

SYMMETRY INVEST A/S



ÅRSBREV

2018

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

I 2018 faldt indre værdi per aktie fra 24,81 kr. til 17,944 kr., hvilket svarer til et afkast på **-27,7 %**.

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	-0,9	-12,8	1,9	0,3	-27,7 75,2

Siden starten i 2013 er indre værdi steget fra 10 til 17,944 kr. svarende til et afkast før skat på 14,8 % 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

	2018	Total	IRR
Symmetry	-27,7%	123,7%	14,8%
MSCI ACWI	-9,5%	36,6%	5,5%
Stoxx 600	-13,2%	17,3%	2,8%

2018 var vores første negative år hos Symmetry Invest. Ikke nok med, at det var et negativt år, vi underperformede også markedet. Det er uacceptabelt afkast. Ikke kun faldet, men også måden, det skete på. Selvom det generelle marked faldt og vores strategi var udfordret af forskellige forhold, så lavede vi nogle fejl, der ikke burde være sket. Vi har implementeret forskellige taktikker og regler, der forhåbentlig skal eliminere sådanne fejl i fremtiden. Forstå mig ret. Vi vil også i fremtiden have år, hvor vi leverer negative afkast. Men en fond med vores risikoprofil og net eksponering bør ikke lave afkast, der er markant dårlige end markedet i negative markeder. I stedet er det stadig vores langsigtede holdning, at vi bør klare os bedre end markedet i negative markeder, mens vi vil have sværere ved at følge med i positive markeder. Denne holdning har ikke ændret sig. Som nævnt før har vi lavet nogle fejl i 2018, som vi har lært af og vil bruge fremadrettet. Når vi ser på vores mere langsigtede afkast, er de stadig rigtigt gode. Vi har samtidigt fået en god start på det nye år, hvilket gør os meget positive på Symmetrys fremtid.

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

Strategi

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	20	20	21	20
Avg. Size (%)	4,6%	5,7%	5,3%	4,9%	4,6%	4,6%	4,6%	5,4%	6,1%	6,6%	6,5%	6,6%
Short #	32	30	30	33	27	24	27	28	31	27	35	28
Avg. Size (%)	1,4 %	2,1%	1,7%	1,5%	1,9%	1,9%	1,7%	1,8%	1,5%	1,4%	1,3%	1,4%

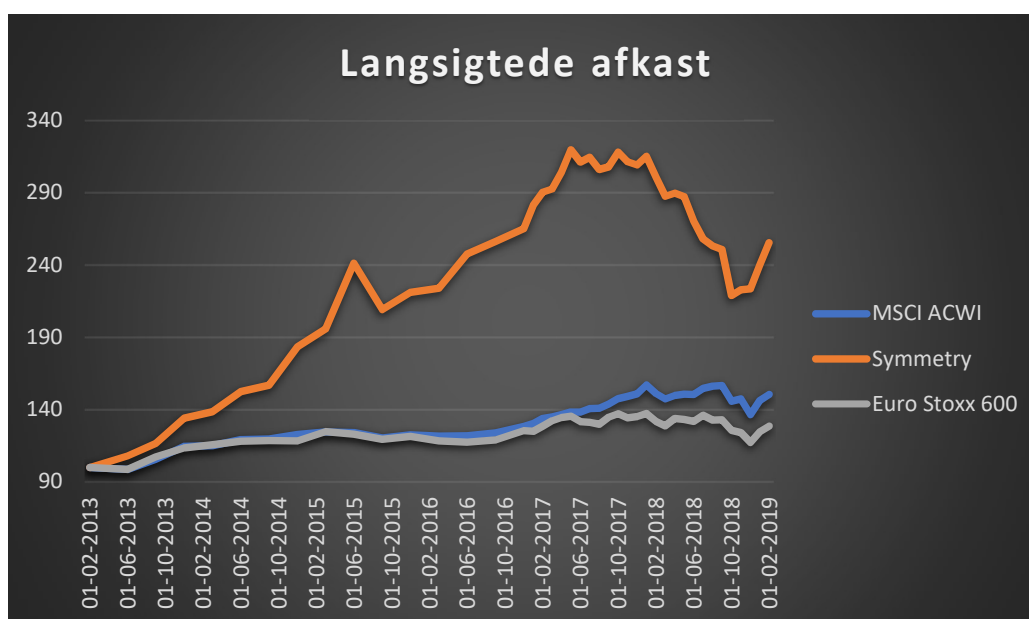
En af de ting vi har haft fokus på i anden halvdel af 2018 har været at reducere antallet af positioner. Især på lang siden. Vi havde simpelthen fået for stor spredning på porteføljen i stedet for at positionere os tungere i vores bedste ideer. Vi har rettet på dette ved at sætte et loft på maksimalt 20 aktier i porteføljen med et ønske om at være tættere på 15 positioner. Det vil betyde, at vores enkelte positioner bliver større, hvilket vil give større udsving i afkastene. Til gengæld bør det optimere det langsigtede afkast og reducere den langsigtede risiko.

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 – fra start til 31.12.2018



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

Af grafen på foregående siden fremgår vores langsigtede afkast sammenlignet med to udvalgte benchmark. På trods af vores negative afkast er vi stadig markant bedre end markedet siden stiftelsen.

Nedenfor er gengivet tabellen fra den første side. Heraf fremgår det, at Symmetrys afkast siden stiftelsen frem til udgangen af 2018 har været på 123,7% eller 14,8 % 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

	2018	Total	IRR
Symmetry	-27,7%	123,7%	14,8%
MSCI ACWI	-9,5%	36,6%	5,5%
Stoxx 600	-13,2%	17,3%	2,8%

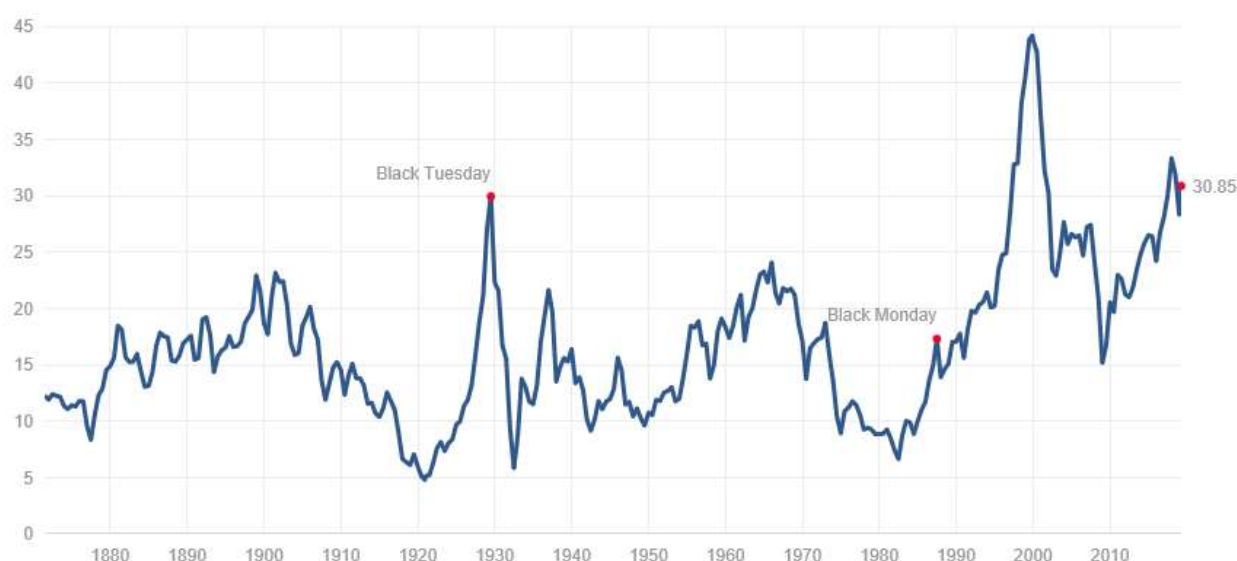
Vores målsætning er at levere et afkast på 15 % i snit efter alle omkostninger. Det er et meget ambitiøst mål. Vi håber at kunne levere på dette. Ved udgangen af 2018 var vi marginalt bagefter denne målsætning med et afkast på 14,8 % i snit. Vi er i starten af 2019 kommet over dette igen.

