

SYMMETRY INVEST A/S



MÅNEDSRAPPORT JUNI 2018

Resultat:

Indre værdi pr. aktie er i måneden faldet fra 23,056 kr. til **21,691 kr.** svarende til et afkast på **-5,92 %¹**.

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	Dec	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
FY18	1,9	-4,5	-4,4	0,8	-0,8	-5,9							-12,6	67,8

Tabel: Performance i forhold til MSCI ACWI

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

	Måned	2018	Total	IRR
Symmetry	-5,9%	-12,6%	170,4%	20,5%
MSCI ACWI	-0,2%	-0,3%	50,5%	8,0%
Stoxx 600	-0,9%	-2,4%	32,0%	5,3%

Om afkastet:

- Juni var igen en uacceptabelt dårlig måned for os. Meget uacceptabel. Store dele af vores portefølje klarede sig ok. Vi blev dog påvirket negativt i meget stor grad af vores position i XLM som kom med profit warning i staten af juni. Resten af porteføljen var marginalt dårligere end markedet.
- Vi har brugt en stor del tid på at gennemgå vores resultater og undersøge årsagen til den dårlige periode vi er inde i. Det er meget vigtigt at forstå i hvor høj grad underperformance skyldes dårlige beslutninger eller normale udsving og held/uheld. Vi vil indenfor de kommende dage i vores Q2 investorbrev dykke mere ned i detaljerne med dette.
- Den gode nyhed er at vi over de sidste 2 måneder har tilføjet to meget interessante aktier til porteføljen som vi forventer vil levere ekstremt gode afkast til Symmetry over de kommende 2-3 år. Selvom vi aldrig kan forudsige næste måned er vi positive på flotte afkast over de kommende år.

FAKTA OM SYMMETRY INVEST A/S

CVR: 35056467

Selskabets valuta: DKK

Stiftet: 1. marts 2013

Indre værdi: 21,69

Asset under management: 67,2 mio.

KONTAKT

Symmetry Invest A/S

Nytorv 11, 4. sal

9000 Aalborg

www.symmetry.dk

aa@symmetry.dk

¹ Afkast efter fee og omkostninger før skat

Kommentarer til porteføljen:

Denne måned var primært præget af det store fald i XL Media. Aktien faldt fra 162p til 103p svarende til et fald på 36,4 %. Dette påvirkede Symmetrys afkast negativt med ca. 3,9 %.

XL Media:

Jeg havde en snak med CEO Ory Weihs efter nedjusteringen, hvor han lige gik igennem hvad som var op og ned på det hele.

Grundlæggende opererer XLM jo indenfor mange vertikaler, herunder gambling, gaming, finans, mobile apps etc. De har samtidig mange geografier som skandinavien, vesteuropa, nordamerika, sydeuropa, asien osv.

Grundlæggende siger han: "vi guider -5 % på omsætningen og -3% på EBITDA ifht. 2017. Han mener ikke det er tal der indikerer katastrofe og en forretning der falder fra hinanden etc. Han siger de har specifikke problemer i få markeder som de bør kunne løse, mens størstedelen af forretningen stadig kører godt. De problemer de er løbet ind i er stort set isoleret til gambling og til 3 markeder. De 3 markeder er Australien, UK og Tyskland. Ory delte det lidt op i 3 kategorier. Udefrakommende faktorer, egne fejl og en "blanding". De har lukket nogle meget low-margin Media ting. Det var kommunikeret ud til markedet på forhånd. Det er også derfor omsætningen falder lidt mere end EBITDA i guidance.

1) ifht. udefrakommende faktorer skete der jo det at Australien totalt lukkede ned for affiliate indenfor sports. XLM måtte trække sig fra markedet. De har stadig deres sites etc. så i det tilfælde Australien vil starte regulering er XLM klar til at tjene penge igen. Men det er bare noget man må leve med indenfor branchen.

2) ifht. "blanding" oplever de især i UK en meget stor mængde regulatoriske ændringer. Som Ory siger, vi elsker fuldt regulerede markeder ala Danmark, Portugal, Rumænien etc. der kører det godt. De kan også sagtens lide ej regulerede markeder såsom Sverige, Norge, Finland osv. Der hvor de ikke har det godt er det han kalder "limbo", altså hvor reglerne er uklare og reguleringen svæver i uvished. I især UK, som ellers er et reguleret marked bliver operatørerne bombet med konstante regelkrav, ændringer etc. fra myndighederne. Som Ory siger: Her kører vi en kampagne som de får optimeret over tid til at den virker godt og pludselig vi operatørerne have ændret displayet på kampagnen pga. et myndighedskrav. Så optimerer de på det igen og pludselig skal operatørerne have ændret noget tekst, eller have sat en anden warning på eller lignende. De er blevet mødt med vanvittigt mange ændringer i UK som de aldrig har prøvet før.

