, hvor der findes mange undervurderede selskaber. Til gengæld er vi net short i amerikanske aktier, som vi er højere prissat, og som vi mener er generelt overvurderet. Denne geografiske placering af vores investering har ikke været god i 2017. Vi mener dog stadig, at fakta er på vores side her, når værdiansættelsen for henholdsvis det europæiske og det amerikanske aktiemarked sammenlignes.

Graf: Værdiansættelse Europa

Grafen viser den historiske Shiller P/E, som anvendes som mål for værdiansættelsen af aktier på baggrund af pris- og indtjeningsdata for de ti foregående år



Graf: Værdiansættelse USA

Grafen viser den historiske Shiller P/E, som anvendes som mål for værdiansættelsen af aktier på baggrund af pris- og indtjeningsdata for de ti foregående år



Symmetry har intet imod amerikanske aktier. Vi ejer selv nogle. Vi er blot short flere. Når vi skal vælge mellem europæiske aktier til P/E 17 eller amerikanske aktier til P/E 33 ved vi godt hvad vi foretrækker. Så længe denne store forskel eksisterer, mener vi ikke, der er grund til at ændre på vores EU/US-eksponering. Selv hvis dette "trade" går imod os på kort sigt, mener vi stadig, at det er et fornuftigt "trade" på lang sigt. I 2017 er de tre store amerikanske aktieindeks steget mellem 20 % og 35 %. I samme periode er flere af de største europæiske indeks steget 5-10 %. Denne udvikling har ikke været god for Symmetry. Selvom både vores amerikanske shorts og europæiske longs har gjort det bedre end deres respektive markeder, vil en

sådan geografisk udvikling ramme os negativt. Vi mener, det er en tendens, som vil vende med tiden illustreret ved de forskellige værdiansættelsesindeks (CAPE/Shiller P/E) vist tidligere. Når tiden kommer, vil det blot forstærke vores afkast fra god stock picking.

Large-cap vs. small-cap:

En anden tendens er, at large-cap aktier generelt har slået small-cap aktier det sidste års tid. Dette illustreret ved afkastet på S&P i forhold til Russell 2000

Tabel: Afkast, S&P vs. Russell 2000

Nedenfor er vist afkastet for henholdsvis S&P 500 og Russell 2000 for 2017

S&P 500	Russell 2000	Difference
21,8%	13,1%	8,7%

Som det ses ovenfor, steg det amerikanske S&P 500 indeks med 21,8 % i 2017. Dette overgår klart afkastet fra Russell 2000 indekset på 13,1 %. Et merafkast på hele 8,7 % på kun ét år.

Da Symmetry primært investerer i små- og mellemstore aktier, er det en hæmsko for vores afkast, når store aktier generelt klarer det bedre end små aktier. De fleste langsigtede analyser af aktiemarkedet viser dog, at små aktier over tid slår store aktier. Vi føler os derfor stadig komfortable med at have et fokus på small- og mid-cap markedet.

Strategi

Da det nu er over 5 år siden, Symmetry blev stiftet, og vi undervejs har fået mange nye investorer, mener vi, det er passende at give en kort opsummering på vores strategi. Også set i det lys at vi har haft fem fantastiske samt en svagere start til 2018. I sådanne situationer er det altid godt at klargøre strategien. Både for jer og for os selv.

Symmetry er value-investorer. Det betyder i praksis, at vi identificerer et selskabs totale værdi. Når vi kan identificere, hvad et helt selskab bør være værd, kan vi estimere, hvad aktien bør være værd. Kan vi købe aktien til langt under denne værdi, vil vi højst sandsynligt købe den. Det vigtige at forstå er, at vi analyserer selskaber, vi analyserer ikke aktier. Man skal se en aktie som en ejerandel af et selskab. Man er medejer at et firma, og har dermed en indirekte ejerandel i de pengestrømme firmaet leverer. Symmetry har aktier, hvor vi ejer 2-3 % af den samlede udestående kapital.

Hvad er et selskab værd? Et selskabs værdi = alle de uendelige pengestrømme, der kan tages ud af selskabet tilbagediskonteret til nutidsværdi. Det lyder nemt, men er det selvfølgelig ikke. For hvordan estimerer man, hvor store pengestrømme et selskab kan levere til evig tid? Symmetrys løsning er at se på de historiske tal, estimere de kommende 3-5 år frem og så være meget forsigtige og konservative med de pengestrømme, vi indlægger i vores modeller i år +5 og frem til terminalperioden. Det skyldes den logiske årsag, at vi selvfølgelig har nemmere ved at forudsige indtjeningen de kommende år, end vi har ved at forudsige den 5-10 år ude i fremtiden. Når vi ser på, hvordan nogle aktier værdiansættes på i dag, argumenterer analytikere og investorer ofte for, at man skal se forbi indtjeningen de kommende år og se på indtjeningen +5 år ude i fremtiden. Vi tvivler meget på, at nogle kan gøre dette med succes.

Når vi finder en aktie, der handles til eksempelvis 12x free cash flow giver det os et free cash flow yield på $100/12 = 8,3\%$ i direkte afkast som investor. Det er vigtigt, at dette free cash flow er efter investeringer i vækst og capex. Vi estimerer derfor det cash flow, der er tilbage efter disse investeringer, dvs. det cash flow, selskabet kan bruge på udbytte, aktietilbagekøb, opkøb og lignende. Dette er den ene del af ligningen. Den anden del er at estimere væksten i dette cash flow. Symmetry har et target, om at vi skal kunne få 15% i direkte afkast om året de første 3 år i en investering for at købe den. Det betyder i praksis, at vi vil forlange en vækst i free cash flow yield på $15\% - 8,3\% = 6,7\%$ -point for de kommende 3 år for at mene, det er en god investering. Det er første del af vores research. At estimere at vi kan få et ordentligt afkast de kommende år.

Den anden del er at researche på udviklingen 3-5-10-15 år ude i fremtiden. Som skrevet tidligere, har vi ingen mulighed for at estimere dette præcist, men det er alligevel vigtigt at kunne researche og estimere dette. Man skal således være sikker på, at forretningen ikke pludselig vil falde sammen om 3 år, at der vil opstå andre problemer eller lignende scenarier.

Så kan man få 15% i direkte afkast de første 3 år og samtidig have en stor margin til sin diskonterede cash flow værdi ved at indlægge konservative fremtidsforventninger, har vi ofte en god investering. Vi er dog også afhængige af at evaluere selskabernes ledelse, herunder især deres evner indenfor kapitalallokering. Lad os anvende eksemplet fra før, hvor vi får et free cash flow yield på 8% . Her er det jo afgørende for os, hvordan selskabet anvender disse 8% . Bruger de dem på udbytte og aktietilbagekøb, giver de 8% et afkast til os på 8% . Men anvender selskabet de 8% til at lave et opkøb, der giver et afkast på 10% , får vi kun et afkast på $8/15 \cdot 10 = 5,3\%$. Det skyldes, at vi har købt noget, vi estimerede, gav et afkast på 15% , men ledelsen anvendte i stedet disse penge på noget, der gav 10% i afkast. Det omvendte gør sig selvfølgelig gældende, hvis selskabet laver et opkøb, der giver 20% afkast. Så får vi pludselig $8/15 \cdot 20 = 10,7\%$. Det er derfor altafgørende for os, at selskabets ledelser bruger cash flowet fornuftigt og kun investerer i ting, som giver dem et afkast, der er højere end deres cost of capital.

Vi sidder derfor heller ikke dagligt og fokuserer på, om aktiekurserne går op eller ned. Det vigtige for os, er at lave vores due diligence rigtigt. Har vi ramt vores estimer korrekt, skal vi nok tjene penge på aktien på sigt. Et eksempel kunne være en aktie til kurs 100, der giver et free cash flow pr. aktie på 8 kr., og som vi estimerer til at vokse minimum 7% -point for den kommende tid. Lad os antage, der er gået 1 år, og aktien er faldet til kurs 80, men at vores due

diligence var rigtig. Selskabet øgede faktisk deres free cash flow med 7 %-point og brugte de sidste 8 % på at købe egne aktier tilbage. I så fald vil free cash flow pr. aktie vokse med 15% fra 8 til 9,2 kr. pr. aktie. Så i stedet for, at aktien handles til 8 % af free cash flow, handles den nu til 9,2 kr. / 80 kr. = 11,5 %. Det vigtige er i den situation at lave ens due diligence igen og vurdere, om vi stadig mener, at selskabet kan vokse cash flow 6-8 %-point om året de kommende år. Mener vi det, står vi nu en situation hvor vi har fået et kursfald på 20 %, men det fremtidige afkast på investeringen er vokset fra 15 % om året til måske 18 %. Vi finder derfor aktien endnu mere attraktiv og vil nok købe mere af den.

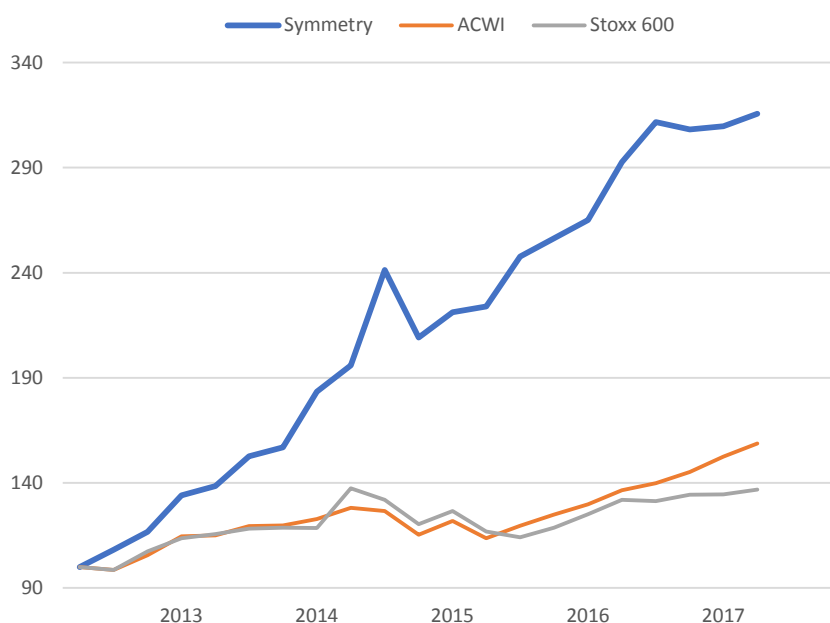
Vi har ikke mulighed for at bestemme hvor aktier skal gå hen over kort tid. Men kan vi konstant finde selskaber hvor vi kan få et højt afkast og være disciplinerede i vores tilgang skal vi nok tjene mange penge på sigt. Vores klare opgave er at lave vores due diligence ordentligt og foretage de rigtige købs- og salgsbeslutninger.

Langsigtede afkast

Nedenfor er vist det indekserede afkast ved en investering i Symmetry fra starten sammenlignet med de to øvrige benchmark. Som det ses, har en investering i Symmetry givet et afkast, der klart overgår markedet.