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. 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.



Hvis man ser på den såkaldte Schiller P/E ratio er den for amerikanske aktier stadig meget høj. Det skyldes uden tvivl de meget lave renter. Renterne gør, at obligationer ikke længere anses som et reelt alternativ. Dermed ikke sagt der ikke findes gode amerikanske aktier. Symmetry ejer også nogle af disse.

Current Shiller PE Ratio: 30.85 +0.00 (0.01%)

4:00 PM EDT, Tue Apr 2

Mean: 16.61

Median: 15.70

Min: 4.78 (Dec 1920)

Max: 44.19 (Dec 1999)

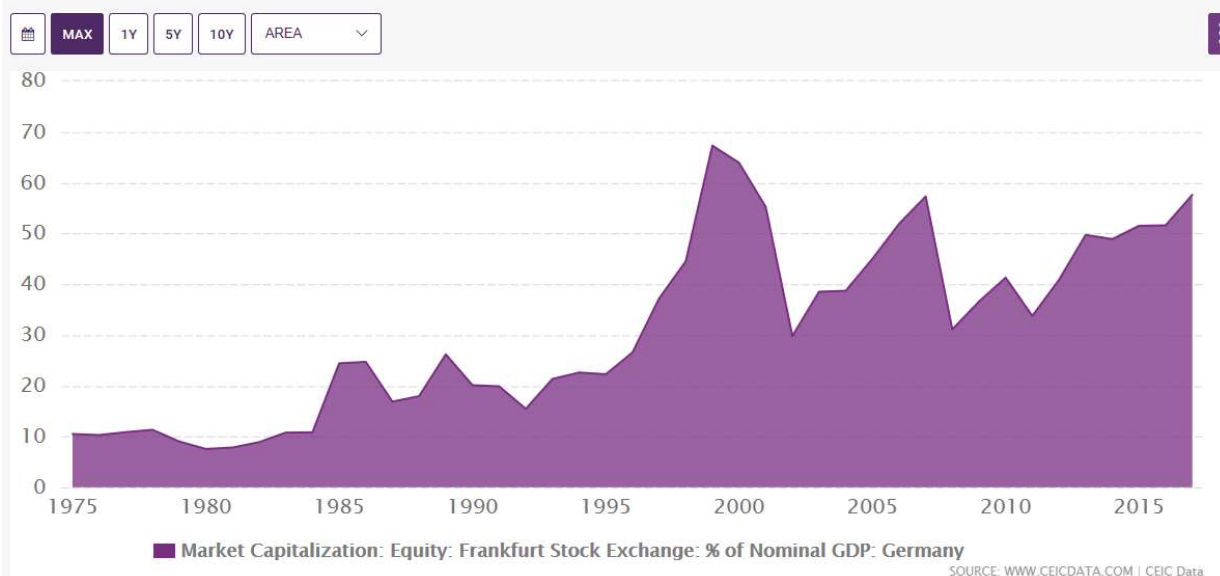
Som det kan ses ovenfor er Schiller P/E i dag omkring 31. Det er ca. det dobbelte af det historiske gennemsnit på 15-16. Hos Symmetry mener vi dog, at multiplen strukturelt skal være højere end historisk. Dette som følge af at virksomhederne er blevet mere asset light og skatterne er kommet en del ned. Vi syntes dog stadig, at amerikanske aktier er meget dyre. Vi fastholder derfor en defensiv nettoeksponering mod amerikanske aktier.

The Ratio of Total Market Cap to US GDP



En anden indikator vi holder øje med er den såkaldte "Warren Buffett indikator". Den viser markedets totale værdi målt op imod bruttonationalproduktet. Ovenfor er igen vist for USA. Den viser, at vi stadig er på meget høje niveauer. Som det kan ses nedenfor er trenden for Tyskland den samme, de absolutte niveauer er dog meget lavere (ca. halvdelen) af USA.

View Germany's Market Capitalization: % of GDP from 1975 to 2017 in the chart:



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



Som det ses ligger indikatoren i UK omkring det historiske gennemsnit. Det absolutte niveau på 110 er stadig noget lavere end i USA, hvor det er 140.

Alt i alt er vi ikke super bekymret for værdiansættelserne i Europa. Vi er lidt mere forsigtige med USA. Vi er dog heller ikke i panikzonen og tror markedet vil falde sammen. Som Howard Marks ville sige det: "move forward – but be cautious".

Short handler i 2018

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. Dette gør, at mange afholder sig fra short selling, hvilket er klogt. Er man 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 isoleret set ikke er en god forretning. Dette skyldes:

- Short selling øger muligheden 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 15 % på de ekstra 30 %, man er lang giver det et merafkast til porteføljen på 4,5 %. 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 1 % 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	15,0%	-5,0%	10,0%
Allokering	130,0%	-70,0%	60,0%
Portfolio return	19,5%	-3,5%	16,0%

I det ovenstående eksempel ville en long only investor have fået et afkast på 15 %. En markedsneutral investor ville tilsvarende have fået et afkast på 10 %. En long/short strategi med 60 % nettoeksponering ville derimod have givet 16 %. 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 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	126	132	135	134
Short	-57	-61	-52	-48	-50	-48	-48	-51	-45	-36	-46	-35
Net	66	64	69	69	70	69	73	66	81	96	89	99

Vi øgede henover året eksponeringen mod markedet. Det var dårlig timing at skrue op for risikoen i september måned lige før markedet begyndte at falde. Omvendt formåede vi at tage mere risiko på bøgerne i oktober og december måned, hvor aktierne var billige. Det har hjulpet os en del i starten af 2019 at gå ind i året med høj eksponering. Vi har langsomt reduceret denne risiko igen.

Long/Short Alpha

Vi begyndte i 2017 for første gang at rapportere vores alpha på månedsbasis til investorerne. Tabellen for 2018 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	3,05	-2,66	-5,02	0,82	-0,26	-3,96	-1,98	-1,09	-0,94	-11,11	1,10	-2,45
Short return	-2,48	-1,79	3,40	-0,16	-0,66	-2,27	-4,13	-0,76	1,09	6,01	1,46	10,91
L/S Alpha	0,57	-4,45	-1,62	0,66	0,92	-6,24	-6,11	-1,85	0,14	-5,10	2,56	8,47
Long Alpha	-1,01	1,07	-2,54	-0,84	-0,81	-3,79	-4,78	-1,99	-1,28	-4,16	-0,08	4,94
Short Alpha	1,58	-5,52	0,92	1,50	-0,11	-2,44	-1,33	0,14	1,43	-0,95	2,64	3,52

For at gennemgå igen, så 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 bullmarkeder. Det kræver blot, at man tager 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
2018	-24,5	11,0	-13,5	-15,0	1,5
2017	27,0	-12,9	14,1	9,5	4,6
2016	21,4	-5,9	15,5	14,9	0,6
Middel	8,0	-2,6	5,4	3,1	2,2

Som det ses af ovenstående, har vi leveret pæn alpha, siden vi introducerede dette mål. 2018 var dog et år med negativ alpha for første gang. Denne negative alpha blev drevet fra vores lang portefølje. Vi formåede for 3 år i træk at lave alpha på short siden. Vi havde dog håbet på mere alpha her. Fordi vi havde en signifikant overeksponering mod USA på short siden trak dette ned på det samlede resultat, selvom vores europæiske shorts lavede outstanding resultater.

