

SYMMETRY INVEST A/S



MÅNEDSRAPPORT

AUGUST 2019

Resultat:

Indre værdi pr. aktie er i måneden faldet fra 23,33 kr. til **21,665 kr.** svarende til et afkast på -7,14 %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	-0,9	-12,8	1,9	0,3	-27,7	75,2
FY19	7,3	6,4	4,5	4,5	-2,4	6,3	0,5	-7,1					20,7	77,0

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	2019	Total	IRR
Symmetry	-7,1%	20,7%	170,1%	16,5%
MSCI ACWI	-2,2%	12,9%	54,3%	6,9%
Stoxx 600	-1,6%	12,4%	31,8%	4,3%

Om afkastet:

- August blev den første måned i år hvor vi oplevede markant negative afkast. Som vi har sagt flere gange svinger vores afkast en del fra dag til dag og måned til måned. Som vi altid siger uanset om det går godt eller dårligt skal man ikke fokusere for meget på afkastet i en enkelt måned. Som vi vil illustrere lidt senere var det stort set de sidste 10 dage der gav os den negative udvikling i måneden. Det kan vende ligeså hurtigt igen.
- Vi havde en enkelt aktie der trak vores samlede afkast voldsomt ned. Vi forklarer lidt mere herom senere.
- Vi er stadig langt foran markedet i år samt siden stiftelsen.
- Vores portefølje er meget billig værdiansat pt. efter faldet i august. Jeg mener derfor det vil være et oplagt tidspunkt at skyde yderligere midler ind i Symmetry.

FAKTA OM SYMMETRY INVEST A/S

CVR: 35056467

Selskabets valuta: DKK

Stiftet: 1. marts 2013

Indre værdi: 23,33

Asset under management: 68,8 mio.

KONTAKT

Symmetry Invest A/S

Skelbakken 63, 9320 Hjøllerup

www.symmetry.dk

aa@symmetry.dk

¹ Afkast efter fee og omkostninger før skat

Tabel: Markedseksponering

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

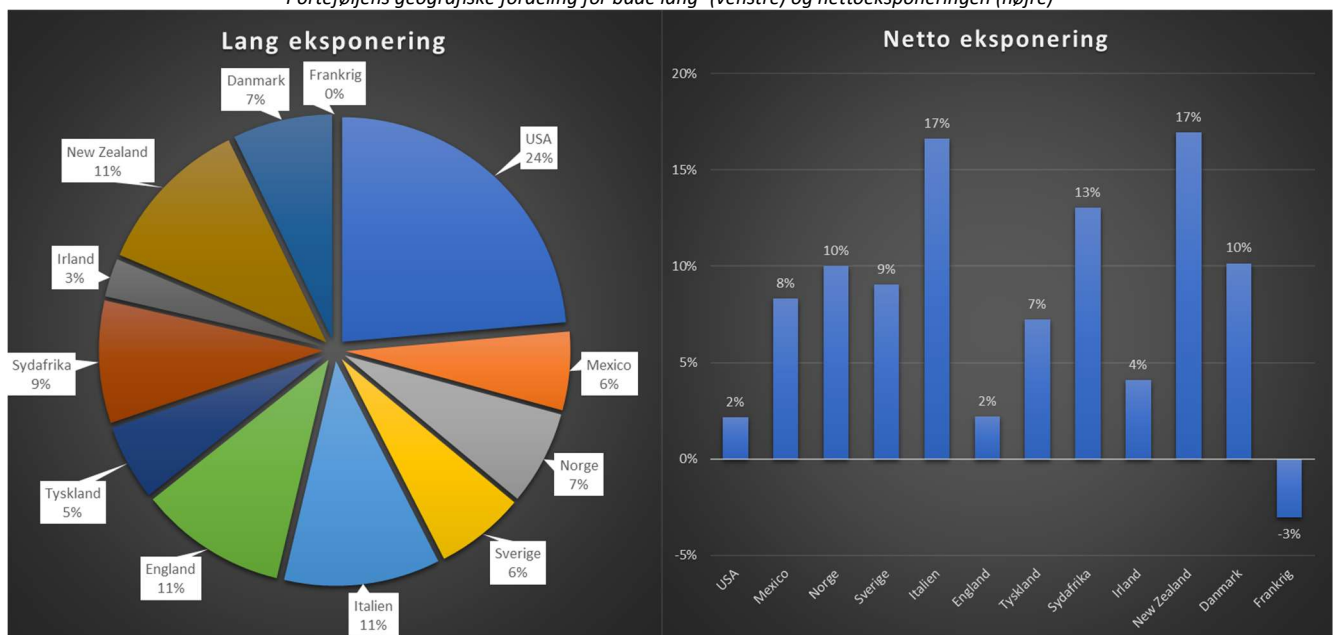
Exposure (%)	Jan	Feb	Mar	Apr	Maj	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dec
Long	135	122	125	119	128	129	127	134				
Short	-46	-44	-47	-50	-53	-50	-58	-55				
Net	89	78	78	69	75	79	69	79				

Vi har øget nogle long positioner samt lukket nogle short henover måneden.