Graf: Historiske indekserede afkast, Symmetry vs. benchmark

Nedenfor ses de indekserede afkast ved en investering i henholdsvis Symmetry, MSCI ACWI og Stoxx 600. Indekset er lig 100 ved Symmetrys start i marts 2013



Nedenfor er gengivet tabellen fra den første side. Heraf fremgår det, at Symmetrys afkast siden stiftelsen frem til udgangen af 2017 har været på 209,6% eller 26,2 % om året. Dette overgår markedets afkast mange gange.

Tabel: Performance i forhold til MSCI ACWI

Nedenfor er vist vores langsigtede og kortsigtede performance i forhold til MSCI ACWI og Euro Stoxx 600

	2017	Total	IRR
Symmetry	16,8%	209,6%	26,2%
MSCI ACWI	17,5%	52,6%	9,6%
Stoxx 600	7,6%	34,6%	6,8%

I kroner og ører svarer det til at en investering på 1 mio. kr. i Symmetry, da vi blev stiftet ville have været 3,2 mio. værd ultimo 2017. En investering på 1 mio. kr. i henholdsvis MSCI og Stoxx 600 havde givet en værdi på 1,6 og 1,4 mio. kr. Denne illustration viser, at over tid bliver vores merafkast til markedet betydelige pga. renters rente-effekten.

Man skal dog også være klar over, at den vigtigste grund til, at man kan lave høje afkast over tid, er at undgå år, hvor man laver meget store negative afkast. Således vil et negativt afkast på 50 % kræve et positivt afkast på 100 % for at gå i 0. Et negativt afkast på 33% vil kræve et positivt afkast på 50 % for at gå i 0 igen. Vi forstår derfor hos Symmetry, at de positive afkast og merafkastet i forhold til markedet skal skabes over en hel cyklus.

Vi har indbygget tankegangen, om at det vigtigste mål for os er at passe på investorernes penge. Dette har vi, fordi vi også har vores egne penge placeret sammen med jer. Når vi passer på vores egne penge, passer vi på jeres. For at opnå høje afkast på markedet skal man forstå at tage risiko på de rigtige tidspunkter. Den almene opfattelse er, at høje afkast skabes ved høj risiko. Vi er dybt uenige i dette. Høje afkast skabes ved at finde en attraktiv niche, holde sig til den, specialisere sig i den og konstant lære og blive dygtigere.

Afkast skabes ved at eliminere risiko. Risiko elimineres ved at lave sit forarbejde før man køber eller sælger en aktie. Ved at indsamle nok data og researche alle relevante aspekter omkring en virksomhed, kan risikoen gradvist reduceres. Hos Symmetry bruger vi 99 % af vores tid på at lave research af aktier og under 1 % af tiden på rent faktisk at handle aktier. Ved konstant at researche vores eksisterende og nye ideer, bruger vi tiden på at eliminere risiko i vores portefølje.

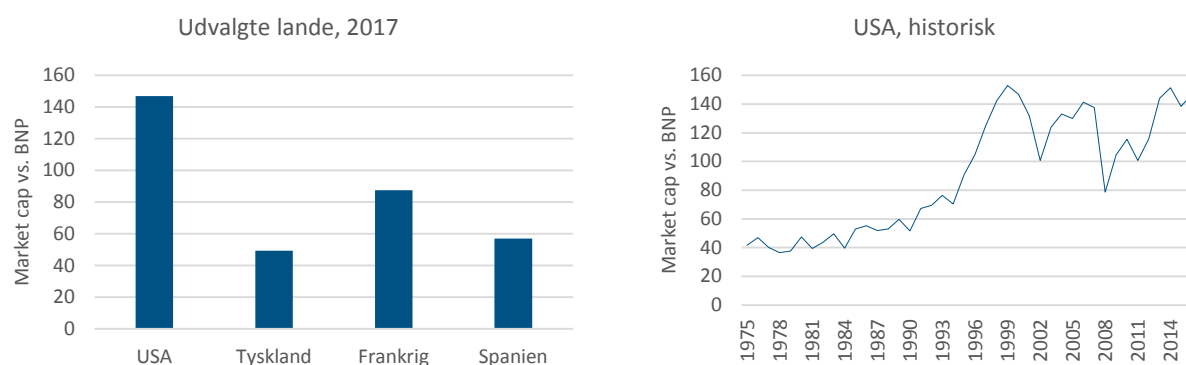
Markedets værdiansættelse

Vi anvender flere forskellige indikatorer til at vurdere den samlede værdiansættelse af aktiemarkedet. Selvom Symmetry er en bottom-up event driven fond, kigger vi selvfølgelig på markedets samlede værdiansættelse, når vi investerer. Som vi har vist tidligere i dette brev, foretrækker vi pt. investeringer i Europa, da disse er langt billigere end

amerikanske investeringer. Vi viste to grafer over henholdsvis værdiansættelsen af det europæiske og amerikanske aktiemarked. Vores konklusion er, at vi stadig mener, man som investor bør kunne lave gode afkast ved at investere i Europa. Vi tror afkast ved at investere i amerikanske aktier over de næste 3-5 år bliver meget lave. En af de indikatorer vi kigger på – udover den tidligere viste værdiansættelse Shillers P/E - er den såkaldte Warren Buffet indikator, hvor aktiemarkedets værdifastsættelse sammenholdes med landets bruttonationalprodukt.

Graf: Aktiemarkedets værdifastsættelse vs. Bruttonationalprodukt

*Sammenligning af værdifastsættelsen af udvalgte aktiemarkeder i forhold til bruttonationalprodukt samt historisk udvikling for USA
(data fra World Bank)*

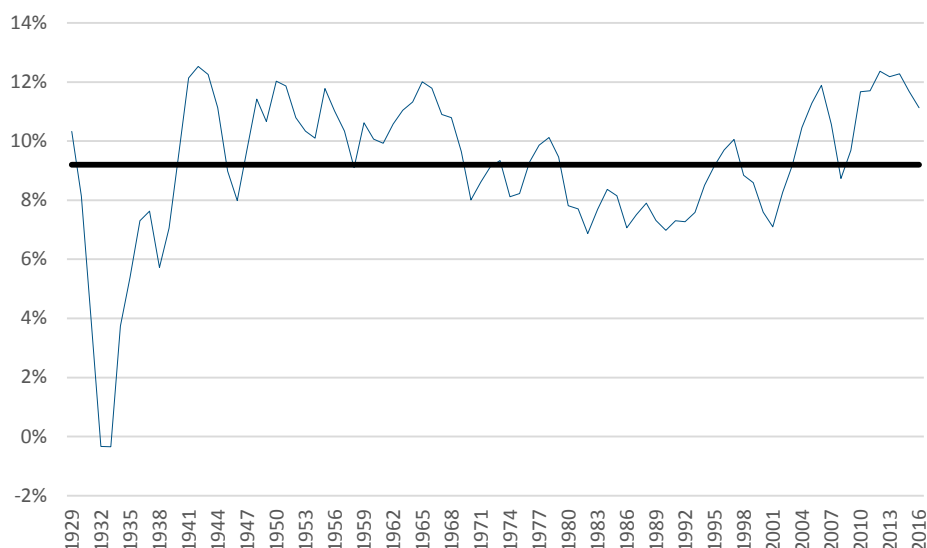


Som det ses ovenfor, indikerer denne sammenligning også, at det amerikanske aktiemarked i dag er meget dyrt. Sammenholdt med Tyskland, Frankrig og Spanien, så er det tydeligt, at det amerikanske aktiemarked er dyrere ved en sammenligning mellem aktiemarkedets totale værdifastsættelse og bruttonationalproduktet. Samtidig ses det, at dette forhold mellem værdifastsættelsen og BNP med en værdi på 146,9 % af BNP, er helt oppe at nærme sig toppen omkring IT-boblen i 2000 hvor den ramte 153 % før markedet faldt sammen. Denne sammenligning viser, hvorfor vi i øjeblikket ikke bryder os om at have en større eksponering mod amerikanske aktier.

Udover at kigge på selve værdiansættelsen af markedet kigger vi også på profitabiliteten af selskaberne i forhold til den historiske normal. Dette gør vi for at finde ud af om virksomhedernes indtjening pt. ser ud til at være højere eller lavere end normalen og derfor har risiko for at falde eller stige. Af nedenstående graf sammenholdes de amerikanske virksomheders indtjening med bruttonationalproduktet, hvor det historiske gennemsnit er markeret med den sorte gennemsnitslinje.

Graf: Virksomhedernes indtjening vs. Bruttonationalprodukt, USA

Sammenligning af de amerikanske virksomheders indtjening og det amerikanske bruttonationalprodukt siden, 1929-2017
(data fra US Bureau of Economic Analysis)



Som vist ovenfor ligger indtjeningen på de amerikanske aktier i dag en del højere end deres historiske gennemsnit. Det gør alt andet lige der nok er større risiko for at profitabiliteten falder end at den stiger.

Hvis man ser på real time EPS på det tyske DAX indeks i forhold til en lineær udvikling kan man ofte få et billede af om indtjeningen pt. over- eller underperformer medianen.

Graf: Indtjening per aktie (EPS) for DAX indekset

Nedenstående graf viser en historisk sammenligning af indtjeningen per aktie for de 12 foregående måneder for det tyske DAX indeks



Som det ses ovenfor, er indtjeningen pt. kun marginalt over den lange trend. Vi ser derfor ikke de store advarselssignaler på det tyske DAX indeks, som vi mener er en god reference til det europæiske marked generelt.

Alt i alt er vi ikke specielt bekymret for værdiansættelsen af europæiske aktier, men vil pt. holde os væk fra amerikanske aktier.

Short handler i 2017

Først en opsummering. Hvorfor laver Symmetry short selling? Short selling er isoleret set ikke nogen fantastisk god forretning. Da markedet stiger 7-9 % over tid, skal man således slå markedet med dette i snit blot for at gå i 0 på short selling over tid. Dette gør, at mange afholder sig fra short selling, hvilket er klogt. Er man dog dygtig til at skabe blot 4-5 % alpha over tid på short selling, kan det give et absolut merafkast til den samlede portefølje, selvom shortselling delen isoleret set ikke er en god forretning. Dette skyldes:

- Short selling øger muligheder for at gå mere lang i markedet. En normal portefølje er normalt 100 % lang i markedet eller delvist kontant. Er en investor derimod eksempelvis netto 60 % investeret via 130 % lang og 70 % short, er det nødvendigt at vurdere afkastet på eksponeringen over 100.

Laver man således et afkast på 20 % på de ekstra 30 %, man er lang giver det et merafkast til porteføljen på 6 %. Taber man samtidig kun 5 % på de 70 % man er short giver det porteføljen et tab på 3,5 %.

Man har således boostet porteføljens samlede afkast med 2,5 % point på trods af, at man kun har kørt med 60 % nettoinvestering, dvs. taget lavere markedsrisiko. Dette er hele essensen i en god long/short portefølje. Det kan illustreres via nedenstående tabel.