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.

Vores short positioner i 2018 var primært drevet af en ekstremt god udvikling fra Europa. På vores to primære europæiske short strategier lavede vi et afkast på ca. 50 %. Dette var ikke fordelt over nogle få short positioner men over 10 forskellige positioner. Det er meget flotte afkast. Vores amerikanske shortportefølje gav et positivt afkast på 5,7 % hvilket kun var marginalt bedre end S&P på 4,5 %. Vores resterende shorts der består af optioner, makro-hedges og råvare-hedges var ca. flad for året.

Vi har fået en god start på short siden i 2019 og håber derfor på endnu et godt år.

Investeringer

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

Tabel: Største offentliggjorte positioner

Overblik over de 10 største offentliggjorte positioner per ultimo 2017 og ultimo 2018

NB: Positionerne er nævnt i vilkårlig rækkefølge

2018	2017
Protector Forsikring	Protector Forsikring
Pershing Square Holdings	Pershing Square Holdings
Cello Group	Cello Group
System1 Group	System1 Group
Where Food Comes From	Msg.Life
Nilorngruppen	XL Media
North Media	North Media
Note	OpenJobMetis
Piteco	Piteco
Cambria Automotive	Cambria Automotive

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". Det vil være bedre at investere ekstra i Symmetry, hvis man kan lide de aktier, vi udvælger.

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.

Vi vil dog ofte have positioner, som vi af den ene eller anden årsag ikke ønsker at offentliggøre. Dette kan være såvel store som små positioner. Grundlæggende vil vi altid tilstræbe at være så transparent, som muligt, uden det går ud over afkastet.

Aktier solgt i løbet af året

Vi solgte i løbet af 2018 vores aktier i følgende selskaber:

KSB: Som vi nævnte i vores Q3 nyhedsbrev indså vi i løbet af 2018, at vi havde lavet en fejl ved at investere i KSB. Vi indså forholdsvis hurtigt (og alligevel for sent) at KSB var en typisk valuetrap. Et selskab der så meget billig ud målt på nøgletal, men som befandt i en svær og konkurrencepræget industri med en ledelse, der ikke var specielt aktionærvenlig. Vi valgte derfor hurtigt at skille os af med KSB for at fokusere på andre mere lovende investeringer.

XLM: Som nævnt i vores kvartalsbreve solgte vi henover efteråret vores aktier i XL Media. Selskabet kom med en nedjustering på grund af især et svært UK-marked. Det var dog ikke så meget nedjusteringen men ledelsens håndtering og kommunikation heraf, der skuffede os. Vi syntes ikke, de taklede denne rigtigt, hvilket gjorde at vi valgte at sælge aktierne og fokusere andre steder. Vi mener stadig, at XLM er en god forretning i en attraktiv industri. Herudover er aktien voldsomt billig pt.

Msg.Life: Vi kan stadig godt lide Msg.Life som en langsigtet investering. Det var dog en aktie, som holdt god stand under nedturen i oktober måneden. Det gjorde, at vi så muligheden for at investere vores penge i andre aktier med større potentiale. Vi er samtidig voldsomt kritiske mod bestyrelsen og storaktionæren, som vi syntes er meget lidt aktionærvenlige. Det er ærgerligt, fordi vi kan lide selskabet, og det er godt ledet operationelt.

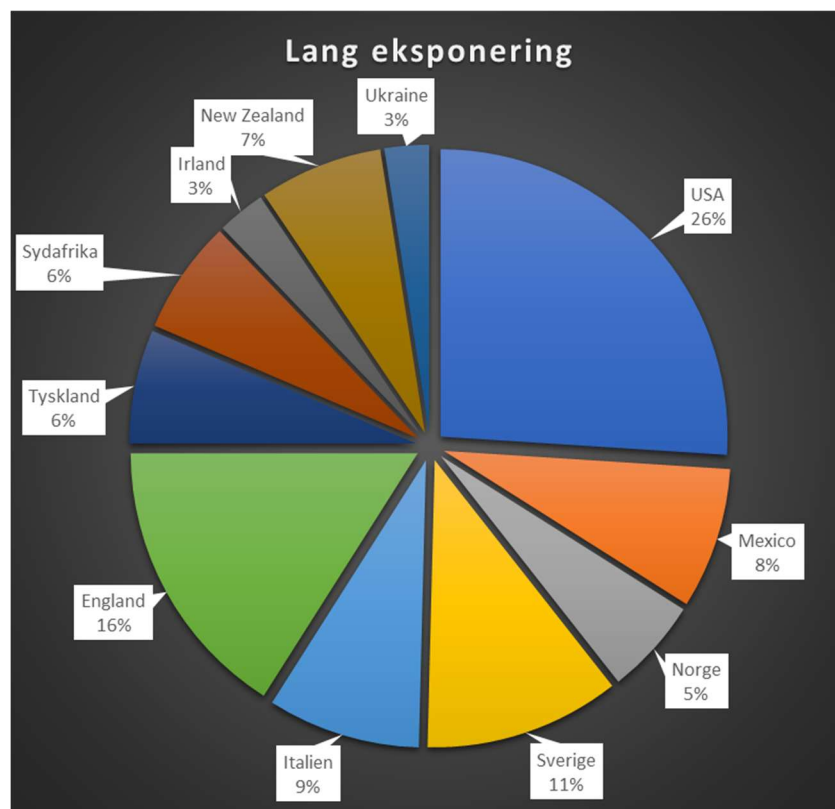
OpenJobMetis: Vi solgte OpenJobMetis, da vi mente selskabet ville blive forholdsvis hårdt ramt af den politiske uro og eventuelle recession i landet. Da vi samtidig har en stor position i Piteco ønskede vi ikke en uforholdsmæssig stor allokering mod Italien. De forventninger vi havde til væksten i selskabets omsætning og indtjening i 2018 materialiserede sig heller ikke, hvilket gjorde, at vi mente vores penge ville være bedre brugt andre steder.

Geografisk eksponering

Af næste figur fremgår den geografiske eksponering af porteføljen per 31/12-2018:

Tabel: Geografisk eksponering

Fordeling af porteføljen per geografi for ultimo 2018



Vores portefølje er stadig rigtig godt spredt geografisk. Vi har over 2018 taget lidt mere USA-eksponering og lidt mindre UK-eksponering. Det skyldes primært, at vi solgte XL Media i UK og har købt Where Food Comes From (WFCF) i USA. Vi har også øget vores investeringer i emerging markets. Både Argentina og Tyrkiet fik i løbet af 2018 problemer og deres valuta styrtdykkede. Samtidig med en øget USD og stramninger fra FED gav det store fald i mange EM-aktier og valutaer. Det gav os mulighed for at købe 2 aktier i henholdsvis Mexico og Sydafrika, som vi ser et stort potentiale i. Vi ejer også en aktie fra New Zealand. Det er dog ikke et emerging markets land men et forholdsvis velhavende land.