Vores portefølje fordeler sig geografisk 31. august således:

Figur: Geografisk fordeling

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


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 #	20	19	18	18	18	18	17	18				
Avg. Size (%)	6,8%	6,6%	7,0%	6,8%	7,1%	7,2%	7,6%	7,4%				
Short #	28	29	32	32	35	34	36	35				
Avg. Size (%)	1,6%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,5%	1,7%	1,6%				

Vi har købt en enkelt ny lang position i august måned.

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	7,32	5,76	4,32	5,15	-3,34	5,01	1,30	-7,23				
Short return	-4,53	-0,88	-1,37	-2,84	4,08	0,13	-1,51	5,10				
L/S Alpha	2,62	4,88	2,95	2,31	0,74	5,14	-0,21	-2,14				
Long Alpha	0,03	2,85	2,99	1,69	2,76	-0,59	0,49	-5,03				
Short Alpha	2,59	2,03	-0,04	0,62	-2,02	5,73	-0,70	2,90				

Vores dårlige afkast i August kom udelukkende fra lang siden hvor vores portefølje tabte ca. 7 %, hvilket skal sammenlignes med markedet som kun faldt ca. 2 %.

Vi havde endnu en rigtig god måned på short siden hvor vi tjente mere end 5 %, hvilket næsten var 3 % mere end markedet. Vores short positioner ÅTD er nu kun i et marginalt minus, hvilket skal sammenlignes med at markedet er oppe med 13 %. Vores alpha på short siden er nu 2-cifret for de første 8 måneder af i år.

Som nævnt tidligere svinger vores afkast en del over kortere tidsperioder. Det er derfor jeg altid undertreger hvor vigtigt det er ikke at fokusere på en enkelt måned eller et enkelt år for den dags skyld. Nedenfor er vist et eksempel på dette:

	Symmetry	MSCI	Diff	Delta
13-aug	-3,9%	-4,80%	0,89%	
22-aug	-4,8%	-4,30%	-0,48%	-1,37%
31-aug	-7,10%	-2,20%	-4,90%	-4,42%

Som det kan ses var markedet den 13/8 ca. midtvejs i måneden faldet 4,8 %. På dette tidspunkt var Symmetry kun faldet 3,9 % og var dermed foran markedet da det så aller værst ud. 9 dage senere den 22/8 er vi et halvt procentpoint dårligere end markedet. 9 dage senere er vi så faldet yderligere mens markedet har reboundet en del. Der er en negativ delta til markedet på ca. 4,4 % på kun 9 dage. Nogle vil sige det er meget risikofyldt at have store udsving. Jeg vil gerne understrege tydeligt at det ikke er tilfældet. Volatilitet og risiko har intet med hinanden at gøre. Hvis man gerne som Symmetry vil slå markedet markant over tid må man også være klar til at få afkast som varierer meget ifht. til markedet. Til begge sider. Som det også kan ses ovenfor klarede vi det faktisk bedre end markedet den 13/8 da det så dårligst ud for det generelle marked. Vores portefølje er altså ikke ekstra følsom overfor faldende markeder.

Vi har skrevet lidt mere omkring GiG på næste side som var den klart største taber i august og et selskab vi ser helt enorm upside i pt.

Med venlig hilsen

Andreas Aaen

Opdatering på Gaming Innovation Group (GiG):

GiG var den største taber i porteføljen i august måned og har været den største taber i år. Vi ville derfor lige starte med at fortælle hvordan vi har ageret i aktien over de sidste 12 måneder. Vi har kigget på GiG over mange år men begyndte at bygge en mindre position i aktien henover sommeren 2018 omkring 30-50 EUR. Da selskabet kom med et dårligt Q3 regnskab i november 2018 valgte vi at sælge det meste af vores position omkring 25 NOK ca. Vi havde i starten af 2019 kun en meget lille position. Dette viste sig at være rigtig da aktien faldt 50 % ned til 11-13 NOK. På det punkt syntes vi at aktien så interessant ud igen og begyndte derfor langsomt at købe op. Da selskabet kom med et godt Q1 2019 regnskab samt annoncerede en stor samarbejdsaftale med New Zealands største casino - Sky City - syntes vi det langsigtede potentiale så vildt godt ud.

Da GiG kom med Q2 regnskab i midten af august faldt aktien fra 11 til ca. 10 NOK. Det var efter vores mening en fair reaktion på et regnskab der var marginalt under forventningerne, men på ingen måde katastrofalt. Herunder forklarede ledelsen om positive udsigter for resten af året.

Det der efterfølgende skete var at aktien over 5 dage fra 22 til 28 august faldt yderligere 20 % fra 10 NOK til 8 NOK. Dette på trods af nogle pæne insiderindkøb fra bestyrelsen. Det vi har kunnet "høre" rundt omkring er at der har været en stor "forced seller" som har været tvunget til at dumpe sine aktier hurtigt uden hensyn til kursen.

Sådanne situationer har vi oplevet flere gange. Symmetry kan ikke styre hvad andre investorer gør i markedet. Et andet eksempel er Cello Group som i oktober/november sidste år faldt kraftigt fordi en stor investor ville ud. Aktien reboundede hurtigt da denne var færdig.