Tabel: Illustration af merafkast for long/short portefølje

Nedenstående tabel viser en illustration af, hvorledes et merafkast kan opnås med en lavere markedsrisiko ved en long/short strategi ift. en ren long strategi

	Long	Short	Total
Afkast	20,0%	-5,0%	15,0%
Allokering	130,0%	-70,0%	60,0%
Portfolio return	26,0%	-3,5%	22,5%

I det ovenstående eksempel ville en long only investor have fået et afkast på 20 %. En markedsneutral investor ville tilsvarende have fået et afkast på 15 %. En long/short strategi med 60 % nettoeksponering ville derimod have givet 22,5 %. Det er en udfordring at kunne levere den positive alpha, der skal til. Men det er, hvad vi forsøger at gøre hver dag hos Symmetry, og hvad vi har kunnet gøre historisk.

Vores eksponering mod markedet har i 2017 fordelt sig således:

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

Tabel: Markedseksponering

Eksponering mod markedet for 2017 i procent

Exposure (%)	Jan	Feb	Mar	Apr	Maj	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dec
Long	121	123	125	121	124	120	120	120	127	128	129	129
Short	-78	-89	-90	-80	-66	-61	-77	-74	-84	-86	-73	-71
Net	43	34	35	41	58	59	43	46	43	42	56	58

Som det fremgår, har vi været nettoeksponeret mellem 34 % og 59 % henover året. Det er nok vores forventning, at vi fremover vil være lidt højere nettoeksponeret (omkring 60 %), end vi har været de sidste par år. Dette skyldes, at vores lang portefølje efter vores vurdering er blevet endnu mere low risk, og vores short endnu mere høj risk (det er godt at have høj risk på short siden). Denne udvikling gør, at vi føler os trygge ved at køre med lidt højere nettoeksponering og stadig have en fornuftig beskyttelse.

Long/Short Alpha

Vi er i 2017 begyndt at rapportere vores long/short alpha, hvilket er noget, vi forventer at fortsætte med at gøre fremadrettet. Tabellen er vist nedenfor:

Tabel: Long / Short Alpha

Overblik over Alpha generet i året fordelt på long og short positioner

NB: Data er ureviderede

%	Jan	Feb	Mar	Apr	Maj	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dec
Long return	5,89	5,58	2,83	5,95	5,03	-1,85	0,51	-2,22	3,03	3,99	-1,35	-0,41
Short return	0,29	-3,29	-2,87	-2,09	0,86	-0,53	0,82	0,14	-3,24	-2,03	-0,23	-0,17
L/S Alpha	6,18	2,29	-0,04	3,86	5,89	-2,38	1,33	-2,08	-0,22	1,96	-1,58	-0,58
Long Alpha	4,38	2,87	2,06	4,82	3,75	-1,88	-1,27	-2,42	1,09	1,36	-2,45	-1,58
Short Alpha	1,80	-0,58	-2,10	-0,96	2,14	-0,50	2,60	0,34	-1,30	0,60	0,87	0,99

For at gennemgå igen er linjen "Alpha" en vigtig målestok for os hos Symmetry. Den viser det afkast, vi leverer justeret for den risiko, vi tager. Det er nemt at øge ens afkast i bullmarkedet, det kræver blot at tage ekstrem risiko og endda gearing. Derfor mener vi, det er relevant at måle os på et risikojusteret afkast.

Vores langsigtede mål er at levere en alpha på ca. 10-15 % om året før fees. Ved at tage lidt markedsrisiko oveni kan vi levere vores langsigtede mål om 13-17 % årligt afkast til jer som investorer efter fees.

Nedenfor er vist vores langsigtede Alpha siden vi begyndte at måle denne:

Tabel: Long / Short Alpha

Overblik over Alpha generet siden 2016 på long og short positioner

NB: Data er ureviderede

	Long	Short	L/S	Long	Short
%	Afkast	Afkast	Alpha	Alpha	Alpha
2017	27,0	-12,9	14,1	9,5	4,6
2016	21,4	-5,9	15,5	14,9	0,6
Middel	24,2	-9,4	14,8	12,2	2,6

Som det ses af ovenstående, har vi leveret pæn alpha, siden vi introducerede dette mål, i toppen af vores langsigtede målsætning. Vi har skabt alpha fra både long og short positioner i begge år indtil videre. Vi håber at kunne fortsætte med dette i årene fremover. Der vil dog komme udsving over tid. Man skal huske, at Symmetry er event dreven. Det betyder vores afkast ofte kommer via specifikke events, primært regnskabsnyheder.

Investeringer

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

Tabel: Største positioner

Overblik over de fem største positioner per ultimo 2016 og ultimo 2017

NB: Positionerne er nævnt i vilkårlig rækkefølge. Pershing Square Holdings og eventuelle andre closed end/arbitrage positioner er ikke medtaget

31/12 2016	31/12 2017
Protector Forsikring	Protector Forsikring
Bet-at-home.com	OpenJobMetis
System1 Group	XL Media
Cello Group	Cello Group
Msg.life	North Media

Hvorfor offentliggør vi positioner

Vi har nogle gange fået spørgsmålet, hvorfor vi offentliggør, hvilke positioner vi ejer. For at gøre det klart: Det er IKKE for, at vores investorer skal investere i de samme aktier. Tværtimod så giver det ikke økonomisk mening for investorer at kopiere os. Oftest når Symmetry køber en aktie, stiger aktien 10-30 % under vores due diligence og købsperiode. Når vi sælger, kan aktien også godt sætte sig igen med 5-10 %. Investorer der "følger" Symmetry ind og ud af vores ideer, vil således altid opnå afkast, der er markant dårligere end ved blot at investere direkte i Symmetry og betale fees herfor. Det giver derfor ingen økonomisk mening for hverken Symmetry eller for investorerne at lave "copy trading".

Samtidig har det en anden effekt. Det giver investorerne dobbelt risiko. I de tilfælde hvor vores aktier falder i værdi vil investoren både tabe på deres investering i Symmetry, og de aktier de har "kopieret".

Så hvorfor offentliggør vi investeringerne?

- Symmetry er baseret på en fundamental dreven investeringsstrategi. I stedet for at fortælle om vores strategi er den nemmeste måde ofte at fortælle om vores aktier. Ved at kende til de aktier vi ejer og rationalet for at eje dem, får investorerne et bedre indblik i vores investeringsstrategi.
- Det giver troværdighed omkring Symmetry og vores afkast. Fik man blot en afkastrapport hver måned i % uden at vide, hvad pengene var investeret i, ville det være som at investere i en black-box. Symmetry har altid gået ind for åbenhed.

Kommunikation med investorer

Symmetry har altid gjort meget ud af at holde en løbende og åben kommunikation med vores investorer. Vi er ekstremt taknemmelige for den store tillid, I viser os ved at investere jeres penge hos os. Vi mener derfor, det er ansvarligt at holde et højt kommunikationsniveau. Vi har historisk løbende drøftet cases med jer over e-mail, hvis I har haft spørgsmål eller lignende. Dette har været nemt ved 10-20 investorer. Symmetry er dog i dag ca. 60 investorer. Vi kan derfor ikke kommunikere om individuelle aktier med jer hver især. Det betyder eksempelvis, at vi ikke kan svare på spørgsmål fra enkel-investorer, såsom: "XX firma kom med regnskab. Hvad tænker du om det? Vil Symmetry købe op eller sælge ud?" Vi vil naturligvis gerne kommunikere med jer som investorer. Specifik kommunikation om aktier med enkel-investorer risikerer dog at give en uretfærdig "skævvridning" mellem investorer i og med, at nogle får informationer andre ikke gør. Vi har derfor brugt noget tid på internt at strømline vores kommunikation fremadrettet og gøre den endnu bedre. Vi vil:

- Øge informationsniveauet i de månedlige nyhedsrapporter. Vi har allerede skruet op for informationerne i disse og vil fremadrettet forsøge at inddrage flere nøgletal og relevante nyheder.
- Bruge dette årsbrev på at gennemgå de største positioner, året der er gået i detaljer mv.

- Vi vil stadig fra tid til anden udsende analyserapporter af enkelte aktier, men vil forsøge at putte informationen ind i de øvrige kilder.
- Skære lidt ned på antallet af e-mails, øvrige opdateringer mv. På den måde kan investorer få den samlede information i den månedlige opdatering og det årlige årsbrev.

Det vil give lidt færre opdateringer, men øger til gengæld informationsniveauet betydeligt i de opdateringer, vi udsender. Samtidig sikrer det, at vi kan bruge størstedelen af vores tid på at skabe afkast og værdi for jer.

Aktier solgt i løbet af året

Vi har solgt en del aktier i løbet af året i takt med, at flere af dem nåede fair value. Vi både købte og solgte britiske Conviviality. Vi har normalt ikke til hensigt at holde aktier over så kort en tidshorisont. Men hvis en aktie stiger kraftigt og når vores kursmål, vil vi hellere sætte pengene i noget bedre.

Vi solgte Bet-at-home efter, at aktien steg kraftigt i starten af året til 140 Euro. Dette var veltilmet, da aktien siden er faldet ca. 1/3 ned til 110 Euro. Vi har holdt Bet-at-home over de sidste ca. 4 år, hvilket har været en fantastisk investering for os. Vi købte aktien til ca. 19 Euro pr. stk. Dermed har vi - inklusiv udbytter undervejs - næsten tjent 1.000 % i afkast på nogle få år. Denne investering er et tydeligt eksempel på, hvad man kan opnå i small-cap aktier, når man finder de rigtige aktier tidligt.

Vi solgte B&C Speakers, da aktien steg voldsomt i starten af året og nåede vores kursmål. Aktien steg med ca. 50 % fra ca. 8 Euro til over 12 Euro efter, at B&C afleverede et flot årsregnskab og hævdede udbyttet. Aktien har sidenhen været flad omkring 11-12 Euro, hvilket bekræfter os i, at det var godt, vi solgte.

SP Group steg fra 600-700 DKK til omkring 1.200 DKK. Primært som følge af et fremragende Q1 regnskab og flere opjusteringer. Vi har længe været glade for SP Group. Men den organiske vækst er faldet til negativ, og P/E er steget til 18-20 stykker. I den henseende, mener vi, at der er bedre virksomheder at placere vores penge i for nuværende.

Brødrene A&O Johansen (A&O) solgte vi af samme årsag som SP Group. A&O aktien steg voldsomt i starten af året til over 450 kr., hvilket vi mente, var tæt på fair value omkring de 500.