Valutakurser

Bevægelser i valutakurser kan indenfor en kort periode have større betydning for Symmetrys afkast. Over en længere periode mener vi, de er irrelevante. I 2018 havde vi modvind fra SEK, GBP og NOK især, mens vi havde gevinster fra primært USD. Alt i alt mener vi ikke, valutakursbevægelser havde nogen væsentlig indflydelse på vores afkast i 2018.

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

TOP-10 POSITIONER

ULTIMO 2018

2018	2017
Protector Forsikring	Protector Forsikring
Pershing Square Holdings	Pershing Square Holdings
Cello Group	Cello Group
System1 Group	System1 Group
Where Food Comes From	Msg.Life
Nilorngruppen	XL Media
North Media	North Media
Note	OpenJobMetis
Piteco	Piteco
Cambria Automotive	Cambria Automotive

Protector Forsikring ASA

Symmetry har i starten af 2019 valgt at sælge vores investering i Protector Forsikring. Dette er ikke gjort uden store overvejelser. Protector var den første aktie, vi købte til Symmetry og har været den største bidragsyder til vores gode afkast gennem tiden. Det er ikke sådan, at vi pludselig mener Protector er et dårligt selskab, men en markant stigende aktie sammenholdt med nogle problemer gør, at vi for nuværende mener, vores penge er bedre placeret andre steder.

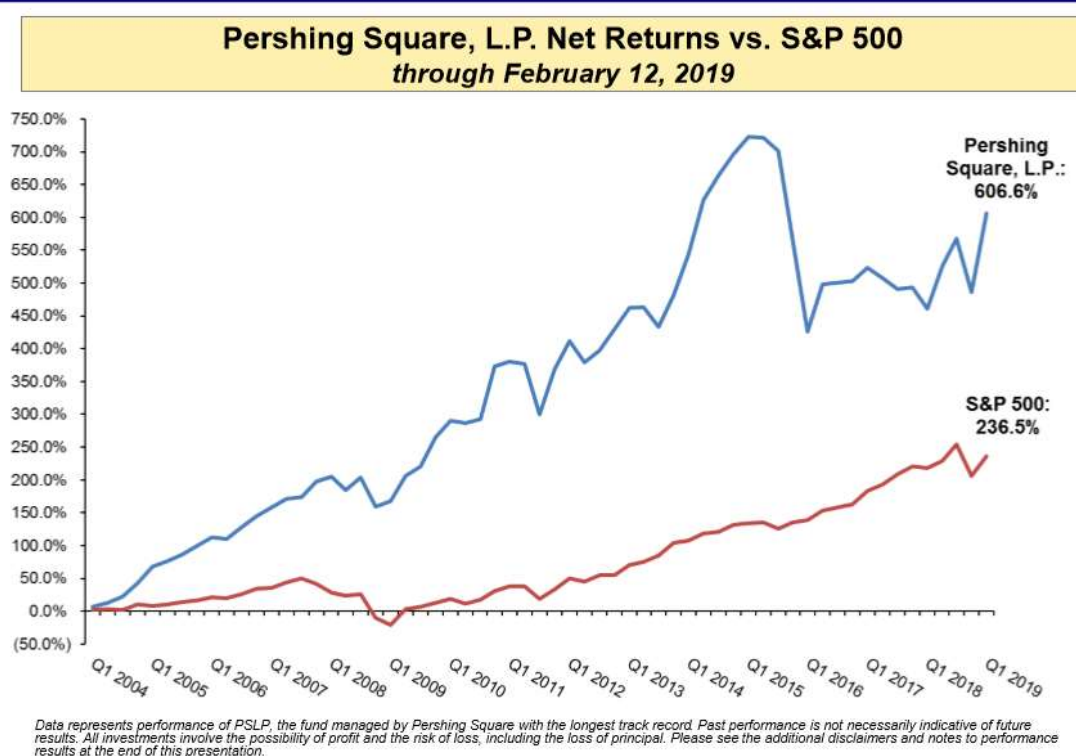
- 1) Protector's aktie blev bombet i 2018. Da selskabet kom med en nedjustering på baggrund af skader i deres ejerskifteforretning faldt aktien markant til under 40 kr. pr. aktie. Selvom vi mente, det var en meget dårlig nyhed anså vi aktiekursreaktionen som overdreven. Vi købte derfor flere aktier. Billedet er et andet i dag. Aktien er siden steget med 30-40 % til 53 NOK pr. aktie. Det er samme aktiekurs som før Grey Silverfish nyheden.
- 2) Protector har lukket ejerskifteforretningen ned, hvilket har betydet en del volumenfald på kort sigt. Der er dog stadig risiko for ekstra hensættelser i dette segment.
- 3) Selskabets investeringsafkast har ikke været gode over det seneste stykke tid. Selvom vi mener Dag Marius er meget dygtig og over tid har leveret gode afkast, er vi uenige med nogle af de seneste aktiekøb, som selskabet har lavet.
- 4) Selskabet vokser kraftigt i UK men med negativ indtjening. Der bygger dermed en stor risiko ind i aktien for om de med tiden kan levere gode afkast i UK.
- 5) Det væsentligste er dog, at deres guidance virker meget backend loadet uden at have nogen særlig god forklaring herpå. Selskabet guider selv for en combined Ratio (CR) over 100 i Q1 som vil falde henover året. I og med at UK vil udgøre en større og større andel henover året af deres earned premiums har vi svært ved se, hvad det er, der skal forbedre indtjeningen så meget fra Q1 frem mod Q4. Vi ser derfor betydelig risiko for at Protector ender med igen at nedjustere i 2019, hvilket på grund af sidste års problemer vil svække tilliden til selskabet enormt.

Pershing Square Holdings

Pershing Square er en såkaldt closed-end investeringsfond. De investerer i andre selskaber. Vi ejer Pershing Square, fordi vi mener den store rabat selskabets handles til ifht. indre værdi (NAV) er uberettiget. Samtidig betaler fonden ikke performance fee da high water mark er markant højere end dagskursen.

- 1) Det langsigtede afkast for Pershing Square har været markant bedre end markedet:

Cumulative Net Returns Since Inception (1/1/04)



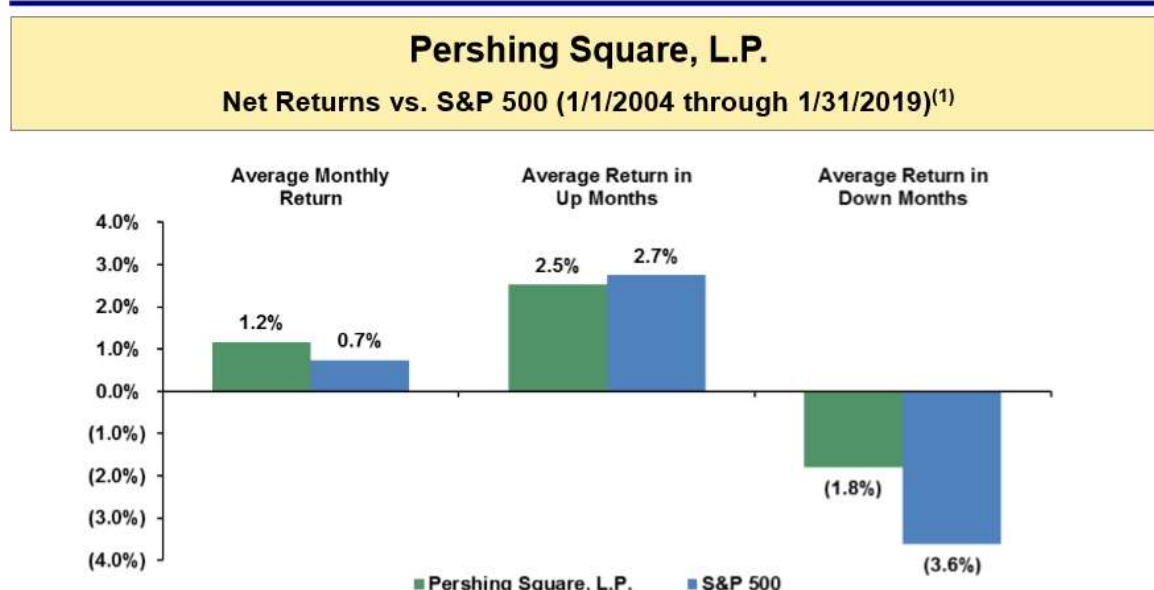
1

¹ Pershing Square 2018 investor presentation

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

- 2) Resultaterne er skabt ved at følge markedet i opgangstider og outperforme i nedgangstider:

