

SYMMETRY INVEST A/S



MÅNEDSRAPPORT

AUGUST 2018

Resultat:

Indre værdi pr. aktie er i måneden faldet fra 20,707 kr. til **20,323 kr.** svarende til et afkast på **-1,84 %**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	-4,5	-1,8					-18,1	68,2

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	-1,8%	-18,1%	153,4%	18,4%
MSCI ACWI	0,9%	3,5%	56,2%	8,4%
Stoxx 600	-2,4%	-1,8%	32,8%	5,3%

Om afkastet:

- Vores afkast i August var stadig under vores forventninger og mål. Vi gjorde det dog bedre end det europæiske marked målt på euro stoxx600.
- Tendensen med at amerikanske aktier outperformer Europa modarbejder os stadig.
- Herudover var flere valutakurser såsom SEK, NOK, GBP og MXN imod os. Mens kun USD gav positiv medvind.
- Vi har lavet en dyberegående gennemgang af den underliggende værdiskabelse i 15 af de største porteføljeselskaber. Vi håber i vil læse dette og finde det interessant. Grundlæggende har vi kigget på hvordan afkast og indtjenings-udviklingen har været i vores selskaber og sammenholdt dette med aktiekursen. Dette giver en ret god illustration af hvordan det rent faktisk går for de selskaber vi ejer. Uanset hvad aktiekurserne gør på kort sigt (pt. går de desværre os meget imod) så vil den underliggende værdiskabelse blive afspejlet i aktierne over længere sigt.

FAKTA OM SYMMETRY INVEST A/S

CVR: 35056467

Selskabets valuta: DKK

Stiftet: 1. marts 2013

Indre værdi: 20,707

Asset under management: 62,9 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:

Som nævnt vil vi bruge dette månedsbrev til at gennemgå den forventede indtjeningsudvikling i porteføljeselskaberne. Af de regnskaber der er kommet ind er den væsentligste at nævne North Media. North Media leverede en EBIT på +50 mio. i første halvår. Det giver dem gode muligheder for at ramme +100 mio. for hele året som minimum. Dette for et selskab der har en markedsværdi på kun 680 mio. kr. hvoraf 320 mio. står i værdipapirer og kontanter. Målt på enterprise value handles North Media til en kun 3-4x EBIT. Målt på en P/E handles aktien til ca. P/E 7 på indeværende år og P/E 5,5 på næste år. Heri er end ikke justeret for kontantbeholdningen. Aktien ser meget billig ud.

Som nævnt tidligere bruger vi tiden på at finde aktier der kan leverede fremgang i indtjeningen. Denne fremgang i indtjeningen vil altid på sigt kunne afspejles i aktiekursen. Nedenfor er vist 15 af de største aktier hos Symmetry. Vi ejede størstedelen i starten af året og nogle er købt undervejs. For dem som er købt undervejs er anvendt aktiekursudviklingen siden købet.

Aktie	Vækst indtjening*	Yield*	Total	Intrinsic	Aktiekurs*	Diff
Cambria Automotive	-6%	3%	-3%	-3%	-9,0%	-6,0%
Cello Health	8%	7%	15%	15%	1,5%	-13,5%
CPL Resources	12%	3%	15%	15%	2,0%	-13,0%
GIG	47%	-2%	45%	12%	-31,0%	-43,0%
KSB	-19%	3%	-16%	-8%	-24,0%	-16,0%
Mexico 1	9%	8%	17%	17%	0,0%	-17,0%
MHP	5%	7%	12%	12%	20,7%	8,7%
Msg.Life	15%	3%	18%	18%	0,0%	-18,0%
North Media	0%	13%	13%	13%	6,3%	-6,7%
Note	13%	4%	17%	17%	-1,0%	-18,0%
Pershing Square	13%	0%	13%	13%	13,0%	0,0%
Piteco	23%	2%	25%	20%	-4,1%	-24,1%
Protector	-50%	5%	-45%	-15%	-36,8%	-21,8%
USA 1	30%	0%	30%	10%	0,0%	-10,0%
XL Media	-5%	-6%	-11%	-20%	-43,9%	-23,9%
Middel			9,6%	7,7%	-7,1%	-14,8%