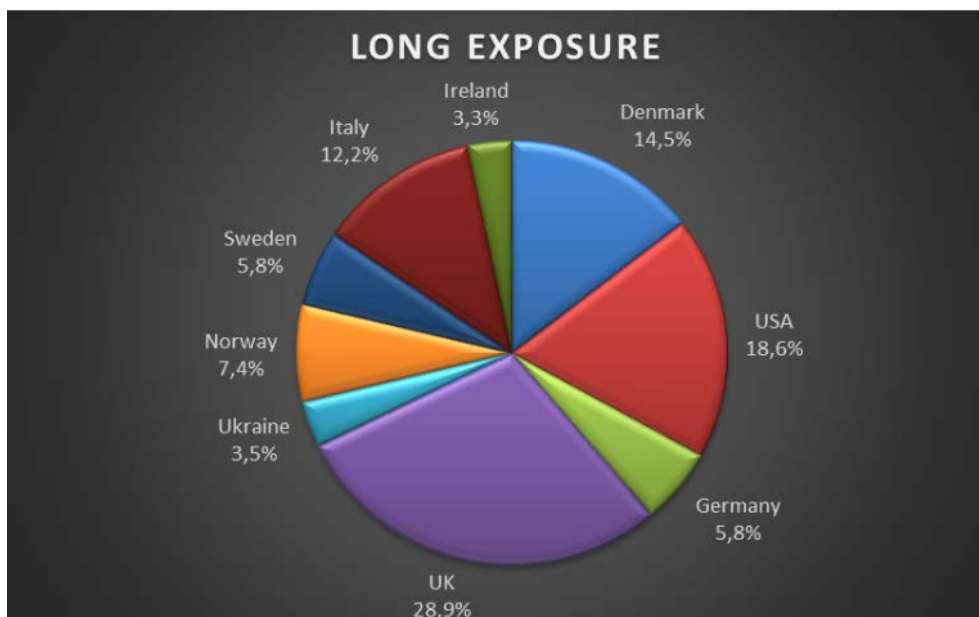
Immunodiagnostic Systems (IDH) var endnu en markant vinder for os. Vi købte aktien omkring 140p umiddelbart efter Brexit og solgte aktien for 280-320p, hvilket gav os et afkast på over 100 % på lidt over et år. Den turn-around, som IDH var startet så flot på, begyndte at vise svaghedstegn med faldende organisk vækst og omkostninger, som overskred vores modeller. Vi valgte derfor at tage en god profit og fokusere på andre ideer.

Geografisk eksponering

Af næste figur fremgår den geografiske eksponering af porteføljen per 31/12-2017:

Tabel: Geografisk eksponering

Fordeling af porteføljen per geografi for ultimo 2017



Storbritannien er stadig vores største marked. Det er dog vigtigt at påpege, at dette ikke skyldes en stor tro på den britiske økonomi. Den eneste aktie, vi har i UK med stor eksponering direkte mod UK, er Cambria Automotive. De øvrige UK-aktier såsom XL Media og Cello Group har kun begrænset eksponering mod det britiske marked. Det er således mere "tilfældigt", at de er børsnoteret i UK, og dermed indgår som britisk eksponering. Vi synes, vi har en generel pæn spredning mellem forskellige geografiske områder. Selvom det ikke er noget, mål i sig selv for os at opnå stor geografisk spredning, giver det en vis risikodiversifikation.

Valutakurser

Da Symmetry investerer over hele Europa og USA, opnår vi automatisk eksponering til andre valutaer end DKK/EUR som er vores rapporteringsvaluta. De primære valuta, vi har eksponering imod, er GBP, USD, SEK og NOK. I nogle tilfælde kan vi også opnå eksponering mod CHF. Symmetrys klare holdning er, at valutakurser kører op ned. Vi kan ikke forudsige bevægelserne, og mener heller ikke mange andre kan. I de fleste år taber vi på nogle valutaer og vinder på andre. Det går som regel rimeligt lige op. I nogle år, hvor EUR enten styrkes eller svækkes markant overfor de øvrige valutaer, kan det påvirke vores afkast markant. Dette udligner dog sig selv over årene. Så på sigt skal man som investor i Symmetry ikke bekymre sig om dette. Men det er klart, at har man fokus på de månedlige afkast, kan påvirkningen fra valutakursudviklingen betyde en del. Vi havde i 2015 et godt år på valutafronten. I 2016 var det forholdsvis fladt mens vi i 2017 tabte en del på valutakurser.

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

Flere af vores største aktier har været ramt af den dårlige udvikling i starten af 2018. Vi ser det derfor som en god mulighed for os til at gennemgå disse aktier og fortælle, hvorfor vi stadig tror på, at de vil levere gode værdier for os som aktionærer i Symmetry fremadrettet. Som vi nævnte under strategiopdateringen, fokuserer vi på den underliggende udvikling i selskaberne og kun meget lidt på aktiekursen. Vi prøver at finde selskaber, hvor vi mener, vi kan få et afkast på minimum 15 % årligt de kommende 5 år ved at købe aktien. Så længe vores case holder, bekymrer det os ikke det store, om aktien på kort sigt stiger 25 % eller falder 10 %. Det er svært som investor at undgå at fokusere på månedlige afkast, uanset om de er gode eller dårlige. Det er vores opgave som forvaltere at fokusere på den langsigtede værdiskabelse.

På de efterfølgende sider gennemgås de 5 største positioner. Vi vil her prøve at gøre det klart, hvorfor vi forventer, at disse aktier fremadrettet vil levere minimum 15 % årligt afkast til Symmetry og derfor også til os som aktionærer i Symmetry.

TOP-5 POSITIONER

ULTIMO 2017

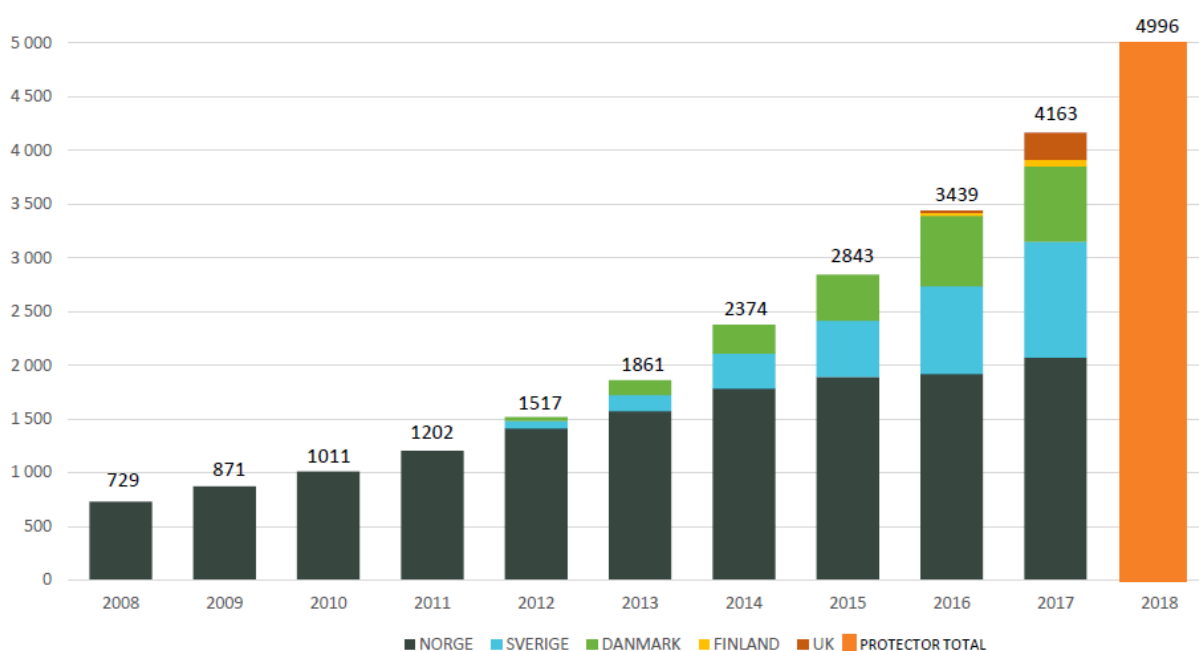


Protector Forsikring ASA

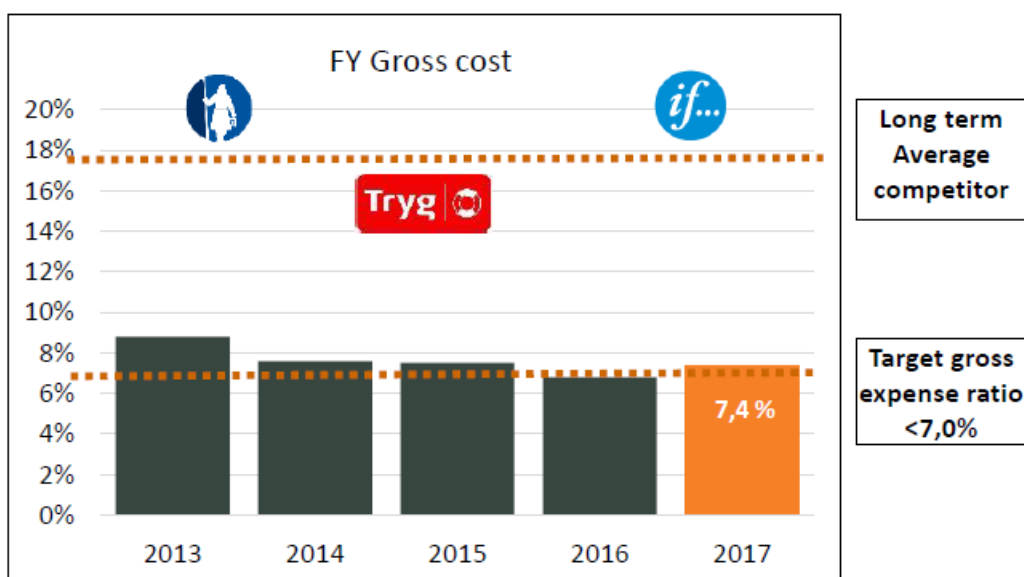
Protector Forsikring har været en af vores største investeringer lige siden vi stiftede Symmetry. Og dette med god grund. Selskabet vokser over 20 % om året med høj profitabilitet. Samtidig er ledelsen dygtig, har hånden på kogepladen og tør tænke langsigtet.

Vi har reduceret vores eksponering mod Protector i januar, men har stadig en mellemstor position i aktien. Vi reducerede positionen primært på grund af lavere combined ratio de kommende år. Det betyder, at en større og større del af indtjeningen skal komme fra investeringer i stedet for forsikringsdrift. Med både aktiemarkedet og obligationsmarkedet højt oppe ser vi risiko for, at resultaterne ikke lever op til forventningerne det kommende år.

Den langsigtede case er dog stadig intakt. Selskabet har nogle strukturelle fordele i form af en unik kultur, egenudviklet IT og strukturelt lavere omkostninger. De anvender disse lave omkostninger til at tage markedsandele fra deres konkurrenter. De gjorde det først i Norge, så i Sverige, så i Danmark, så i Finland og nu også på det store britiske marked. Protector har selv nævnt flere gange, at de ser muligheder i andre lande. Vi tror Benelux landene, såsom Holland og Belgien kan komme bagefter.