Long-Term Performance in Up & Down Markets



Past performance is not necessarily indicative of future results. All investments involve the possibility of profit and the risk of loss, including the loss of principal. Please see the additional disclaimers and notes to performance results at the end of this presentation.

(1) Data represents performance of PSLP, the fund managed by Pershing Square with the longest track record. "Up" months and "down" months are defined as months in which the closing price of the S&P 500 on the last business day of the relevant month was higher and lower, respectively, than the closing price of the S&P 500 on the last business day of the immediately preceding month.

2

- 3) Pershing Square Holdings har i løbet af 2018 lavet en del aktionærvenlige tiltag med henblik på at indsnævre NAV rabatten. Man har lavet et aktietilbagekøb på 9,9 %. Ledelsen har købt aktier for ca. 20 % af hele selskabet. Samtidig har man i starten af 2019 vedtaget et løbende udbytte. Det er vigtigt for os at investere hos ledelser, der behandler aktionærerne godt.

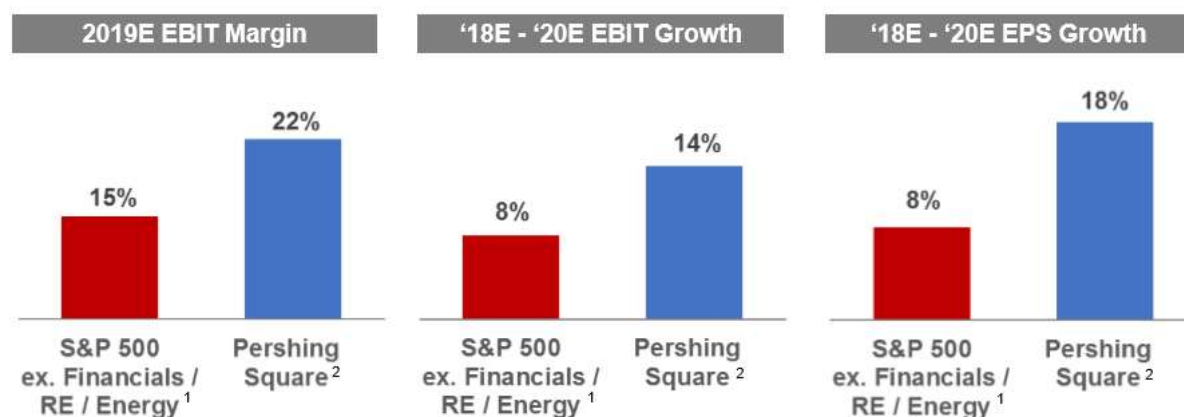
² Pershing Square 2018 investor præsentation

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

4) Den underliggende portefølje hos PSCM er attraktiv:

The Pershing Square Portfolio: *Higher Business Quality and Earnings Growth than Market*

We expect our portfolio to compound earnings and intrinsic value at a much higher rate than the market (analysis below excludes HHC, FNMA, FMCC)^{1,2}



Our portfolio trades at a higher earnings multiple than the market, but we believe that it undervalues the higher quality and stronger earnings growth of our portfolio companies

3

De selskaber som Pershing Square ejer er estimeret at vokse indtjeningen med 18 % om året sammenlignet med markedets ca. 8 % om året.

³ Pershing Square 2018 investor presentation

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

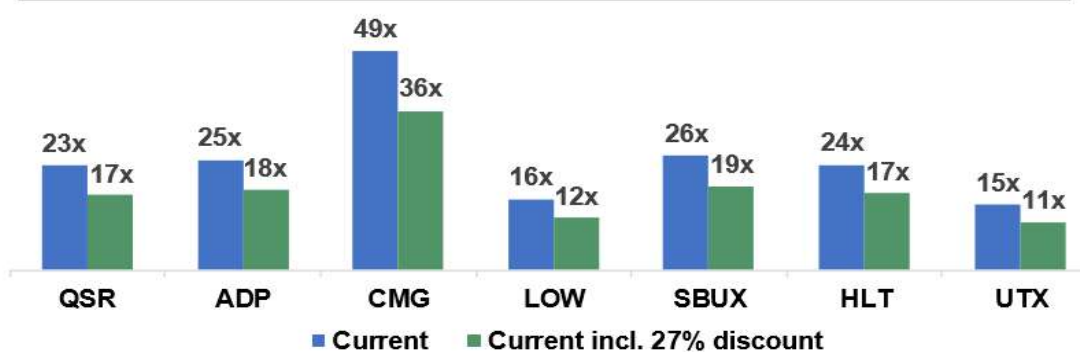
Deres portefølje handles til en premium i forhold til det generelle marked på grund af den højere kvalitet. Som investor i PSH opvejes dette dog af, at aktien handles med 27 % rabat til NAV:

The Pershing Square Portfolio: Discounted Valuation at PSH



Share Price	\$64	\$150	\$594	\$99	\$70	\$74	\$124
Incl. 27% Discount ¹	\$47	\$109	\$432	\$72	\$51	\$54	\$90

NTM P / E Multiple by Portfolio Company²



4

Det svarer i praksis til, at man kan købe de underliggende aktier billigere end det generelle aktiemarked via PSH på trods af, at de vokser langt hurtigere og har højere kvalitet.

Pershing Square Holding er steget ca. 30 % de første 3 måneder af 2019 og har været vores bedste bidragsyder indtil videre i år.

⁴ Pershing Square 2018 investor presentation

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

Cello Health

Cello havde i 2018 endnu et godt år. De fortsatte med at levere på det, de siger. De vokser stabilt år efter år. De har pæne marginer og cash flow og betaler at voksende udbytte år efter år.