Vi har vist ovenfor hvilken vækst der har været i indtjeningen i de pågældende selskaber, hvilket cash flow yield der har været tilbage til aktionærerne til dividender mv. samt hvilken udvikling vi mener der har været i intrinsic value, dvs. den underliggende værdi af aktien. Som det kan ses mener vi at de 15 aktier pt. vil levere en positiv værdiskabelse på 7,7 % for indeværende år baseret på deres nuværende guidance og mål. Vores langsigtede mål hos Symmetry er at have aktier der kan levere 12-15 % årligt vækst i intrinsic value. Så på den front har vi gjort det dårlige end vi burde. Denne dårligere udvikling kan primært henføres til 3 aktier, nemlig Protector, XLM og KSB som alle har leveret negativ værdiskabelse. Uden disse havde værdiskabelsen været ca. 13,5 %, hvilket er indenfor målsætningen. Vores mål fremadrettet bør derfor være at finde aktier som kan levere en værdiskabelse på minimum 15 % men i endnu højere grad undgå taberne der trækker snittet ned.

For næsten alle selskaberne gælder at den totale værdiskabelse også er lig vores ændring i intrinsic value. Vi har dog lavet nogle mindre justeringer som i kan se ovenfor. Eksempelvis har GIG hævet indtjeningen 45 %. Da indtjeningen kom fra et lavt niveau mener vi mere den reelle værdiskabelse er 12 %. Det samme med North Media der i 2017 stort set ingen indtjening havde mens de i 2018 skovler penge ind. Her mener vi den underliggende værdiforøgelse er ca. 13 %. Det modsatte gør sig gældende i Protector og KSB hvis indtjening i 2018 er ramt at engangstab der ikke vil være gengående. Derfor er den underliggende værditab også mindre. Alt i alt estimerer vi en fremgang

på 9,6 %, hvoraf vi mener 7,7 % er den reelle værdiforøgelse i selskaberne. Når aktierne forøger deres værdi med 7,7 % burde dette også resultere i at aktiekurs + udbytte giver en samlet værdi til os som aktionærer på 7,7%. Som det kan ses har dette ikke været tilfældet i 2018. Den gennemsnitlige aktiekurs er faldet 7,1 %. Vores afkast er endda værre da de større poster såsom Protector og XLM har været blandt de mest faldende. Denne difference mellem den estimerede værdiforøgelse på 7,7 % og aktiekursudviklingen på -7,1 % svarer til hele 14,8 %. Som illustreret med farverne er det kun 1 aktie hvor kursen er steget mere end værdiskabelsen (aktien er blevet dyrere) men 13 aktier har klaret sig dårligere end værdiskabelsen (de er blevet billigere). Dette har vi prøvet at illustrere nedenfor:

Aktie	Intrinsic	Aktiekurs	P/E primo	P/E ultimo
Cambria Automotive	-3%	-9,0%	6,9	6,5
Cello Health	15%	1,5%	14,1	12,6
CPL Resources	15%	2,0%	10,5	9,3
GIG	12%	-31,0%	31,2	17,1
KSB	-8%	-24,0%	10,2	8,4
Mexico 1	17%	0,0%	11,1	9,5
MHP	12%	20,7%	4,8	4,9
Msg.Life	18%	0,0%	15,1	12,3
North Media	13%	6,3%	25,2	6,7
Note	17%	-1,0%	13	11
Pershing Square	13%	13,0%		
Piteco	20%	-4,1%	15,3	12,3
Protector	-15%	-36,8%	17,2	13,1
USA 1	10%	0,0%	30	25
XL Media	-20%	-43,9%	16	10
Middel	7,7%	-7,1%	15,8	11,3