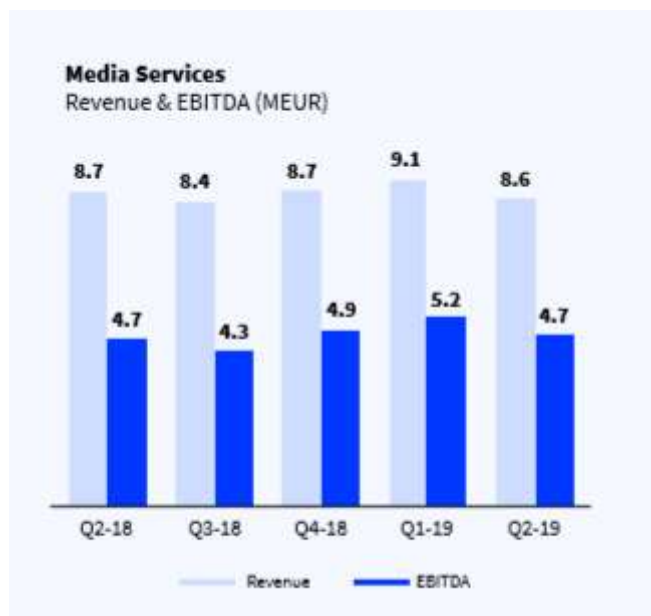
Vi syntes situation minder meget godt om XL Media. XLM kom med en nedjustering sidste år hvor aktien faldt fra 180 til 120. Vi solgte vores aktier der. Efterfølgende faldt aktien fra 120 til <50 GBP hvor den svenske Robur Fund solgte alle sine aktier. Her bestemte vi at aktien var så billig at vi skulle købe op igen. Efterfølgende er aktien steget +60 % op til kurs 80 hvor vi har solgt vores XLM-aktier.

Vi syntes situationen i GiG minder meget herom. Et selskab som underliggende har præsenteret fornuftige resultater, har skabt et setup der ser stærkt ud for fremtiden og en aktie som er trykket helt i bund. Vi kan sagtens se GiG levere +100 % afkast på meget kort tid og 1.000 % indenfor en årrække fra nuværende niveau.

Q2 2019:

Hvis man dykker ned i Q2 tallene fra GiG kan man se at det faktisk var fornuftige tal, også selvom de kom ind lidt under vores forventninger.

Den pt. væsentligste forretning er deres Media segment som står for al deres indtjening:

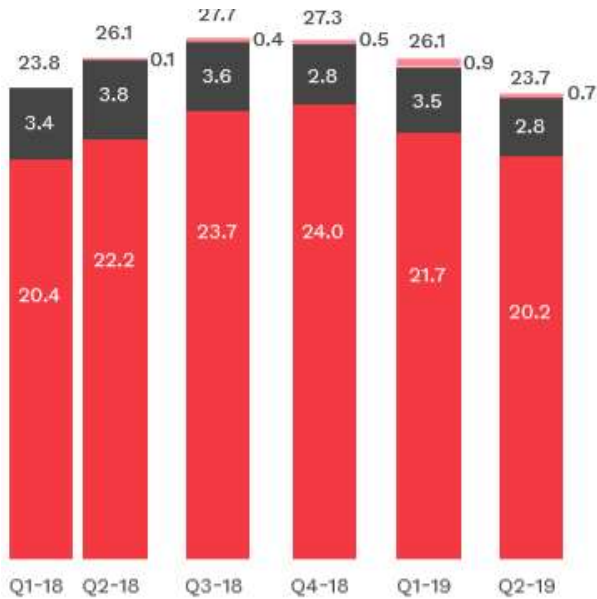


Som det kan ses har Media forretningen for GiG været pænt stabil over de sidste 5 kvartaler. Man havde ny ATH i Q1 2019. I Q2 var man påvirket lidt negativt af en lav casino-margin der påvirker rev-sharedelen. Samtidig er Q2 normalt det dårligste kvartal. Man skal også huske at disse tal i 2019 inkludere skatten fra Sverige + lavere player value som er absorberet i GIG Medias tal. I den henseende syntes vi GiG Media fortsætter med at gøre det godt. Deres ledende sites har voksende trafik og NDC. De ansætter løbende nye folk og forventer at kunne vokse Media i takt med markedets 5-8 % organisk fremover.

Hvis man sammenligner lidt med nogle af konkurrenterne ser de sådan ud:



Better Collective vist ovenfor har været den klart bedste performer i branchen. De har haft en pæn vækst både organisk og via M&A og viser at deres fokus på sport og organisk vækst har været rigtig god.