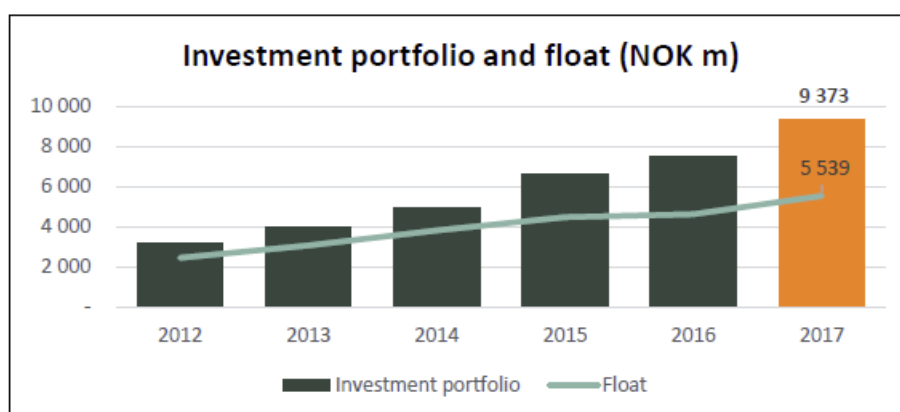


Ovenfor ses Protector's omsætning/premiums siden IPO. Som det ses, har Protector været en ren vækstmaskine år efter år.



Det der virkelig adskiller Protector fra konkurrenterne og giver dem en langsigtet "moat" omkring deres forretning er deres evne til konstant at køre med ultralave omkostninger. Da forsikringer er et generisk produkt, hvor det ofte er den billigste udbyder, der vinder, er de interne omkostninger altafgørende. Som det ses, har Protectors konkurrenter omkostninger på omkring 17-18 %. Protector har 7,4 % i 2017. De forventer denne vil falde en del til under 7 % fra 2020 og frem. Det skyldes, at de her forventer at opnå fuld skala på deres UK-ekspansion.

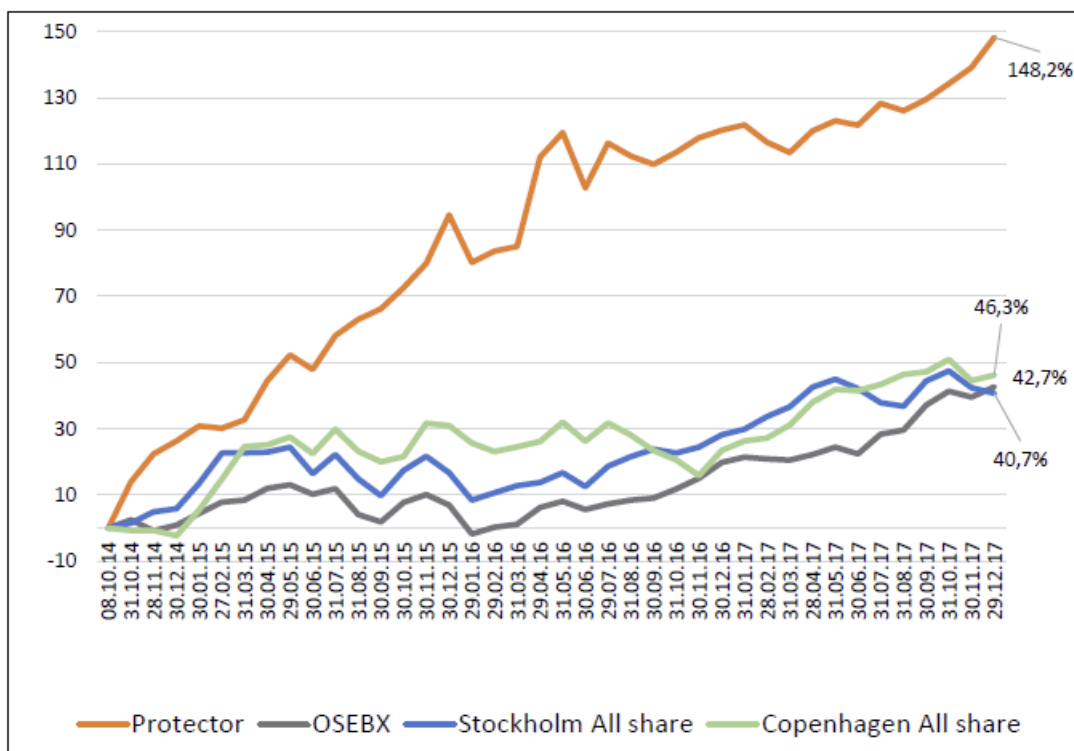
En vigtig del af et forsikringsselskab er deres investeringsportefølje. Da premiums modtages lang tid før erstatninger udbetales, har forsikringsselskaber såkaldt "float", de kan investere i den mellemliggende periode og tjene penge på.



Protectors float er steget pænt over de seneste år og udgør 1. januar 2018 over 10 mia. NOK. Det afgørende med float er dog, hvordan det investeres.

På det punkt er Protector også markedsledende:

Performance – In-house managed equity portfolio vs. benchmarks
(08.10.2014 – 31.12.2017)



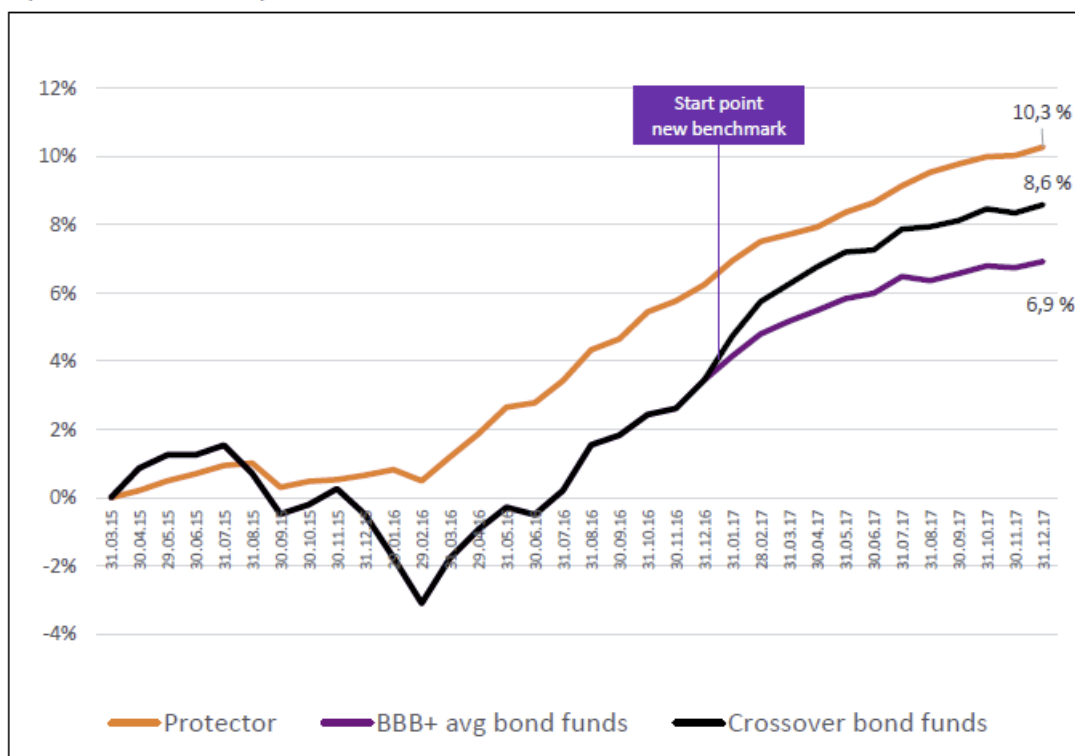
Standardmetoden indenfor branchen er at køre en meget forsigtig investeringsstrategi med markant overvægt mod obligationer og meget stor spredning af både aktier og obligationer.

Protector gør det anderledes. De har normalt 15-20 % af formuen placeret i aktier. Protector kører ikke en stor diversificeret aktieportefølje. Ligesom Symmetry kører de en meget koncentreret portefølje med ca. 15 aktier ad gangen. De investerer ud fra en Warren Buffett tankegang og aflønner efter performance. Symmetry har haft en del korrespondance med deres investeringsdirektør og har et rigtigt godt indtryk af ham.

Deres investeringsresultater taler også for sig selv, som det ses af grafen ovenfor. Protector's afkast siden de førte aktieporteføljen in-house har været 148,2 % mod markedets ca. 40-46 %. Det er rigtigt gode afkast (ligeså gode som Symmetry faktisk 😊)

En anden væsentlig pointe er, at vi mener, de kører deres aktieportefølje på en risikoavers måde. De investerer i fundamentalt gode virksomheder med et godt cashflow. Herudover vurderer de ledelserne og vurderer virksomhederne ud fra deres langsigtede resultater.

Performance – In-house managed bond portfolio vs. benchmark
(31.03.2015 – 31.12.2017)^{1,2,3}



Fokuserer vi på deres obligationsportefølje har de også slået markedet en del. Dette er endda gjort ved lavere risiko. Protector har ikke investeret i obligationer fra energiselskaber. Dette gjorde, at deres portefølje gjorde det langt bedre end markedet i starten af 2016, hvor oliesektoren faldt sammen. Samtidig kører Protector med en lav varighed på deres obligationsportefølje. Dette gør, at deres portefølje ikke er særligt rentefølsom, og Protector dermed vil få væsentlig glæde af højere renter fremadrettet.

Værdiansættelse

Aktien handles i dag til en P/E 16 baseret på vores forventninger til 2018 indtjeningen. Dette er ikke billigt, men heller ikke voldsomt dyrt for et vækstelskab. Dette er også en af årsagerne til, at vi som nævnt tidligere har reduceret lidt i aktien. Omvendt er P/E ca. 10 baseret på vores estimater for 2020. Det skyldes en fortsat høj volumenvækst samt en forbedret combined ratio i 2020. Samtidig forventer vi lavere investeringsresultater i 2018 som gradvist vil blive bedre i takt med at renterne stiger.

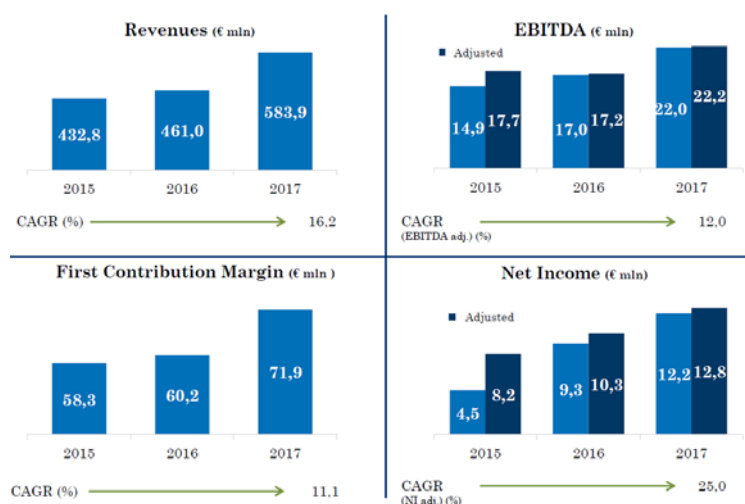
*(% afkast nævnt er afkast efter omkostninger og efter fees men før skat)

OpenJobMetis

OpenJobMetis er Italiens fjerde største vikarbureau og det største med fokus udelukkende på Italien. Vikarbranchen i Italien befinder sig i en yderst attraktiv niche på nuværende tidspunkt. Dette skyldes, at Italien historisk har været markant underpenetreret i andelen af vikarer i forhold til den samlede arbejdsstyrke sammenlignet med resten af de europæiske lande. Da Italien i slutningen af 2016 ændrede den politiske lovgivning på området, blev der skabt en unik vækstmulighed. Italiens arbejdsmarked er ligesom eksempelvis det franske rigtigt og med stramme regler. Det gør, at vikarer bør udgøre en stor andel af den samlede arbejdsstyrke ligesom i Frankrig. Dette scenarie er ved at udspille sig pt., hvor alle de store vikarselskaber i Italien vokser med hastig styrke:

	Q1	Q2	Q3	Q4	Avg.*
 OpenJobMetis	34%	35%	23%	18%	~ 27%
 Adecco	26%	27%	25%	N.A.	N.A.
 Randstad	23%	29%	27%	26%	~ 26%
 Manpower*	16%	25%	23%	28%	~ 23%

OpenJobMetis voksede i 2017 omsætningen med 27 %. Indtjeningen steg endnu hurtigere med 29,8 % EBITDA vækst og 32,2 % EPS-vækst.