Man skal passe på med altid bare at tage en CEO's ord for gode varer, men det virker alligevel som en fornuftig forklaring. Hvis man ser på konkurrenterne så klarer selskaber med lav UK eksponering såsom Catena og GameLounge sig godt i Q1, mens eksempelvis Better Collective med stor UK eksponering har et svagere Q1 med omkring 1 % organisk vækst.

Samtidig sker der det at de får et stort push fra operatører (også stort set kun UK og Tyskland) som vil væk fra CPA og one-time betalinger og kun lave revenue-share. Som Ory sagde til os er det også det han helst vil over tid. Han ville bare godt have en mere gradvis overgang fra CPA til revenue-share. Når en kunde går fra CPA til rev-share sker der jo det at man istedet for at få en stor engangsindtægt med det samme først får betalingen over 1-2-3-5 år osv. på brugeren. Ory så derfor helst at denne "transformation" kørte smidigt som den har gjort de sidste par år. Men der er kommet et større push her i år som påvirker dem.

Catena Media var faktisk igennem samme omgang for noget tid siden hvor aktien også dykkede fra 110 til 70 SEK fordi man havde et svagt kvartal pga. denne omlægning. Aktien er idag i 120...

XLM foretrækker dog CPA aftaler på deres Paid Media segment. Det skyldes at man her bruger måske 70 \$ på en Facebook reklame og man så får 100 \$ fra en operatør i CPA og laver 30 % margin. Men hvis operatører kun vil have revenue share kan det være at XLM kun får

40 \$ i år 1, 30 \$ år 2, 30 år \$ osv. Det gør at XLM vil tabe penge på dette det første års tid. Det har XLM så vidt heller intet imod, men de bliver nu nødt til at være endnu mere sikker på at det er gode brugere de sender over. Når man får marginen dag 1 har de jo tjent pengene. Når de tjener dem over 5 år og har omkostning upfront skal de virkelig være sikre. Så det forhold har betydet at de er blevet en del mere selektive i Paid Media ifht. deres kampagner, dvs. de har skruet deres ROI krav i vejret. Det har givet dem en nedgang. Grunden til at Ory kalder dette en "blanding", er at det både er en del udefrakommende forhold der rammer dem. Omvendt er det jo også det marked de opererer i. Så som Ory siger, selvom ændringerne har været voldsomme i år er det jo vores opgave at navigere i det så en del af ansvaret her er deres.

3) Der hvor han selv siger de ikke selv har leveret ok i år har været på specifikke SEO-områder. Han ville ikke nævne markeder her, men som jeg forstod var det også meget Tyskland og UK relateret. Han nævnte dog at det var begrænset til få markeder. Her var der klart ting de skulle gøre bedre nogle steder. Men som han også nævnte. De voksede organisk 50 % i 2016 og 32 % i 2017 i det segment og havde fuldstændig outstanding SEO-optimering, hvor de bare rankede top på ekstremt mange søgeord etc. Han mener derfor at deres rankings etc. er blevet mere normaliseret fra de tårnhøje niveauer de var på. Men han er også ambitiøs og siger at det stadig ikke er godt nok. På dette punkt siger han ordret til mig at han ved de skal gøre bedre og de allerede gør det.

Som investor må man forholde sig til om man tror det her er en one-time ting og de kommer tilbage til vækst i 2019. Det er ledelsens egen forventning. Man skal dog også se på værdiansættelsen af aktien i dag. Aktien handles til en P/E på 9,3 baseret på ledelsens nye guidance for i år. Men selskabet har samtidig en stor kontantposition i banken som de kan bruge til opkøb. Justerer man for denne store kontantposition er P/E tættere på 7,6 for indeværende år.