Som det kan ses ovenfor handlede vores aktier i gennemsnit til 15,8 i P/E da vi gik ind i året. Dette var en multipel som var lavere end markedet for virksomheder vi mener er højere kvalitet end markedet. I dag ser det helt anderledes ud. Vores aktier er værdiansat til ca. 11,3x vores estimat for 2018 indtjeningen. Dette er drevet af indtjeningsudvikling + at aktierne er blevet billigere. Som investor i Symmetry (bestyrelsen er de klart største investorer) er det dybt frustrerende konstant at se aktiekurserne falde og vores afkast være negative. Den frustration tror jeg vi alle har. Nogle gange kan man tænke (det ved jeg nogle af jer gør) om det nogensinde stopper med at gå nedad? Om vi ikke snart leverer positive afkast igen. Her er det godt at støtte sig til ovenstående tabel. Aktier der år efter år øger deres værdi kan ikke konstant falde. Aktierne vil over tid afspejle udviklingen i værdiskabelsen. Kan vi finde aktier der kan øge deres værdi 12-15 % om året vil det også være afkast i den størrelsesorden i som investorer vil få ved at investere i Symmetry.

Vi har som forvaltere af jeres penge ikke levet op til vores eget mål om en værdistigning på 12-15 %. Vi er kun på omkring 8 %. Det skal gøres bedre og det forventer vi også kommer næste år.

Men det er også meget vigtigt at huske at når vores fund er i minus 15-20 % for hele året, så afspejler det på ingen måde det der reelt sker i selskaberne. Det skyldes at aktiernes værdiansættelser er faldet markant.

Hvis nogle af jer gerne vil have uddybet dette vil vi meget gerne gøre det, da det er vigtigt at få forstå. Vi snakker gerne med jer på et fysisk møde, på telefon eller på mail.

Ovenstående er en tabel vi forventer vi vil blive ved med at vise jer 2 gange om året i forbindelse med det årlige investorbrev i marts samt periodeopgørelsen i august/september.

Vores eksponering mod markedet har i 2018 fordelt sig således:

Tabel: Markedseksponering

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

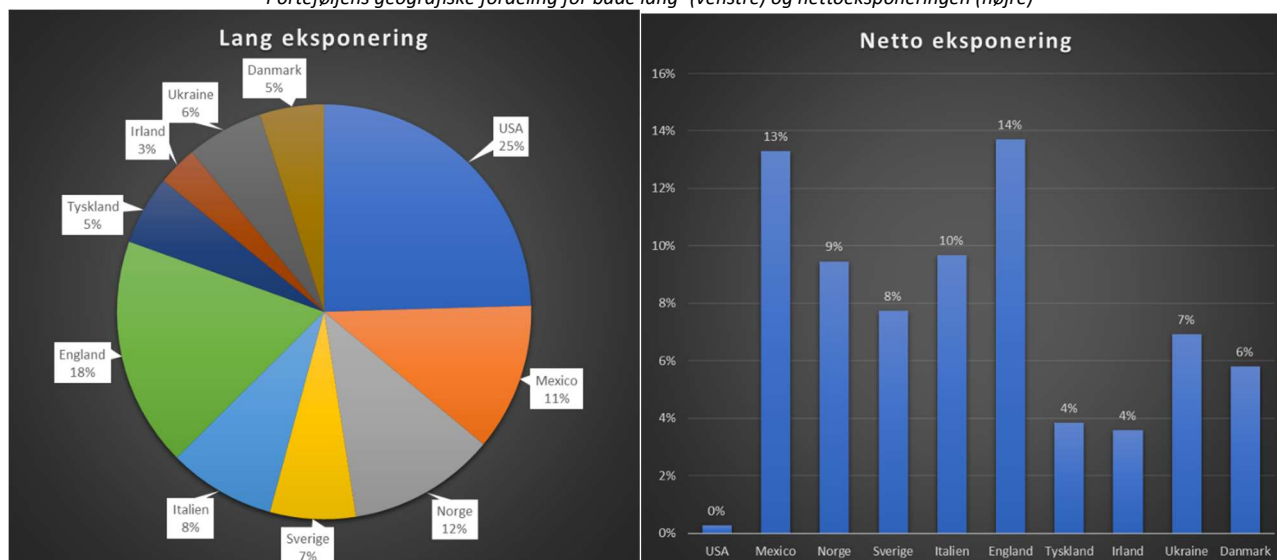
Exposure (%)	Jan	Feb	Mar	Apr	Maj	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dec
Long	123	125	121	117	120	117	121	117				
Short	-57	-61	-52	-48	-50	-48	-48	-51				
Net	66	64	69	69	70	69	73	66				

Vi har reduceret nogle positioner i august og bragt vores nettoeksponering lidt ned igen.