For 2018 forventes der stadig en høj vækst. OpenJobMetis har stadig en del lavere marginer end de store spillere. De har derfor stadig et stort potentiale til at hæve marginerne fremadrettet. Den primære årsag til, at konkurrenterne havde bedre vækst end OJM i andet halvår skyldes, at OJM havde langt sværere sammenligningstal. Vi forventer derfor pæn vækst fra alle selskaberne i 2018.

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

Værdiansættelsen

Det mest spændende ved OpenJobMetis er aktiens værdiansættelse. Aktien handles til en P/E på ca. 10 gange indtjeningen for 2018. Dette på trods af at selskabet stort set ingen gæld har og derfor har pæne muligheder for at betale udbytter eller lave attraktive opkøb de kommende år. Vi fastholder derfor, at OJM bør handles til ca. 14-16x indtjeningen, hvilket er på linje med de større internationale peers. Dette giver aktien en fair værdi omkring 16-19 Euro.

Last data on work's market evolution

The ratio between temporary workers and the total amount of workers rises from 1,38%, of December 2016 to 1,70% of December 2017

The ratio between temporary workers and the total amount of workers rises from 1,73% of October 2016 to 1,94% of October 2017

Da det stadig kun er 1,7-2,0 % af arbejdsstyrken i Italien, der udgøres af contract workers (vikarer), ser vi stadig store vækstmuligheder. Man skal huske, at øvrige lande med stramme arbejdsmarkeder som eksempelvis Frankrig har en vikarandel på omkring 4 %. Der bør derfor være muligheder for at lukke en stor del af dette "gab".

XL Media

XL Media (XLM) er Symmetrys største investering på nuværende tidspunkt. Vi kan lide det meste ved XLM. Så lad os starte med det eneste negative punkt:

- Vi synes deres corporate governance mangler lidt. De har både deres CEO og CFO i bestyrelsen, og de bestemmer nærmest selv deres egen aktieafløbning etc. En investering i XLM er nærmest en investering i CEO Ory Weihs. Selvom Ory Weihs har mange dygtige folk under sig, herunder Inbal Lavi, mener vi, at han er altafgørende for forretningen.

Når det er sagt har XLM alt, vi leder efter:

- De er markedsleder i en attraktiv branche med en stærk underliggende vækst.
- De har en høj organisk vækst, investerer i fremtiden og har høje marginer.
- De har et godt cash flow og betaler et pænt udbytte
- Det er en fragmenteret branche, hvor det er muligt at lave opkøb til attraktive multipler
- Ledelsen ejer mange aktier i selskabet og har løbende købt op i aktien, hvilket indikerer en stærk tro på fremtiden.

XLM er et performance based online marketing firma. De fleste markedsføringsselskaber kører kampagner for kundernes penge, og tager en margin for dette. XLM er helt anderledes. De opererer alle deres hjemmesider og mediekampagner for EGEN regning. De sender brugere over til deres kunder og modtager betaling for dette. Primært via revenue share eller CPA (Continuous Payment Authority) aftaler. Når XLM gør dette effektivt, kan de få meget høje marginer. Det skyldes, at online-selskaberne ikke har nogen acquisition cost på de kunder, de får fra XLM. XLM tager hele risikoen. De skal blot dele det, de selv tjener med XLM. Det er kendt i de fleste brancher. Dem der kan drive salget, er ofte også dem med magten. Så hvor XLM i starten var afhængig af deres kunder for at få indtægter, ser vi det skifte nu, så det faktisk er kunderne, der er afhængige af XLM og de øvrige affiliates for at drive vækst. Det gør, at de kan få revenue share aftaler på +50 % i nogle tilfælde.

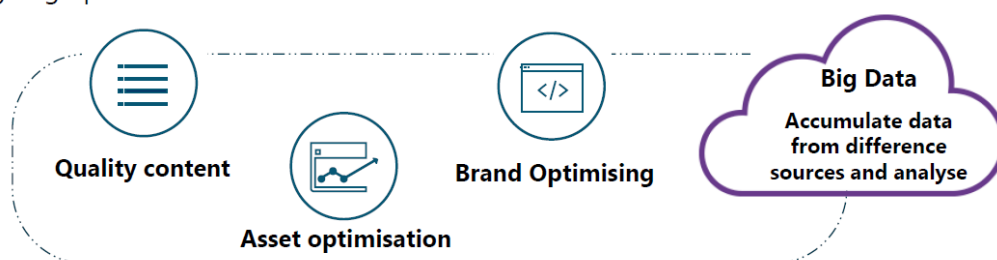
XLMS kunder er primært bettingselskaber, online gaming selskaber, app udviklere, kreditkortselskaber, E-commerce selskaber mv. Selvom kunderne i sidste ende er de samme, har XLM to forskellige måder at dirigere trafikken til deres kunder:

PUBLISHING

Example users' journey:



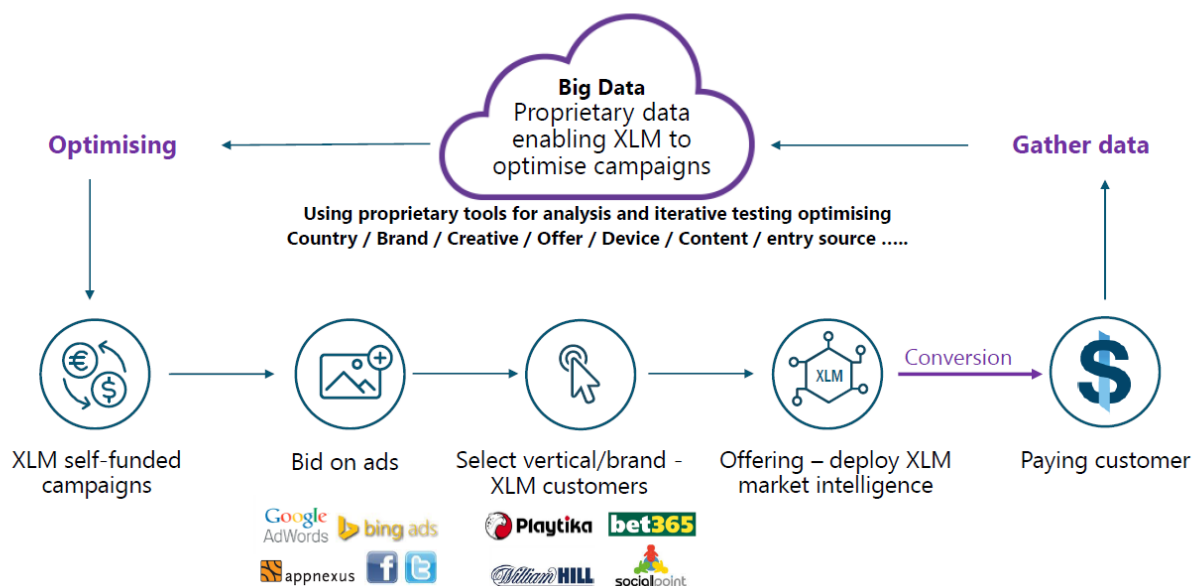
Ongoing optimisation



Publishing er selskabets største område målt på indtjening og marginalt mindre end Media målt på omsætning. Marginerne er ekstremt høje (over 80 %) og den organiske vækst høj. Indenfor Publishing opererer selskabet tæt på 3.000 hjemmesider, hvor de har attraktive nyheder og informationer, som brugerne gerne vil have. XLM sørger for at have informationer, som brugerne leder efter. Samtidigt optimerer de SEO og sørger ad den vej for, at deres hjemmesider altid har de højeste rangeringer på Google. Der er pt. ekstremt gode marginer og højt vækstmomentum fra den del af forretningen. Dette er dog ikke unikt for XLM, men noget der gælder hele branchen. De fleste af konkurrenterne vokser således ligeså meget (om end ikke så organisk som XLM). Det er derfor en vedvarende kamp om konstant at have de bedste sites og have de højeste rangeringer på Google.

Modsat konkurrenterne skiller XLM sig ud på at være virkelig dygtige til Media Buying. Det er efter vores opfattelse den langsigtede juvel i XLM. Selvom det i dag er Publishing, som står for størstedelen af indtjeningen, er konkurrencen også større her. Nogle af konkurrenterne laver også Media Buying i mindre skala. De har dog lav vækst og lave marginer her og virker ikke til at have infrastrukturen på plads til at gøre dette effektivt. Vi mener derfor, XLM har nogle vedvarende konkurrencemæssige fordele indenfor dette segment.

MEDIA – OPTIMIZATION CYCLE



Media Buying segmentet er ekstremt afhængig af teknologien bag. XLM har lavet Media Buying i over 10 år. Det betyder, at de konstant har kunnet udvikle på deres software indenfor området. Samtidigt har de købt selskaber indenfor Media Buying med komplementerende teknologier. Dette er eksempelvis indenfor social gaming, indenfor apps mv. De har været gode til at integrere disse teknologier og videreudvikle på dem. XLM har tæt på 100 software ingeniører i Tel Aviv. Det svarer til ca. 1/3 af alle deres medarbejdere. Vores research indikerer, at konkurrenterne ikke er i nærheden af at matche dette. Så selvom XLM officielt er et markedsføringsselskab, ser vi det i ligeså høj grad som et softwaresekskab. Det er virkelig deres teknologi, der skiller dem ud fra konkurrenterne.

Så hvad gør XLM indenfor Media? Hvor det indenfor Publishing er kunderne, der selv finder XLM's hjemmesider, er det modsat indenfor Media. Her går XLM aktivt ud og "køber" de kunder, de sender videre til onlineoperatørerne. XLM køber sig adgang til reklamer online. Dette kan være indenfor de fleste onlinekanaler, såsom Google Adwords, facebookreklamer, youtubereklamer etc. Det første de skal bruge deres teknologi til, er således at vurdere hvilke reklamer, fra hvilke kanaler, på hvilke tidspunkter til hvilke priser, de skal købe. Når de køber en reklame for egen regning, skal de beslutte, hvad de vil gøre med den. Her skal de igen bruge teknologien til at "tænke" hurtigt. Har XLM eksempelvis købt en 15 sekunders videoreklame til en britisk mand, der streamer en fodboldkamp, skal deres teknologi og algoritme hurtigt kunne beslutte, hvad der skal vises her? Det kunne for eksempel være en reklame fra Ladbrokes indenfor fodbold med et specielt bonustilbud. Alt dette skal besluttet lynhurtigt via et hav af reklamer i realtid.