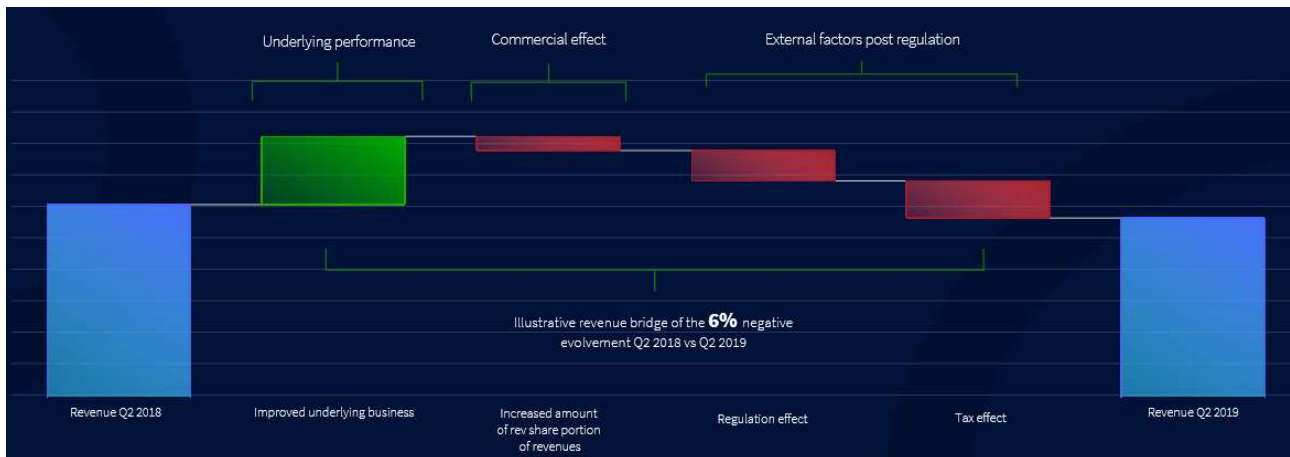


Ovenfor er vist Catena Media til venstre og Net Gaming Group til højre. Som det kan ses har de begge haft faldende omsætning flere kvartaler i træk nu og pænt store fald YoY på 10-20 %.

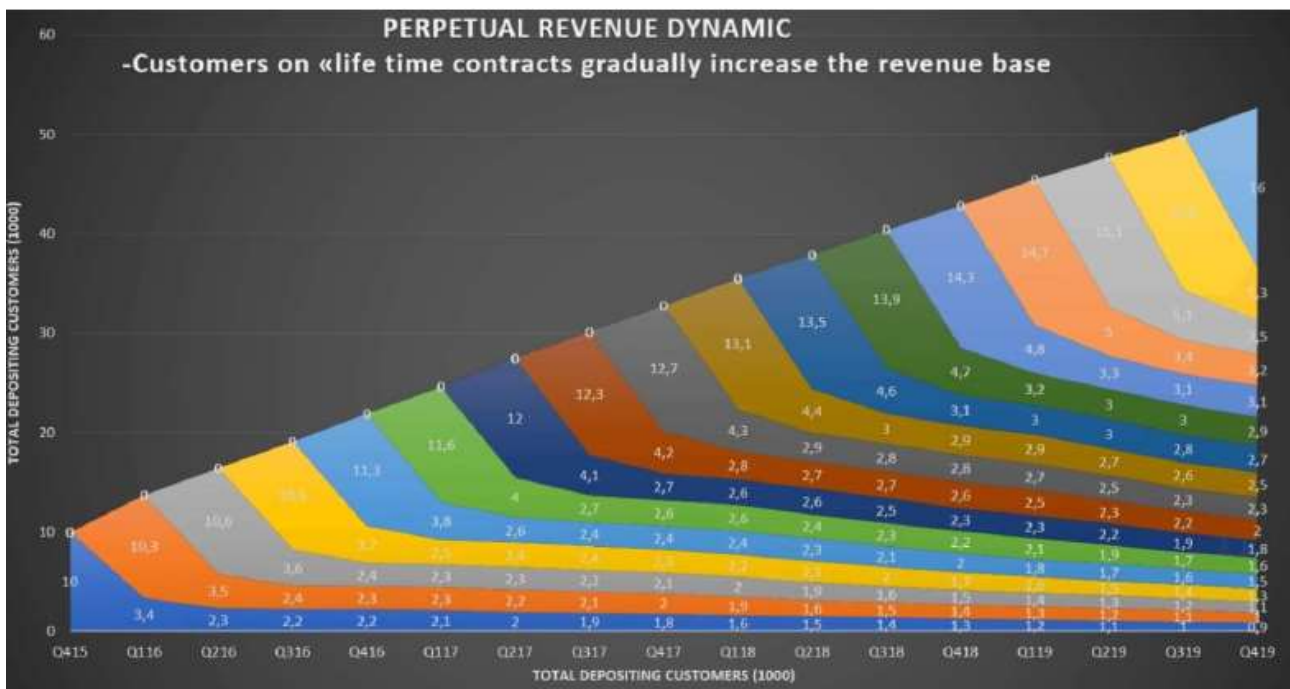


Den sidste vi vil fremhæve er Raketechnik ovenfor. Den viser samme trend med faldende omsætning to kvartaler i træk og negativ vækst YoY. Dette på trods af en del opkøb i perioden, så organisk vækst er endnu dårligere.

Alt i alt syntes vi faktisk at GiG media har performet flot hvis man ser på det underliggende marked og hvad konkurrenterne har formået at levere.