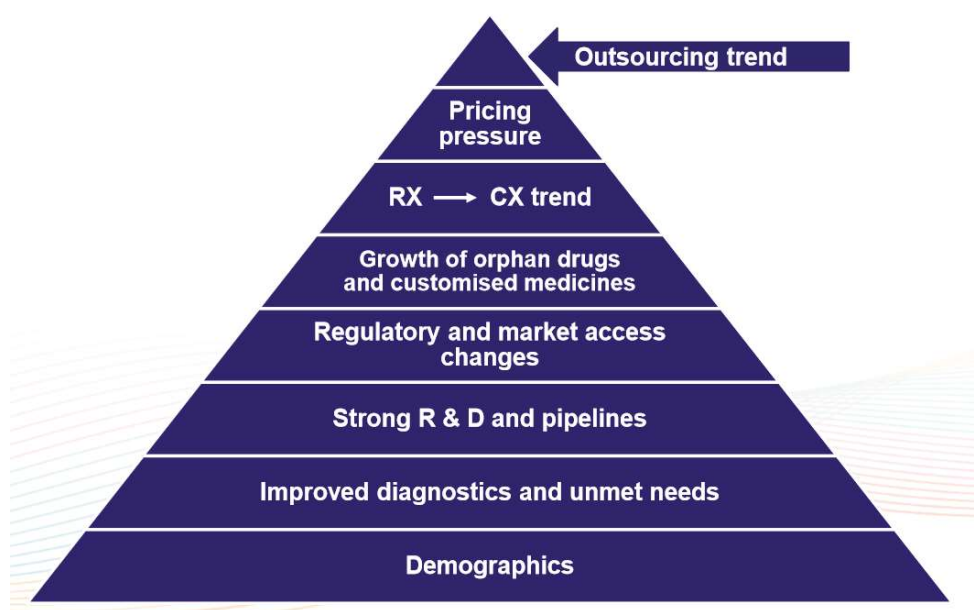
- £104.8m of net revenue (2017: £102.5m)
- £12.2m headline profit before tax (2017: £11.4m)
- c. 970 professionals
- 4% constant currency like-for-like net revenue growth and 12% operating profit growth in Cello Health division
- Headline earnings per share growth of 13.7%
- Net funds £6.3m; strong cash flows, and low earn out obligations
- Growing dividend, up 10.0%, 13th year of uninterrupted growth
- Big Pharma client base, with growing biotech and devices exposure under the Cello Health brand
- Growing healthcare client base under the Signal brand
- MSAs with 24 of the top 25* pharmaceutical companies - good visibility
- Change of name in the period to Cello Health plc
- New Non-Executive Directors reflect deeper health focus and experience of professional services

Cello health voksede ca. 4,3 % like for like i 2018. Dette er en fortsættelse af de gode trends selskabet har vist i de foregående år.

Cello har hævet deres udbytte med 10 % i forhold til sidste år. Det er det 13 år i træk med voksende udbyttebetalinger.

De fortæller om, at 2019 er startet godt og de har en god pipeline og ordrebeholdning gående ind i det nye år.

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



Ovenfor er vist de dynamikker, der påvirker Cellos vækst. Alle disse forhold er med til at skabe en god markedssituation for Cello i fremtiden.

	2018	2017	%
Reported basic earnings per share	6.27p	4.09p	↑53.3%
Headline basic earnings per share	9.02p	7.93p	↑13.7%
Net funds	£6.3m	£1.6m	
Full year dividend*	3.85p	3.50p	↑10.0%
Net revenue	£104.8m	£102.5m	↑2.3%
Like-for-like constant currency growth			↑1.4%
Group headline profit before tax	£12.2m	£11.4m	↑6.4%
Reported profit before tax	£8.4m	£5.8m	↑44.7%
Headline Group operating margin	12.0%	11.6%	

Vi ser Cello som en meget stabil aktie at have i porteføljen. Da selskabet ingen gæld har og betaler et voksende udbytte hvert år ved man, hvad man får. Ved den nuværende værdiansættelse på 14 gange indtjeningen og 3-4 % udbytteyield ser Cello stadig attraktiv ud.

Vi har i starten af 2019 valgt at sælge alle vores aktier i Cello som følge af:

- 1) en stigende aktiekurs der har gjort værdiansættelsen mere fair
- 2) Stigende usikkerhed for Brexit mv.
- 3) Et 2018 regnskab der var ok, men marginalt svagere end vi havde forventet.

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

System1 Group

SYS1 er vores mindste investering pt. Vi tjente mange penge på SYS1 i 2016 da aktien steg fra 400p til 1.000p. Vi solgte nogle aktier undervejs og udvandede positionen, hvilket gav gode afkast. Fra midt 2017 til slut 2018 faldt aktien til 200p. Det var et voldsomt faldt, der blev udløst af faldende omsætning og faldende marginer.

SYS1 har reageret på denne udvikling ved først at skære omkostningerne til for at bringe marginerne tilbage. Dette er lykkedes, og de er nu på et højt niveau igen. Nu handler det for selskabet om igen at skabe positiv omsætningsvækst og derfra accelerere denne.

SYS1 har foretaget ændringer i deres produktsetup og prisfastsætning. Dette har betydet positiv vækst igen i nogle af produkter og resten forventes at komme. Samtidig har SYS1 udviklet et nyt AD Rating system der skal sælges som SAAS fra midt 2019. Produktet er pt. i testmode.

Da SYS1 har regnskabsår der slutter 31/3 har de ikke aflagt dette endnu.

Vi vil opdatere på udviklingen ved en senere lejlighed.

Where Food Comes From

Vi introducerede WFCF som en ny aktie i porteføljen henover efteråret. Vi skrev en detaljeret analyse af WFCF, som vi udgav sammen med vores Q4 nyhedsbrev. Vi har aldrig før set så lille et selskab med så stærkt en markedsposition i så attraktiv en branche. Det gør selvfølgelig også, at værdiansættelsen er høj, men vi mener alligevel, at aktien er markant undervurderet.

WFCF har sidenhen rapporteret Q4 tal:

Full Year Highlights – 2018 vs. 2017

- Revenue up 15% to \$17.8 million from \$15.4 million
- Net income attributable to WFCF up 463% to \$800,700 from \$142,300
- Adjusted EBITDA up 51% to \$2.3 million from \$1.6 million
- Company generates \$1.2 million in cash from operations, up 76% from \$0.7 million

Som det kan ses ovenfor fortsatte WFCF med at performe flot igennem hele 2018. Omsætningen steg med 15 %, EBITDA steg med 51 % og cash flow med 76 %. WFCF har i 2018 prioriteret deres indtjening og margin en del, fordi markedet havde mistillid til at disse ville kunne øges igen efter flere år med opkøb. WFCF har virkelig vist dette. Vi forventer deres fokus igen vil være på at accelerere omsætningen via investeringer i primært SureHarvest og deres teknologi, men i virkeligheden over alle deres produkter.

Der er ekstremt mange ting, der går WFCF's vej i øjeblikket. Deres progressive beef samarbejde har både Wendy og Tyson i fulde omdrejninger på at købe sustainable beef. Kina øger konstant importen af kød fra USA, hvilket stiller store krav til deres registreringer.

Folk vil i højere grad vide, hvad de putter i munden. Det er en trend, vi ikke kan se stoppe og WFCF lever højt på dette.

Nilorngruppen

Nilorngruppen er vores svenske producent af mærkater og labels til tøjindustrien. Nilorn havde i 2018 endnu et godt år. De nåede deres salgsmål om +7 % vækst. Deres marginer faldt dog lidt som følge af nogle lagernedskrivninger og prispres. Vi tror, at de er over det værste her og kan holde stabile marginer fremadrettet. Samtidig med at de betaler et flot udbytte på +5 %.

QUARTERLY COMPARISON - Sales

Q2 and Q4 are historically the strongest revenue quarters



Nilorn har over de sidste 5 år vist en fremragende udvikling på både deres salg og profitmarginer. Marginer steg markant fra 2014 til 2017, men faldt så lidt igen i 2018.

5 years sales and profit development, MKR



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

Nilorn strives for sustainable and profitable growth.