Forventer man at forretningen vil falde fra hinanden skal man selvfølgelig ikke eje aktien. Men forventer man at de kan holde en flad eller meget lav vækst de kommende år er aktien billig op til 160-180 £. Forventer man at de kan komme tilbage at vokse med 2 cifret igen er aktien helt ekstremt billigt. Symmetry solgte en mindre del af position fra for at tage risiko væk men fastholder en stor eksponering mod XLM.

Man skal også huske at ingen af konkurrenterne endnu har rapporteret dårlige regnskaber etc. Samtidig vokser det underliggende marked de opererer i med 8-10 % årligt. XLM har historisk vokset på linje med eller bedre end konkurrenterne. Vi har svært ved at se hvorfor XLM pludselig skulle falde fra hinanden mens alle de andre fortsætter med at vokse pænt. Vi er derfor overbeviste om at enten får de andre også problemer, eller også er XLM problemer af one-time natur. Man skal dog være opmærksom på at de ikke fikser det i morgen og at risikoen for flere dårlige nyheder selvfølgelig er større nu. Men på 2-3 års sigt bør det se godt ud. Især fordi de her affiliate selskaber jo ikke er 1-2 hjemmesider hvor de konkurrerer om kunderne. De har alle sammen 2.000-3.000 hjemmesider osv. Flere af dem er opkøbte hjemmesider. Det er for os ulogisk hvis samtlige af XLM hjemmesider pludselig skulle blive dårlige mens alle konkurrenternes stadig kan performe godt.

Øvrige aktier:

Af vores øvrige aktier var det en mere rolig måned. Vores aktier i Pershing Square Holding klarede det fortsat godt efter endnu en god NAV performance i juni måned. OpenJobMetis fortsatte med at falde uden at der var selskabsspecifikke nyheder fra selskabet. Aktien handles til 8,5x indtjeningen, hvilket vi finder pænt billigt. Regnskabssæsonen starter igen nu, hvorfor vi forventer flere nyheder de kommende måneder. Piteco annoncerede i starten af juli et spændende opkøb som vi tror vil blive meget værdiskabende for dem.

Vores eksponering mod markedet har i 2018 fordelt sig således:

Tabel: Markedseksponering

Eksponering mod markedet for indeværende år i procent (ej beta justeret)

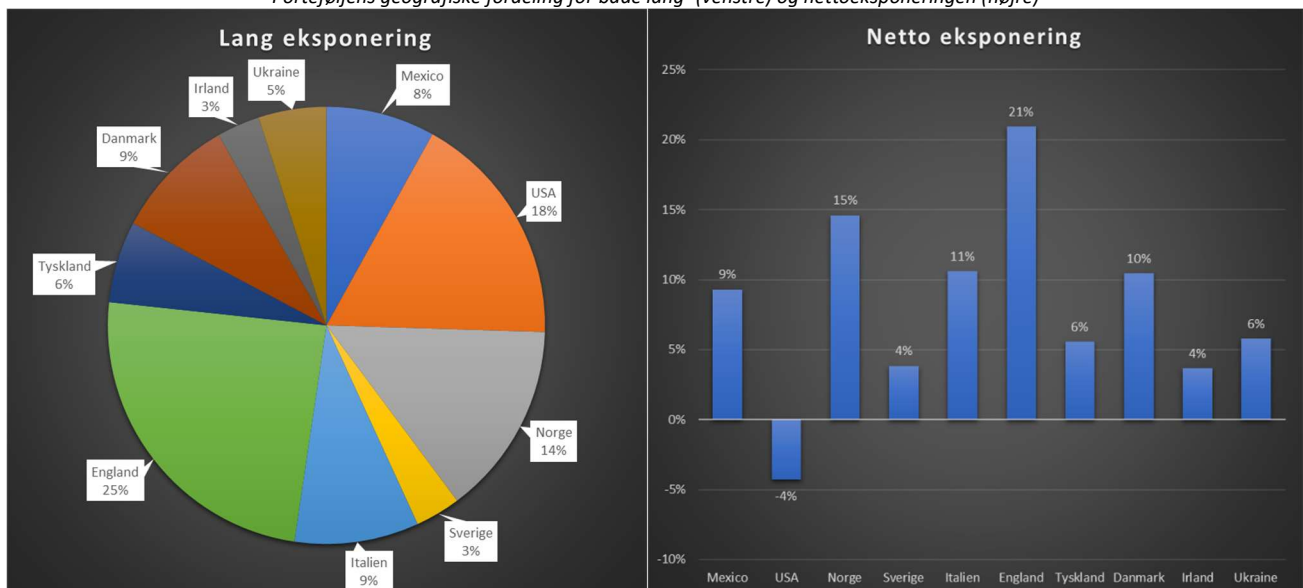
Exposure (%)	Jan	Feb	Mar	Apr	Maj	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dec
Long	123	125	121	117	120	117						
Short	-57	-61	-52	-48	-50	-48						
Net	66	64	69	69	70	69						