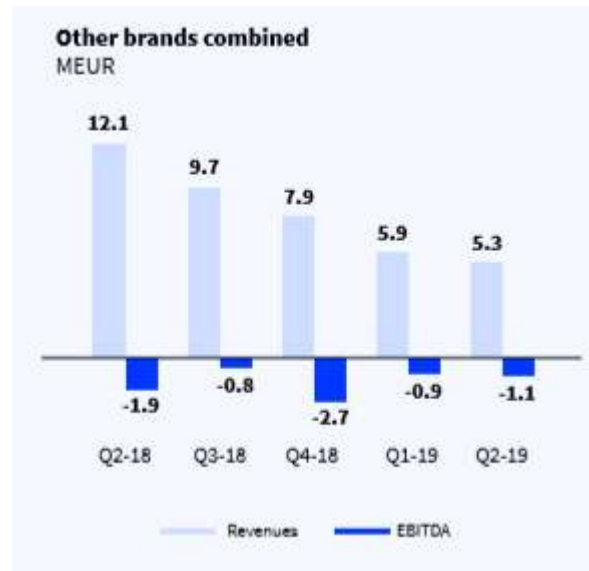
Raketech havde ovenstående chart i deres Q2 rapport som vi syntes er værd at notere sig. Som Raketech viser har en stor del af deres fald i YoY var relateret til en engangseffekt i Sverige pga. regulering og tax. Resten af forretningen viser pæn vækst. Det samme vil gøre sig gældende for GiG. Når vi kommer ind i 2020 vil Sverige tallene være fuldt rullet igennem.



Det er værd at huske hvordan revshare normalt ser ud. Media sites dirigerer trafik videre. I starten er der en del frafald pga. "churn" og "bonus-spillere" som ruller igennem. Men jo længere tid der går dets højere retention er der på de forskellige NDC cohorts. Det er også det vi forventer vil fortsætte. Det der rammer tallene nu i 2019 er at de eksisterende Cohort leverer lavere omsætning pga. skat og regulering i Sverige. Men den underliggende NDC-base er der stadig og vil fortsætte med at vokste.

GiG B2C:

Det næste segment er GiG's operatørudel. Denne kan deles op i to segmenter. Det ene er Rizk.com og øvrige brands.



Hvis man ser på deres øvrige brand udover Rizk har de fortsat med at falde i omsætning og levere tab for GiG. Dette er en konstant hovedpine for investorerne og noget ledelsen skal tage sig af. Vi har som større aktionærer i selskabet også skubbet på her. Når det er sagt har de allerede taget initiativer. Man har lukket Betspin brandet ned i maj måned. Man har i august solgt Highroller brandet. Det er værd at bemærke at man fik 7 mio. EUR (10 % af nuværende markedsværdi) for highroller på trods af at brandet kun leverede en omsætning på 2-3 mio. EUR årligt. De resterende 3 brands i ovenstående er Guts, Thrills og Kaboo. Guts holder man langsigtet som et sportsbrand mens man leder efter løsninger til både Thrills og Kaboo. Vi forventer at man sælger begge brands over de næste 6 måneder også. Vi ser tendenser til at GiG sælger/lukker de underperformende brands og forventer ikke tab fra dette segment i 2020.



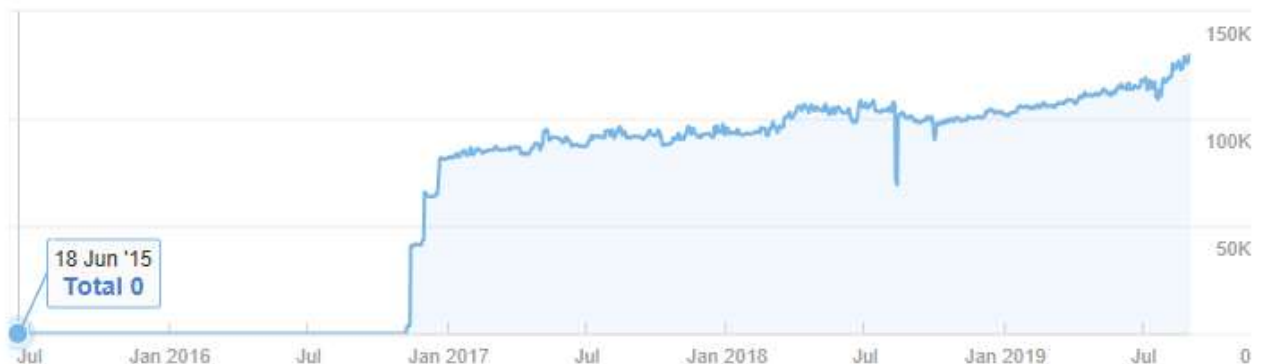
Hvis man ser lidt på GiGs topbrand Rizk.com performer det faktisk rigtig godt. Man voksede omsætningen med ca. 18 % YoY. Dette på trods af den negative effekt fra den svenske regulering. Igen skal man huske at der er sæsonvariationer hvor Q3 og især Q4 normalt er de bedste kvartaler mens Q2 normalt er det dårligste. Det er også værd at notere sig at Casino-marginen var ekstraordinært lav i Q2 på kun 3,3 % ifht. 3,7 % året før og ca. 3,6 % normalt. Havde den været på normal-niveau omkring 3,6 % havde omsætningen for Rizk været omkring 15,5 mio. EUR, hvilket ville have gjort det til det næste bedste kvartal nogensinde, på trods af nedgangen i Sverige.