- Revenue growth in excess of 7 percent
- Operating margin of at least 10 percent
- Net debt should not exceed 2 * EBITDA

Result 2018-12

- Revenue growth of 7 percent
- Operating margin 12 percent

Result 2017-12

- Revenue growth of 13 percent
- Operating margin 12 percent

Result 2016-12

- Revenue growth of 16 percent
- Operating margin 12 percent

Nilörngruppen's goal is that 60-90 percent of profit after tax to be distributed



Nilorn har en langsigtet målsætning om at vokse med mindst 7 % om året samtidig med, at de betaler størstedelen af deres overskud som udbytte. I dag er udbyttet ca. 5,5 %. Hvis man som investor får +7 % i vækst oveni dette har man et rigtig godt afkast.

Nilörngruppen handles til kun 10-11 i P/E multipl. Det er derfor en typisk valueaktie med en god risk/reward

North Media

North Media havde et gennembrudsår i 2018. Det var det første hele år siden PostNord gik ud af markedet for adresseløse forsendelser. Dette har kunnet ses på regnskabet i North Media. Omsætning og indtjeningsudvikling i 2018 samt forventningerne til 2019 kan ses nedenfor:

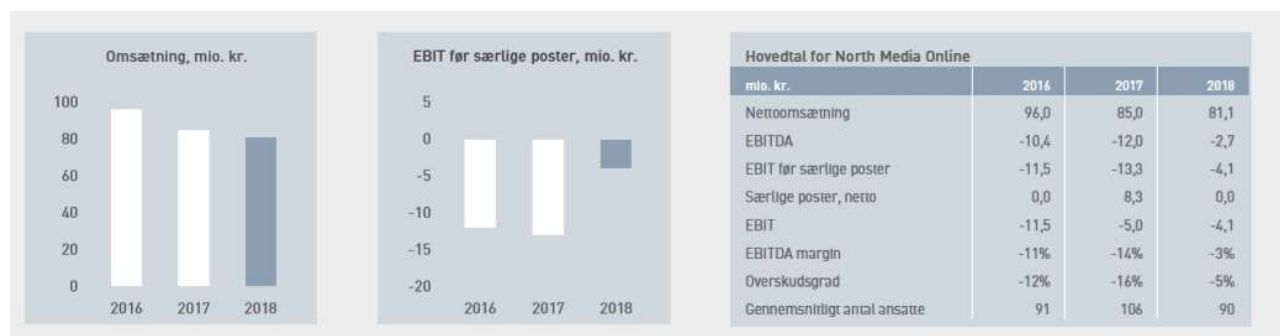
Koncernens forventninger til 2019

I 2019 forventes en flad omsætnings- og resultatudvikling for North Media koncernen. FK Distribution vil fortsat levere hovedparten af overskuddet. I 2019 forventes også North Media Online at få positiv driftsindtjening.



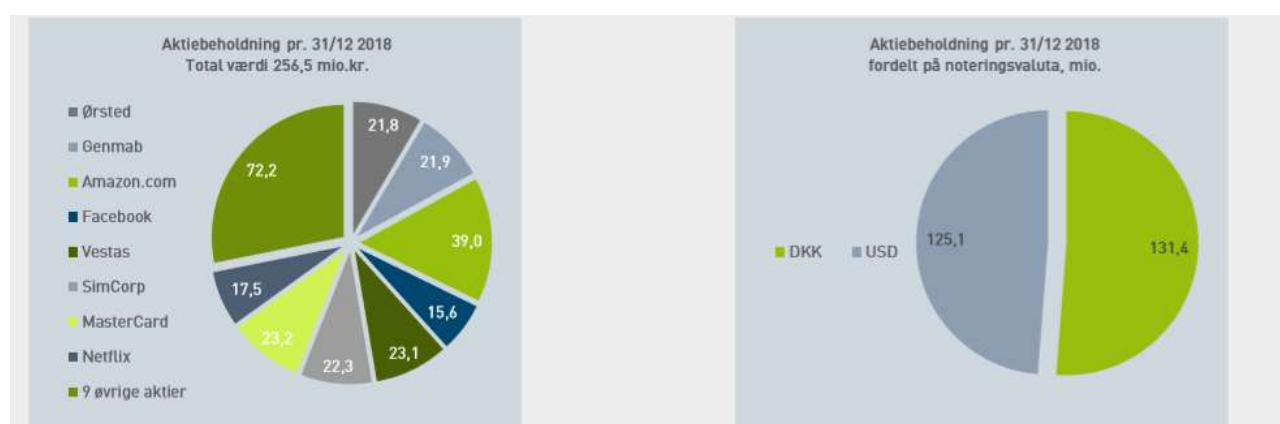
Vi mener, North Media fortsat er konservative i deres 2019 forventninger. Vores estimater er for en EBIT i niveauet 150 mio. kr. Det vil værdiansætte North Media til en P/E på 6 og en P/E på 4 justeret for kontanter og værdipapirer. Uanset at North Media ikke opererer i den mest sexede branche med de bedste fremtidsudsigter er dette stadig ALT for billigt.

North Media Online kan give overskud i 2019!



Dette er lidt af en milepæl. North Media Online har tabt over 500 millioner siden man startede dette foretagende for 20 år siden. Det har aldrig givet overskud før nu (der var overskud i andet halvår 2018). Grunden hertil er, at man fokuserer mere og mere på sine kerneområder. Man lukkede sin håndværkerportal i 2017 og man har skåret sin jobportal ned. Man taber stadig penge på job, men den stærke markedsposition indenfor lejeboliger mere end opvejer dette. Det er stadig vores håb, at North Media fuldt ud opgiver indsatsen indenfor job og i stedet fokuserer 100 % på lejeboliger, som er styrkeområdet.

Indenfor Bekey og Aviserne er markedsudsigterne stadig udfordrende. North Media skærer dog løbende til og holder omkostningerne nede, hvilket minimerer underskuddene her.



North Media har stadig en større værdipapirbeholdning. De tjente dog penge herpå i 2018 (i modsætning til Symmetry) via investeringer i store amerikanske IT-giganter samt større danske selskaber. Vi ville hellere have de udloddede alle pengene, men når de nu skal investere i aktier, så er vi glade for det er i sådanne selskaber, som vi har stor tiltro til.

En anden vigtig faktor for North Media er, at de igen er begyndt at sende betydelige mængder kapital tilbage til aktionærerne. Et udbytte på 3 kr. pr. aktie samt et aktietilbagekøbsprogram oveni gør det meget attraktivt at være aktionær i North Media.

Note AB

Det svenske selskab Note AB er et af de mest undervurdere selskaber, vi længe har opdaget. Fordi der ikke er nogle analytikere, der følger selskabet, samtidig med at der sidste år var en venturefond, som solgte en aktieposition i selskabet har aktien været alt for lavt værdiansat over en lang periode. Vi mener, det kun er et spørgsmål om tid før NOTE aktien springer i vejret.