Jo mere XLM gør dette, jo mere data får de og jo bedre bliver de. Det er således en igangværende proces, der hele tiden gør teknologien bag stærkere og stærkere, fordi den får mere og mere data at arbejde med. Og det er virkelig, hvad der skiller XLM ud. De har gjort dette i stor skala over mange år. De har derfor et helt andet datagrundlag at gøre det effektivt ud fra.

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

I dag er en stor del af Media Buying indenfor online gambling, gaming, E-commerce, apps, social gaming etc. Men generelt kan det fungere indenfor alle tænkelige onlinekanaler, hvor et onlineselskab mangler betalende kunder. Det kunne være forsikring, valutahandel, online shopping etc. XLM stikker løbende "tåen" indenfor nye områder, begynder at indsamle data ind og kan så skrue op for deres Media, når de laver gode Return on Investment (ROI). Netop ROI er et hovedkriterie for XLM. Da XLM bruger egne penge på at købe mediekampanjer, er det nødvendigt for dem hele tiden at estimere den ROI, de tjener. De gør også, at de konstant kan investere flere penge i kampanjer med høj ROI og skalere ned på kampanjer med lav ROI. De opbygger derved så stor en datamængde, at de altid kan estimere, hvilken ROI de vil lave ved at købe X reklame og placere den på Z website overfor Y bruger.

Seneste resultater

XLM har igen i 2017 leveret fremragende resultater. Dette har også afspejlet sig i en stigende aktiekurs. Symmetry deltog i selskabets årsregnskabspræsentation i London, hvor vi havde mulighed for at hilse på Ory og den øvrige ledelse. Aktien har sat sig en lille smule efter regnskabet, hvilket til dels skyldes, at aktien også blev spekuleret op optil regnskabet.

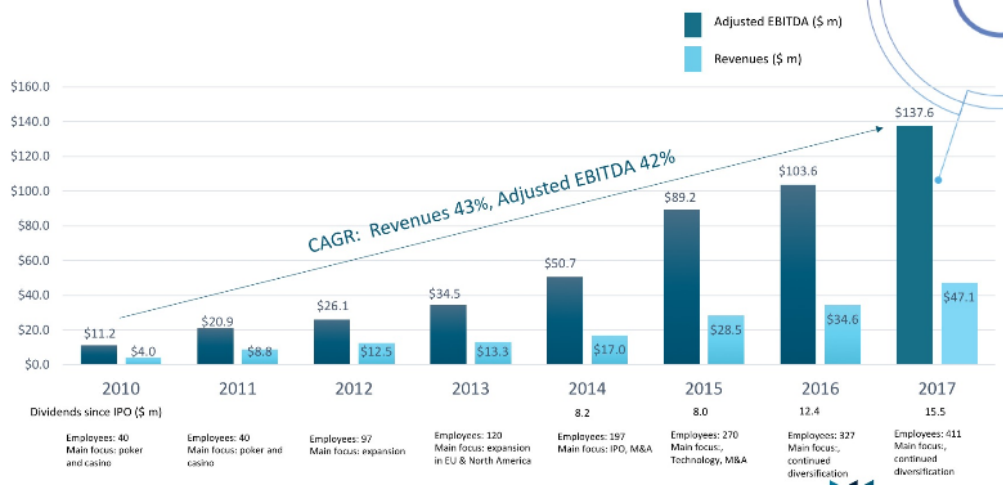
INCOME STATEMENT

Item (Thousands \$)	FY 2017	FY 2016	change
Revenues	137,632	103,605	33%
Cost of revenues	64,487	50,282	28%
Gross Profit	73,145	53,323	37%
Operating Expenses	32,376	23,226	39%
Operating Profit	40,769	30,097	35%
Total adjusted EBITDA*	47,120	34,617	36%
% Adj. EBITDA	34%	33%	
Finance income (expenses), net	(1,424)	903	
Profit Before Taxes	39,345	31,000	27%
Taxes (from Income)	7,474	5,416	38%
Net Profit	31,871	25,584	25%
Earnings Per Share	0.15	0.12	25%

Som det kan ses ovenfor, er det virkelig stærke resultater, selskabet leverer. Omsætningen er steget 33 % og gross profit endnu mere som følge af en styrkelse af marginerne i Media forretningen. Man har investeret kraftigt i øgede udgifter til R&D og salg og markedsføring. Dette skyldes, man vil være klar til at udrulle Media aktiviteterne i nyligt regulerede markeder og derfor investerer i softwareingeniører til løbende at udbygge dette knowhow.

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

STRONG FINANCIAL TRACK RECORD



Ovenfor er vist udviklingen siden selskabets stiftelse i 2010. Som det ses, har selskabet leveret en årlig vækst i både omsætning og EBITDA på lidt over 40 % i snit om året. Det er enestående flotte resultater. Man har i samme periode udbetalt flere penge i udbytte, end man har fået ind ved at udstede nye aktier.

Værdiansættelse

XLM er stadig en billig aktie. Baseret på vores estimer handles aktien til ca. 14,5x indtjeningen for 2018. Det er alt for billigt for et selskab med så høj organisk vækst. Det fortæller dog ikke hele historien. XLM har nemlig en kæmpestor cash beholdning, som de kan bruge til at lave opkøb, der vil styrke indtjeningen endnu mere. Justeret for kontanter er P/E ca. 12,5 årets indtjening. Vi satte i vores analyse et kursmål på 240p, som aktien næsten nåede i december 2017. For øjeblikket mener vi, aktien bør kunne gå endnu højere og indenfor 12-18 måneder nærme sig 300p.

North Media

North Media havde et rigtigt godt 2017. Både for aktiekursen og for forretningen. Det helt store vendepunkt kom i marts, hvor PostNord meddelte, at de ville trække sig ud af markedet for adresseløse forsendelser.

North Media tjente historisk rigtigt mange penge via FK distribution indtil 2013-2014, hvor PostNord accelererede en priskrig mod FK Distribution. PostNord finansierede dette ved at flytte en stor del af omkostningerne til deres brevforretning og konstant bede myndighederne om lov til at hæve brevtaksterne. På den måde finansierede de danske skatteydere reelt den prisdumping PostNord lavede mod FK.

FK endte som konsekvens af dette med selv at måtte sænke priserne. Da volumenerne også faldt, og det er en branche med stordriftsfordele, gik det hårdt udover marginerne hos FK.

Efter at PostNord valgte at trække sig ud af markedet, havde kunderne kun et sted at gå hen. Til FK Distribution. FK har efterfølgende også valgt at hæve priserne, så de kom tilbage på et mere normalt niveau. Dette betyder også, at indtjeningen for FK Distribution forventes at stige markant i 2018 og igen i 2019.

Vi vil gerne henlede til North Medias 2017 regnskab, der giver en rigtig god gennemgang af forretningen.

Foruden fremgangen i FK Distribution har flere tiltag i de øvrige forretningsområder også haft positiv indvirkning.

I North Media Aviser har man fokuseret på hovedstadsområdet og opgivet landsdækkende drømme. Samtidig har man skilt sig af med mange medarbejdere. Forretningsområdet forventes at kunne gå i 0 fremover.

I North Media Online har man skilt sig af med håndværkertilbud.dk, som var en underskudsforretning. Samtidig har man fået erstatning fra en konkurrent indenfor job. Forretningen er stadig en underskudsforretning. Man har nogle gode aktiver indenfor lejeboliger mens jobdelen stadig hænger.

Samtidig har der været nogle betydelige insiderkøb i aktien. CEO for FK Distribution Mads Dahl har således købt aktier for over 2 mio. kr. ad to omgange. Det mest spændende er, at han så sent som ultimo februar købte for yderligere 1 mio. kr. i kurs 45. Han må derfor mene, at aktien stadig er meget billig på disse niveauer.

Koncernens forventninger til 2018

I 2018 forventer North Media en betydelig tilvækst i omsætningen, først og fremmest som følge af større aktivitet i FK Distribution. Endvidere forventes en væsentlig styrkelse af resultatet som følge af fremgang i FK Distribution, North Media Aviser og i North Media Online.

Forventede finansielle hovedtal for koncernen for 2018 (vs. 2017), mio. kr.

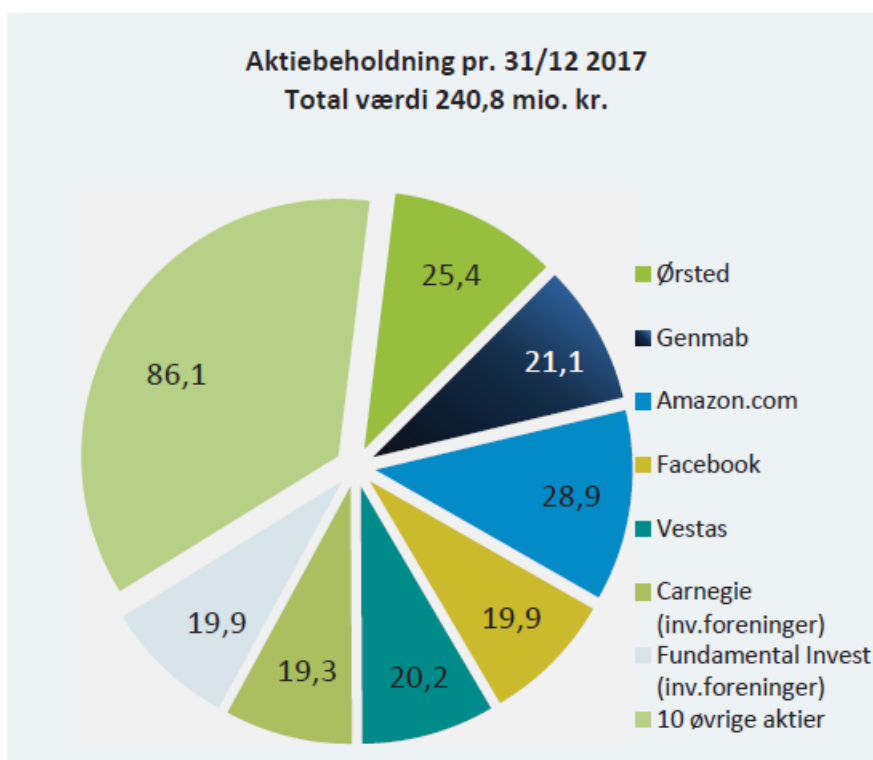
Omsætning
1.090-1.155
(+21 % til +28 %)

EBIT før særlige poster
60-95
(+60 til +95)

Hvis man ser på deres forventninger til 2018, kan man også få øje på fremgangen. De guider 60-95 mio. i EBIT for 2018. En markant fremgang fra 0 resultatet i 2017.