Organic traffic 128,899 /month

All time

One year

Last 30 days



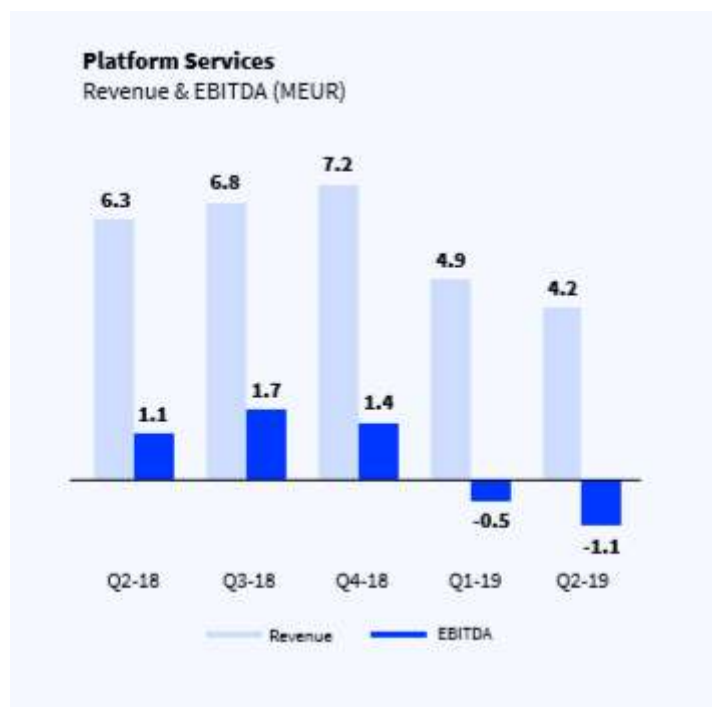
Den organiske trafik til Rizk.com har også været pænt stigende henover juli og især august måned, hvilket indikerer at Q3 kan vise fremgang igen ifht. Q2. Ledelsen har også bekræftet dette i Q2 rapporten at de forventer vækst i andet halvår.

Rizk åbner op i nye markeder såsom Spanien, Indien, Japan mv. Samtidig har de opbygget sig en pæn position i især Finland men til dels også Tyskland således de kan være klar til at indtage en god position inden regulering i disse lande.

GiG Core:

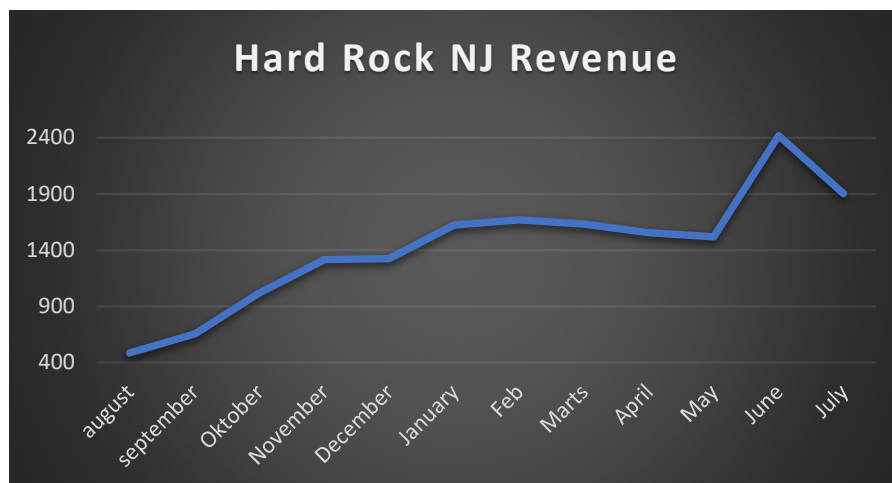
Det mest misforståede segment efter min mening er deres platform services. GiG er teknologileverandør af deres platform dvs. back-, middle og frontend til kunder indenfor især Casino men fremover også inden Sport.

Hvis man ser på tallene direkte ser de meget dårlige ud:



Vi mener dog man skal prøve at se tingene lidt i en længere kontekst her. GiG's erklærede mål er at blive "partner-of-choice" til store landbaserede casino operatører når de vælger at gå online. At bruge deres teknologi samt den viden de har fra selv at drive Media og B2C til at hjælpe disse store landbaserede spillere online. Historisk var GiG Core bygget meget op omkring små "white-label" brands der var generiske casino sider der ofte konkurrerede for de samme kunder og havde meget stor eksponering mod Sverige.

GiG lancerede i juni sidste år deres casino sammen med Hard Rock som den første store Tier1 spiller. Omsætningsudviklingen indtil videre har været lovende:



Denne omsætning er leveret stort set uden at bruge penge på markedsføring fra Hard Rocks side. I takt med at Hard Rock skalerer deres markedsføring op og går ind i nye stater forventer vi stigende vækst herfra fremover også. Iowa ser ud til at åbne online omkring oktober for Hard Rock og Indiana ligner slut 2020 for dem.

GiG annoncerede i maj en ny stor Tier1 aftale. Denne gang med Sky City Entertainment fra New Zealand. Sky City er med afstand den største landbaserede operatør i New Zealand med +50 % markedsandel samt med casinos i Australien også. Både New Zealand og Australien har snakket en del om regulering over de kommende 2-3 år. Sky City vil opbygge en stærk online position inden regulering i New Zealand og valgte GiG til at stå for dette.