Flerårsöversikt för koncernen

MSEK	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Nettoomsättning	1 378,6	1 175,7	1 098,1	1 121,5	964,0	907,0
Bruttomarginal	12,5%	11,9%	12,0%	10,9%	10,6%	8,0%
Rörelsemarginal	6,1%	7,9%	5,5%	4,0%	3,3%	1,0%
Vinstmarginal	5,7%	7,6%	5,0%	3,5%	3,0%	0,1%
Kassaflöde efter investeringsverksamhet	-76,0	69,7	40,9	5,2	2,5	-2,0
Kassaflöde per aktie, SEK	-2,63	2,41	1,42	0,18	0,09	-0,07
Eget kapital per aktie, SEK	13,29	12,79	11,01	9,94	9,36	8,25
Räntabilitet på operativt kapital	17,8%	24,2%	16,1%	12,9%	10,1%	3,1%
Räntabilitet på eget kapital	17,1%	21,0%	14,9%	12,4%	9,7%	0,3%
Soliditet	39,8%	48,8%	45,8%	43,3%	44,1%	44,0%
Genomsnittligt antal anställda	980	912	987	940	893	847
Nettoomsättning per anställd, TSEK	1 407	1 289	1 113	1 193	1 080	1 071

5

Note havde et fantastisk år i 2018. Hvis man ser på selskabets marginal ovenfor kan man blive lidt forvirret. Der var dog en ekstraordinær indtægt i 2017 og en ekstraordinær udgift i 2018. Det gør, at den justerede EBIT-marginal (rørelsemarginal på svensk) faktisk steg fra 6,6 til 6,7 %.

NOTE voksede i 2018 17,3 % i forhold til 2017. ca. 15 % af dette var organisk vækst, mens resten kom fra valuta og opkøb. NOTE lavede i slutningen af 2018 et meget attraktivt opkøb i England, som vil være med til at øge omsætningen og indtjeningen markant i 2019.

Note formåede samtidig at hæve bruttomarginalen til 12,5 % i 2018. Det højeste i 7 år. Note rapporterede samtidig at ordrebogen var 22 % højere ved slutningen af 2018 sammenlignet med 2017. NOTE er klar til et rigtig godt 2019 også.

Det bedste ved NOTE er dog den lave værdiansættelse. NOTE handles til en P/E på kun 7-8. Vi ser Note som en potentiel ny SP Group. Hvis folk ikke kan huske udviklingen hos SP Group bør man se aktiekursen de sidste 10 år. NOTE har flere muligheder for lave samme nummer indenfor deres industri. Ved at have høj organisk vækst og marginforbedringer har de klare muligheder. Oveni har de evnen og kapitalen til at lave billige små komplementerende opkøb. Dette kan ende med at blive en rigtig spændende historie over de kommende år.

⁵ NOTE AB Q4 2018 rapport

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

Piteco

Italienske Piteco er Symmetrys største investering. Og det er der en grund til. Selskabet handles til discountpris. Dette på trods af de pt. performer på alle parametre. Selskabets hovedejers og bestyrelsesformand Marco Podini har en vision om at skabe et ledende softwaresekskab indenfor finansiel treasury, payment og finansiel styring til især finansindustrien. Podini familien er ejere af det italienske softwarekonglomerat Dedagroup. Dedagroup ejer 55 % af Piteco. Herudover ejer Marco Podini yderligere ca. 10 %, hvilket betyder, at Podini familien ejer ca. 65 % af selskabet. Det sikrer en stabil ejerstruktur og en bestyrelsesformand, der er fuldt committet til at udvikle Piteco bedst muligt.

Vi vil udsende en opdateret analyse af Piteco over de kommende uger på både dansk og engelsk. Vi kan også anbefale analytikeren SFO SIM, der dækker aktien her:

<https://www.pitecolab.it/shared/UserFiles/file/Coperture%20Analisti/Piteco%20FY-18%20Results.pdf>

Grundlæggende er det et sekskab bestående af 3 fantastiske forretninger med høj vedvarende omsætning, der vokser 5-15 % årligt og handles til en P/E på 10-11 stykker.

Vi har indsat udklip fra deres 2018 regnskab nedenfor:

PITECO GROUP APPROVES CONSOLIDATED RESULTS FOR FY2018: REVENUES +19%, EBITDA +28%, EBITDA Margin 41%

- **Revenues:** € 20.2 million, +19% (FY2017: € 17.0 million)
- **EBITDA:** € 8.3 million, +28% (FY2017: € 6.5 million); *EBITDA margin 41% (38% FY2017)*
- **Net Profit:** € 5.3 million, +56% (FY2017: € 3.4 million), 26% of revenues
- **Operating Cash Flow:** € 6.2 million, (32% of Net Revenues and 75% of EBITDA)
- **Net Financial Position:** € 15.3 million (FY2017: € 6.5 million)
- **Net Financial Position with Put Option:** € 26.8 million (FY2017: € 9.0 million)
- **Proposed dividend of € 0.15 p.a. (59% payout ratio) with a yield of 3.6%**

Som det kan ses performer Piteco på alle områder i øjeblikket. Omsætning op med 19 %, EBITDA op med 28 % og 56 %. Udbyttet alene giver over 3 % i afkast. Vi er glade langsigtede ejere af Piteco. Symmetry ejer ca. 1,5 % af hele sekskabet og 5 % af free float.

Cambria Automotive

Cambria Automotive har skævt regnskabsår, der slutter i august. Selskabets seneste tradingupdate er positiv og fortæller om en forretning, der vokser både totalt og like for like i forhold til året før. Vores investeringscase i Cambria kan sammenfattes med en investering i Mark Lavery og dennes evne til at allokere kapital indenfor segmentet optimalt.

Man siger ofte at billeder/tabeller siger mere end ord, så lad os illustrere Cambrias fantastiske historik nedenfor:

	7/8	8/9	9/10	10/11	11/12	12/13	13/14	14/15	15/16	16/17
NAV per share	10	12,1	14,1	16,0	19,5	21,5	24,6	28,3	33,7	42,1
Earnings per share	2,1	2,0	2,0	3,5	2,3	3,5	4,2	6,0	9,3	9,2
Dividend	0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,3	-0,5	-0,6	-0,8	-0,9
End NAV per share	12,1	14,1	16,0	19,5	21,5	24,6	28,3	33,7	42,1	50,4
ROE	21,00%	16,12%	13,84%	21,63%	12,00%	16,22%	16,84%	21,31%	27,48%	21,79%
# of shares	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100
Net cash (debt)	0	-4,2	-3,2	-1,3	-0,2	3,1	-4,6	1	0,4	6,1

Cambria blev stiftet med 10 mio. £ i kapital for 10 år siden. Denne kapital forrentede de med 2,1 mio. 10 år senere har de, på trods af små udbytter undervejs vokset deres egenkapital til over 50 mio. £ og indtjeningen til over 9 mio. £. Dette svarer til en gennemsnitlig forrentning af egenkapitalen på 19 % om året.

Indtjeningen i 17/18 og 18/19 er lavere på omkring 7-8 GBP pr. aktie. Fra 19/20 og frem forventer vi igen markant stigende indtjening. Den engelske bilindustri har siden brexitafstemningen været i afmatning. Cambria har som det rigtige udnyttet dette til at få nye brands ind og investere massivt i deres dealerships.

Overall, the Group's aftersales operations delivered a good performance, with revenue increasing by 6.67% (like-for-like up 2.6%), gross profit up 4.3% year on year (like-for-like up 2.1%) and aftersales contribution up 9.7% (like-for-like up 7.0%).

Outlook

Whilst challenges remain given the ongoing uncertainty around Brexit and the terms of the UK's departure from the EU, the Group's ongoing franchising and property development activities have enhanced Cambria's excellent dealership portfolio mix and the changes made in the prior year have further benefitted the Group. These new businesses are still in their infancy, though as they mature, their potential is exciting.

The Group will announce its Interim Results for the six months to 28 February 2019 on 9 May 2019.

..Ende..

Cambria har en meget stabil aftersales/serviceforretning der vokser år efter år. Selvom salget af især nye biler og til dels brugte biler svinger fra år til år, skal man huske, at aftersales er ca. 40 % af indtjeningen.

Med Venlig Hilsen

Andreas Aaen

Partner- CEO