Vi føler os komfortable med at være net long ca. 70 % for nuværende. Vi vil potentielt gå højere op forudsat markedet fortsætter med at falde og vi stadig kan finde attraktive ting at købe. Vi mener dog stadig det er for tidligt at gå hårdt op i risiko og vil holde os defensive for noget tid endnu.

Vores portefølje fordeler sig geografisk 30. juni således:

Figur: Geografisk fordeling

Porteføljens geografiske fordeling for både lang- (venstre) og nettoeksponeringen (højre)



Vi har reduceret eksponering til UK, hvilket delvist skyldes XLM faldet.

Tabel: Fordeling af lange og korte positioner

Overblik over antallet og størrelserne på Symmetrys lange og korte positioner

	Jan	Feb	Mar	Apr	Maj	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dec
Long #	27	22	24	24	26							
Avg. Size (%)	4,6%	5,7%	5,3%	4,9%	4,6%							
Short #	32	30	30	33	27							
Avg. Size (%)	1,4 %	2,1%	1,7%	1,5%	1,9%							

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	3,05	-2,66	-5,02	0,82	-0,26	-3,96						
Short return	-2,48	-1,79	3,40	-0,16	-0,66	-2,27						
L/S Alpha	0,57	-4,45	-1,62	0,66	0,92	-6,24						
Long Alpha	-1,01	1,07	-2,54	-0,84	-0,81	-3,79						
Short Alpha	1,58	-5,52	0,92	1,50	-0,11	-2,44						

Som vi har sagt flere gange mener vi at linjen L/S Alpha er den bedre indikator for at bedømme hvor god en måned, kvartal eller år vi har. Som det ses ovenfor var det ligesom afkastene en meget dårlig måned. På begge sider, men specielt lang siden performede vi dårligt.

Vores short resultater ser dog værre ud end de reelt er. Det skyldes at vi har en overvægt mod US shorts. Da det amerikanske marked har outperformat europa klart i 2018 (ligesom det gjorde også i 2017) rammer det vores alpha negativt. På individuelt stock picking niveau er vi ca. på niveau med markedet i 2018. Vi har 4 forskellige strategier på short siden. 2 europæiske, 1 amerikansk og 1 global.

Vores to europæiske shortstrategier har givet positive afkast på henholdsvis 3,72 % og 0,89 %. Dette er fornuftige afkast sammenholdt med short af Euro Stoxx der ville have givet 2,4 % i afkast. Vores europæiske shorts har derfor været på niveau med markedet.

På vores amerikanske short strategi har vi haft et negativt afkast på 1,72 %. S&P500 er steget med ca. 2 % ÅTD og Russell 2000 er steget med ca. 8,13 %. Vores amerikanske shorts har derfor også skillet sig pænt ud.

Den sidste pulje er forskellige strategier herunder valuta, råvare, indekshedges mv. Denne pulje har givet -4 % ÅTD, hvilket er dårligere end markedets ca. -1 %.

Hvis vi tager et gennemsnit af vores 4 short strategier har de lige præcis givet et 0 resultat for hele 2018. Det er faktisk bedre end markedet. At vores samlede short afkast er dårligere end markedet i år skyldes at vi har haft de fleste penge placeret i de strategier med de dårligste afkast.

Vi er dog stadig af den klare opfattelse at det amerikanske marked er overvurderet, derfor har vi størstedelen af vores shorts her. I Europa er vi meget selektive med hvad vi shorter, til gengæld har vi gode resultater med de ting vi vælger. Når trenden vender og Europa igen outperformer US vil vores short alpha blive rigtige god forudsat vi kan fortsætte med at være gode på stock picking.

Som nævnt tidligere vil vi indenfor de kommende dage udsende vores kvartalsbrev for hele Q2 samlet. Her vil vi go mere i dybden med en masse af de forhold der har haft betydning for os over den seneste tid. Også hvordan vi takler det samt hvordan vi mener i som investorer bør se på det.