Sky City køber ALT fra GiG. GiG skal drive hele citet fra Malta og stå for costumer support, marketing, CRM, compliance etc. Sky City vil betale GiG pænt herfor. Deres nye online casino blev lanceret den 8/8 og vil derfor begynde at bidrage med omsætning i Q3 og fuld effekt i Q4. Det tager selvfølgelig tid med at skalere op og skaffe brugerne, men med deres store position landbaseret samt store markedsføringsbudget forventer vi Sky City hurtigt vil tage en pæn online markedsandel i New Zealand og dermed betale pæne rev-share til GiG.

Når man ser på tallene for GiG Core for 2019 er det vigtigt at have i hovedet at GiG opsagde samarbejdet med deres klart største kunde ultimo januar 2019. Denne kunde stod for ca. 25-35 % af omsætningen i GiG Core. Hvorfor valgte man så at gøre dette? Det er vores opfattelse at denne kunde havde meget høj eksponering mod Australien og delvist New Zealand. Det Australske marked er meget gråt/sort pt. Vores opfattelse er at Sky City har haft det som krav at få eksklusivitet fra GiG i disse 2 markeder. Da GiG hellere vil have et partnerskab med Sky City som er den største spiller i New Zealand og et stærkt brand valgte man dette. Vi syntes det viser en stærk vilje fra selskabet til at fokusere på at få langsigtede stærke kunder i stedet for at fokusere på kortsigtet profit. Det skal dog nævnes at det er vores opfattelse af det baseret kilder indenfor branchen osv. Det er ikke noget vi har kunnet få bekræftet fra GiG som ikke officielt vil melde ud hvem den store kunde der stoppede var.

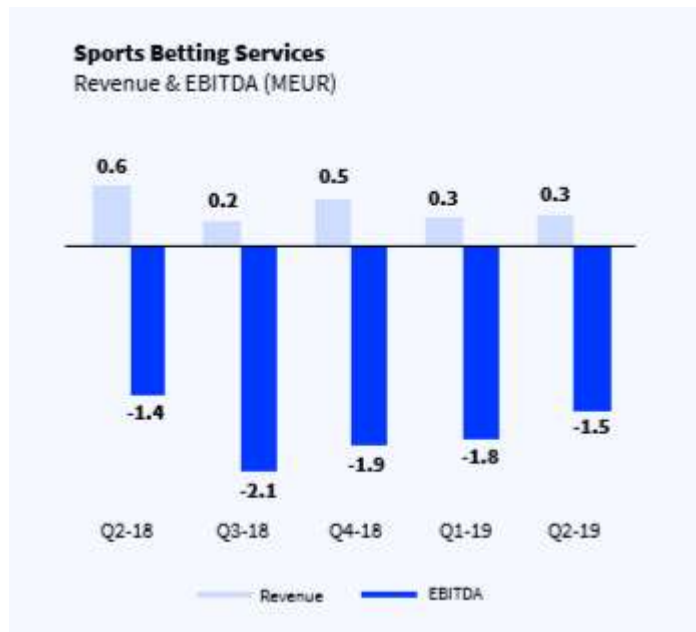
Det er dog værd at huske når man kigger på GiG Cores regnskaber. Den store kunde stoppede med at betale til GiG ultimo januar, men Sky City begynder først at bidrage fra midt august. Man har således været lidt i et "limbo" i mellemtiden.

GiG fortæller i deres rapport at den nu lukkede kunde udgjorde 2,2 ud af de 6,3 mio. i omsætning i 2018. væksten fra øvrige kunder var således positiv fra 4,1 til 4,2 YoY. Dette på trods af reguleringen i Sverige der har presset rev-share fees fra mange af operatørerne.

Med Sky City op fra August, Hard Rock der langsomt ekspanderer og vokser, Rizk der vokser samt nye lovende brands som LuckyDays og Dreamz forventer vi at Q2 2019 var bunden for GiG Core og at vi fremover vil se stigende omsætning og indtjening.

Dette var omsætnings siden. Hvis man i stedet ser på omkostningsdelen er den også ekstraordinært høj pt. på Core. Man har brugt de sidste 3-4 kvartaler på at færdiggøre sin nye Front-end "Wand" der blev lanceret med Sky City i August. Man færdiggør den nye backend dataplatform i Q4. Primo 2020 er det nye Core-system (middleware med API etc.) færdigt. Samtidig har man ca. 0,5 mio. EUR i kvartalet i udgifter til GiG Games som er selskabets in-house spiludviklingsselskab. Disse udgiftsføres sammen med Core og bidrager pt. ikke med indtægter. De vil enten i fremtiden give omsætning eller blive lukket ned.