Vores portefølje fordeler sig geografisk 31. august således:

Figur: Geografisk fordeling

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



Vi mener vi har en rigtig god geografisk spredning i porteføljen pt.

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	26	24	21				
Avg. Size (%)	4,6%	5,7%	5,3%	4,9%	4,6%	4,6%	4,6%	5,4%				
Short #	32	30	30	33	27	24	27	28				
Avg. Size (%)	1,4 %	2,1%	1,7%	1,5%	1,9%	1,9%	1,73%	1,80%				

Vores mål er at nedbringe andelen af long positioner til 20 i år og 15 indenfor 2 år. Ved 15 positioner kan man holde fokus på de bedste ideer. Det er der vi skal hen.

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	-1,98	-1,09				
Short return	-2,48	-1,79	3,40	-0,16	-0,66	-2,27	-4,13	-0,76				
L/S Alpha	0,57	-4,45	-1,62	0,66	0,92	-6,24	-6,11	-1,85				
Long Alpha	-1,01	1,07	-2,54	-0,84	-0,81	-3,79	-4,78	-1,99				
Short Alpha	1,58	-5,52	0,92	1,50	-0,11	-2,44	-1,33	0,14				

Vores short portefølje gjorde det marginalt bedre end markedet i august måned. Vi har 4 måneder med positiv og 4 måneder med negativ alpha på short siden. Vi havde en del meget succesfulde positioner igen i august fra Europa. Dette blev igen modarbejdet af vores US shorts som for året har været den klare negativ bidragsyder. Vores europa shorts er i pænt +. Vi mener stadig det amerikanske marked er signifikant overvurderet.

Lang siden viser en pæn negativ alpha på måneden. Det er dog værd at have med at vi inkluderer valutaændringer i lang delen. Da disse var negativ for måneden bidrager de ting den negativ alpha. Vores lang positioner hvilket primært er baseret i Europa klarede det faktisk en del bedre end de øvrige europæiske aktier.

Vi skrev sidste måned om hvordan markedet kunne være irrationelt på kort sigt men afspejler værdierne på lang sigt. Et godt eksempel på dette er Cello Health. Cello rapporterede i juli måned en god trading update. Aktien rørte sig ikke overhovedet. Pludselig i august gik det op for markedet at det går godt for Cello, hvorefter de sendte aktien op med 7,3 %. Uden nyheder i måneden. Det viser meget godt at markedet er styret af rigtig mange forskellige faktorer over de enkelte dage. Men over længere er det selskabernes indtjening der påvirker aktiekurserne.

I 2013-2015 steg aktierne en del mere end den underliggende indtjening. Derfor havde Symmetry i de 3 år også nogle afkast som var ekstraordinært højere end markedet og vores langsigtede mål. I 2016-2017 steg aktierne stort set på linje med den underliggende indtjeningsudvikling. Derfor havde Symmetry også afkast på 16-20 % som matcher vores langsigtede mål. 2018 har været helt anderledes. Som vist er aktierne faldet markant mens indtjeningen er steget. Så længe vi holder aktierne og de fortsat gør det godt skubber dette blot aktiekursstigninger til fremtiden.

Kan vi finde aktier der øger værdien 15 % årligt kan i som investorer også forvente at opnå et afkast magen til. Men nogle år vil afkastet være betydeligt lavere end de 15%, nogle år være betydeligt højere. Men over snit forventer vi at kunne levere de 15 %.

2018 har været et frustrerende år. Vi holder fokus på at sikre en stærk langsigtet udvikling. Ikke for at optimere de enkelte år. Vi ved det vender på et tidspunkt. Og at vi indhenter det tabte + meget mere til. Det er derfor bestyrelsen har investeret ca. 20 mio. af vores egne penge i Symmetry!