Vi forventer, de som minimum rammer toppen af intervallet og i 2019 overgår det markant.

Udover deres forskellige forretninger har North Media også en større aktiebeholdning af forskellige aktier. Selskabet har på grund af den historiske volatilitet i forretningen et ønske om at have et stærkt kapitalberedskab til rådighed:



Aktiebeholdningen gav i 2017 et flot afkast. Grundlæggende er det en fornuftig beholdning, hvor vi ikke er kritiske på en masse af aktierne. Omvendt mener vi nok ikke, det pt. er det bedste tidspunkt for et børsnoteret selskab at eje en masse andre børsnoterede aktier. Vi så derfor gerne, man likviderede beholdningen og udloddede denne til aktionærerne. Vi forventer dog ikke dette sker foreløbigt.

Værdiansættelse

Det klart mest attraktive ved North Media er som sådan ikke selskabet selv, men i stedet værdiansættelsen af aktien. Baseret på vores forventninger handles aktien til en P/E justeret for net cash på kun 7,7 årets indtjening. Da vi forventer en markant indtjeningsfremgang i 2019, handles aktien til en P/E justeret for cash på kun 3,8 baseret på 2019 indtjeningen. Dette er horribelt billig. Vores holdning er derfor, at North Media aktien kan fordobles i værdi til over 80 DKK pr. aktie indenfor de kommende 1-2 år.

Cello Group Plc.

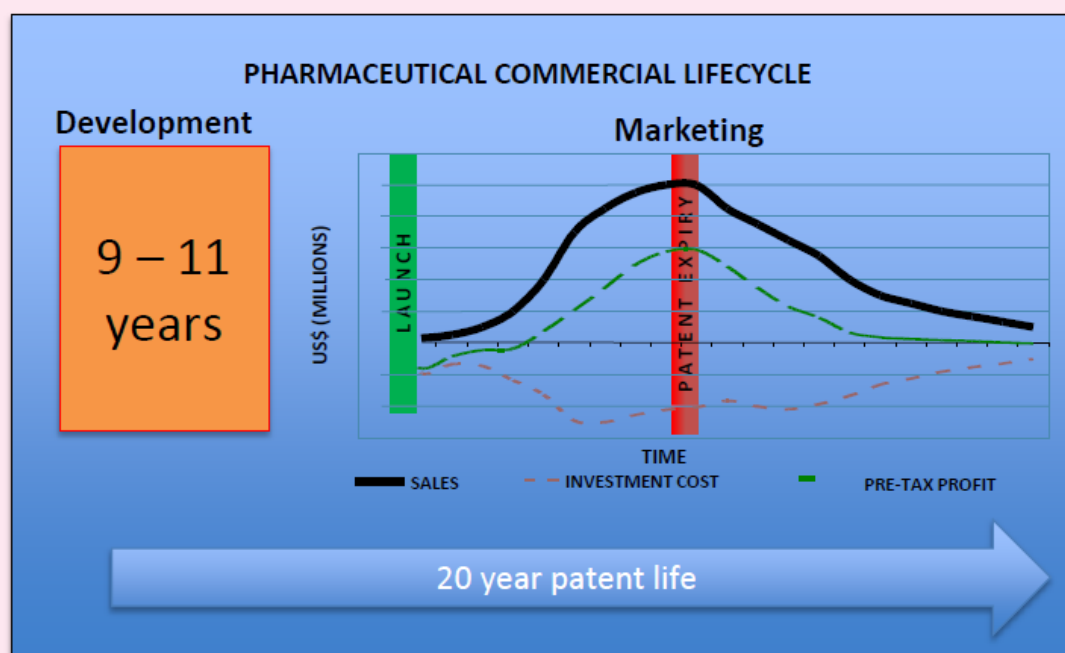
Cello Group er præcis den type forretning, vi leder efter hos Symmetry. Selskabet har en stærk position indenfor en attraktiv branche. De tager pt. markedsandele. De står stærkt produktmæssigt. De har en stærk ledelse. Og vigtigst af alt, aktien er billig.

Cello Group udfører consulting til medicinalsekskaber og biotekselskaber. De har stort set alle de største selskaber på deres kundeliste (24 ud af de 25 største medicinalsekskaber). Herudover har de en stærk position overfor biotekselskaber også. Cello er eksperter indenfor markedsføring af medicinalprodukter. Deres medarbejdere er højt uddannede, ofte MD eller PhD i medicin og ofte har de en MBA eller lignende ovenpå. De fleste har tidligere arbejdet med lægemiddeludvikling eller lægemiddelsalg.

Herudover har Cello udviklet en hel masse softwareløsninger, som de sælger sammen med deres consulting. Det gør, at selskabet har en ekstrem høj retention rate fra kunderne. Cello er en del af hele produktcyklussen, når kunderne anvender dem. Det gør, at de rådgiver kunderne i forhold til tilrettelæggelse af kliniske forsøg, hvordan indlæggssedlerne skal se ud, samt hvordan hele salgsstyrken skal struktureres, markedsføringen planlægges osv.

Hvorfor har kunderne brug for Cello?

WHY DO CLIENTS NEED CELLO HEALTH?



Et medicinalprodukt har ofte en patentlevetid på ca. 20 år. De første 10 år består af at udvikle produktet og de næste 10 år på at sælge det. Derfor er det så vigtigt, at alt omkring salg, markedsføring og strategi planlægges og udføres korrekt.

Company	MedComm	Marketing	Analytical Support	Market Research	Regulatory & Compliance
Accenture plc					
Cello Group plc					
Healthcare Consultancy Group (s/o Omnicom Group)					
HealthSTAR Communication					
ICON plc					
IMS Health					
inVentiv Health, Inc.					
Medical Knowledge Group					
Medidata Solutions					
MediMedia USA, Inc.					
PAREXEL International Corp.					
Publicis Group SA					
UDG Healthcare plc					
Huntsworth Health					

Cello dækker hele produktets livscyklus. Det eneste, de ikke laver, er regulatorisk consulting i forbindelse med godkendelser hos FDA mv. Dette er en meget specialiseret service, hvorfor Cello har valgt at specialisere sig indenfor de øvrige områder.

Pulsar

Cello ejer samtidigt et hastigt voksende social media analytics softwareprodukt kaldet Pulsar. Markedet tillægger efter vores mening alt for lidt værdi til Pulsar. Vi ser Pulsar som en overset diamant indeni et i forvejen godt selskab. Pulsar er virkelig spændende. Det er en IT-plattform, der måler forbrugerdata via sociale medier i realtid. Det samler således oplysninger sammen fra Facebook, Twitter, LinkedIn, Snapchat etc., og sorterer disse data og sender relevante oplysninger til brugeren af Pulsar. Der findes en del konkurrenter, som er gode til dette, men markedet er i hastig vækst. Pulsar differentierer sig ved at være gode indenfor Tech virksomheder og udnytter samtidig deres knowhow indenfor medicinalbranchen til at markedsføre Pulsar Health (kaldet Cello Health Logic).

Et eksempel kunne være et medicinalselskab, som har lanceret et nyt produkt. Ved at tegne et abonnement på Pulsar, kan de løbende tracke, hvordan "stemningen" på sociale medier er. Det kan være kommentarer, likes, delinger, tweets etc. omkring produktet. På den måde kan man få en lynhurtig respons på markedsføringskampagner osv. i forhold til om man gør noget galt.

Pulsar får løbende nye kunder ind, og deres retention rate på eksisterende kunder er meget høj. Dermed har de en hastigt voksende recurring revenue.

Pulsar gik først ind i USA i 2017 (og først for alvor i slutningen af året). Herudover er Pulsar Health tiltaget også noget nyt som først for alvor lanceres her midt 2018.

Alligevel vokser Pulsar kraftigt:

- Man voksede antallet af kunder fra 255 ultimo 2016 til 356 ultimo 2017 svarende til en vækst på 39,6 % YoY
- Man formåede samtidig at få størrelsen af kunderne til at stige, hvilket betød at indtjeningen i månedlige run-rate steg fra ca. 315.000 til ca. 500.000, svarende til en vækst på ca. 58,7 % YoY.

Vi mener, Pulsarplatformen har en meget høj værdi, der slet ikke er afspejlet i aktien. Dette skyldes, at den store vækst fra Pulsar er lidt "væk" i den samlede Cello forretning. Vi forventer dog, at omsætningen fra Pulsar for første gang i 2018 overgår 5 % af selskabets samlede omsætning. De høje vækstrater vil derfor mere og mere tydeligt påvirke den samlede forretnings omsætning.

Ser man på nogle af de opkøb, der har været indenfor branchen, blev Radian6 opkøbt af Salesforce.com for 326 mio. \$. Sysomos blev købt af Marketwire for angiveligt +100 mio. \$. Brandwatch, Synthesio og Crimson Hexagon har hver især rejst mellem 20 og 80 mio. \$ i finansiering til voksende værdiansættelser. Priserne er ikke offentlige, men vi estimerer de alle er over 100 mio. \$ værd. Cello Groups totale værdi er 120 mio. £ ca. Vi mener, Pulsar alene om 2-3 år kan dække hele denne værdiansættelse, hvis de fortsætter væksten.

Seneste resultater

	Cello Health			Cello Signal		
	2017 £'000	2016 £'000	% change	2017 £'000	2016 £'000	% change
Gross profit	60,150	47,605	26.4%	40,961	43,613	(6.1%)
Headline operating profit	10,639	8,635	23.2%	3,872	4,490	(13.8%)
Headline operating margin ⁴	17.7%	18.1%		9.5%	10.3%	

Cello Health udgør størstedelen af selskabets forretning og er derfor det klart vigtigste område. Omsætningen voksede her 26,4 % og indtjeningen 23,2 % YoY. Man havde en organisk vækst (justeret for opkøb og valutakurser) på hele 9,2 % YoY. Selskabet investerer kraftigt i nyansættelser og produktudvikling. Marginerne er dog stadig pænt høje. Vi forventer stabile marginer fra Cello Health fremadrettet fra dette niveau. Da Health vokser mere end Signal, vil selskabets samlede marginer dog vokse.

Værdiansættelse

Vi mener Cello, er et selskab af høj kvalitet. Alligevel er aktien billig. Selskabet har en markedsværdi på ca. 122 mio. \$ og ingen gæld (net cash position på ca. 2 mio.). Dette svarer til en EV/EBIT på under 10! Baseret på vores estimer pt.

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

handles aktien til en EV/FCF (enterprise value / free cash flow) til kun 14, 11 og 9 gange for henholdsvis 2018, 2019 og 2020.

Vi mener, en fair value for selskabets "core" forretning er ca. 160p pr. aktie. Hertil mener vi, Pulsar som minimum bør have en værdi på 20-30p. Det giver os en estimeret upside i aktien på ca. 50 % over de kommende 12 måneder og markant mere på længere sigt.

Cellos aktie er faldet tilbage i starten af 2018. Vi ser dette som uberettiget med de gode resultater in mente og har brugt dette som en købsmulighed.

Med Venlig Hilsen

Andreas Aaen

Partner- CEO