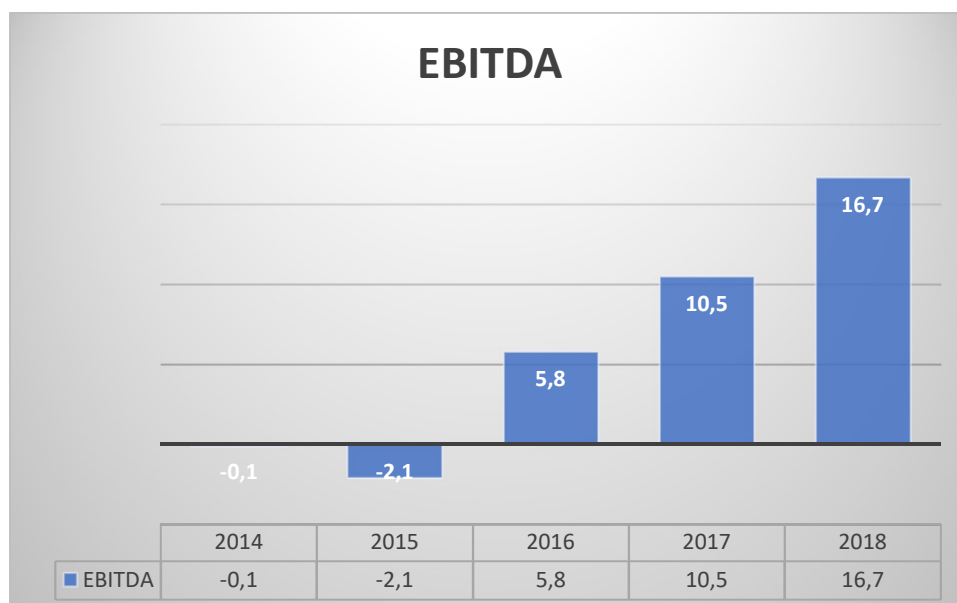
Man står altså med en spændende platform hvor man vinder gode kunder, men hvor omsætningen midlertidigt har været trykket ned samtidig med at omkostningerne er høje. Vi forventer dette normaliserer sig over de kommende kvartaler med flade omkostninger og stigende omsætning.



Den sidste del af GIG er deres sportsbetting-platform. Det er klart det segment vi er mindst optimistiske omkring. GiG mener selv de kan drive det profitabelt fra H1 2020. Vi er stadig mistroiske. GiG Sport er lanceret på 6 brands pt. inkluderende Guts, Rizk, Hard Rock, MetalCasino, 11.lv samt glhf.gg. Q2 er en lille måned for sport – så vi får at se de kommende kvartaler om Sport kan begynde at hæve sin omsætning og mindske underskuddet således profitabilitet kan komme næste år.

Vi er stadig ikke overbevist om at produktet er godt nok. GiG Sport har 40-50 udviklere tilknyttet. Et selskab som Kambi har +700 ansatte og SbTech det samme. Store spillere som Bet365 etc. har egenudviklet sportsbetting software. Vi har svært ved at se GiG skulle konkurrere på produktet her. Der hvor de kan have en fordel er at de kan sælge Sport som en samlet pakke sammen med platform, casino, marketing, front end, costumer support etc. til kunder som kun ønsker en leverandør.

En anden væsentlig ting at huske er at GiG samlet set altså leverer stigende indtjening år efter år. Selvom enkelte segmenter har kortsigtede udfordringer fortsætter GiG som helhed med at levere stigende EBITDA.



Når man ser på aktiekursen kan man godt få indtrykket af at det er et selskab hvis indtjening styrtdykker. Som vist ovenfor har det ikke været tilfældet.

Hvis man alene ser på 2019 har man de første 6 måneder leveret en EBITDA på 6,5 hvor man i samme periode 2018 leverede 6,0. Man har faktisk forbedret sig.

Hvad er GiG så værd?

Vi har vist nedenfor hvad vi mener de enkelte segmenter vil levere til GiG.

	2019	2020
GiG Media	20	21
Rizk	9	10
Non-core b2c	-3	0
GiG Core	2	9
GiG Games	-2	0
GiG Sport	-6	0
EBITDA	20	40

Som det kan ses har GiG en del segmenter der leverer godt og nogle segmenter som har underskud. Blot ved at bringe de dårlige segmenter på fode eller lukke dem vil GiG øge sin EBITDA markant. Vil gerne lige understrege at Symmetrys forventer til Rizk og Core er en del højere end ovenstående for 2020.

Ovenfor har vi inkluderet de tabsgivende segmenter med et 0 fremover. GiG forventer selv at segmenterne kan bidrage positivt til indtjeningen, men vi er ikke helt overbevist og sætter dem til 0.

Konklusion:

Nedenfor har vi vist værdiansættelsen af GiG som vi ser den pt.

År	2020
EBITDA	40
Maintaince capex	-8
Interest	-5
Tax	-3
Free cash flow	24
Markedsværdi	72
Pris / FCF	3,0

Som det kan ses ovenfor er værdiansættelsen af GiG fuldstændig ude af takt med virkeligheden pt. Aktien er selv baseret på konservative estimer for 2020 værdiansat til 3 gange selskabets cash flow. Det er vanvittigt for et selskab som altså vokser indtjeningen år efter år.

Aktien behandles som om indtjeningen i stedet styrtdykker og selskabet er ved at gå konkurs?

Vi har vist værdiansættelsen via EV/EBITDA nedenfor:

Markedsværdi	72
NIBD	50
Enterprise value	122
EV/EBITDA	3,05

Vi får det samme billede af et markant undervurderet selskab.

I takt med at GiG får vendt deres underskudsgivende aktiviteter, får skaleret op deres nye store kunder, får signet nye kunder og fortsætter væksten i Media og Rizk ser vi at GiG kan levere op mod 100 mio. i EBITDA indenfor 4-5 år.

I det tilfælde vil vi mene en fair værdiansættelse af aktien er +100 NOK, hvilket giver et markant afkast ifht. dagskursen på 8 NOK.