

# SYMMETRY INVEST A/S



## **NYHEDSBREV**

H2 2021

**Formål med nyhedsbrevet:**

Symmetry sender hver måned en porteføljerapport ud til selskabets aktionærer. Her fortælles om månedens afkast, nyheder fra vores enkelte aktieinvesteringer samt meget andet. Herudover sendes løbende analyser ud af selskaber samt et årligt investorbrev med gennemgang af vores største positioner. Dette nyhedsbrev har ikke til hensigt at kopiere eller erstatte ovenstående, hvor der er eksklusiv adgang for Symmetrys aktionærer. Nyhedsbrevet, som er helt gratis, vil derfor kun i meget lidt grad beskæftige sig med enkelte aktier, da dette er forbeholdt investorer. I stedet vil nyhedsbrevet gennemgå forskellige udviklinger og tendenser i det generelle marked samt forklare, hvordan Symmetry navigerer i de forskellige markeder.

Nyhedsbrevet vil fra tid til anden nævne konkrete enkeltaktier. Det kan både være aktier Symmetry er lang i, short i, eller aktier som Symmetry ingen position har i men har en interesse for.

Nyhedsbrevet har til formål at øge kendskabet til Symmetry for alle vores interessenter, herunder nuværende investorer, potentielle investorer samt øvrige personer, der følger med i aktiemarkedet. Symmetry vil løbende beskrive vores strategi og gøre den så let forståelig som mulig for læserne.

Vi vil inddrage citater mv. fra kendte value-investorer og underbygge påstande med grafer og andet materiale, der kan bruges til at understøtte vores pointer.

Vi håber, at så mange som muligt af jer vil finde nyhedsbrevet nemt læseligt og anvendeligt, og at det vil hjælpe med at få så mange som muligt til at tilmelde sig nyhedsbrevet og følge os.

Da investorbrevet er på dansk, men samtidig indeholder investeringsudtryk på engelsk, undskylder vi på forhånd herfor.

**Disclaimer:**

Nyhedsbrevet er skrevet og udgivet af Symmetry Invest A/S. Nyhedsbrevet indeholder Symmetrys egne meninger, forudsætninger og holdninger. Symmetry garanterer ikke for korrektheden af indholdet i nyhedsbrevet.

Aktier kommenteret i nyhedsbrevet skal ikke ses som en køb, hold eller salg anbefaling af den pågældende aktie. Symmetry er en registreret forvalter af alternative investeringsforeninger (FAIF) hos Finanstilsynet. Symmetry er IKKE en registreret/autoriseret investeringsrådgiver og giver på baggrund heraf ingen anbefaler om konkrete aktier. Nyhedsbrevet beskriver udelukkende Symmetrys egne holdninger til markedet og enkelte aktier.

Symmetry er under ingen omstændigheder ansvarlig for tab som følge af investeringer baseret på brugen af nyhedsbrevet. Symmetry ejer i nogle tilfælde aktier i selskaber, der nævnes i nyhedsbrevet. Symmetry forbeholder sig retten til at købe eller sælge aktier i selskaber nævnt uden nærmere notifikationer herom. Vores holdning eller kursmål til aktier kan blive ændret løbende efter udgivelse af nyhedsbrevet. Vi forpligter os ikke til at opdatere herom.

Investering i aktier er forbundet med høj risiko, og det anbefales derfor altid at rådføre sig med en kompetent økonomisk rådgiver, inden der disponeres. Billeder og andet materiale anvendt i nyhedsbrevet er copyright beskyttet og kan ikke videredistribueres.

**I nyhedsbrevet omtaler vi "os" forstået som Symmetry og nogle gange "jeg" forstået som Andreas Aaen.**

## Nyhedsbrev

I dette nyhedsbrev vil vi se nærmere på begrebet "emerging manager" samt gennemgå hvad jeg har fået ud af at arbejde med en performance coach.

### H2 2021:

**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
%														
<b>FY13</b>						8,1			7,9			15,0	<b>34,1</b>	N/A
<b>FY14</b>			3,2			10,2			2,8			17,0	<b>36,8</b>	N/A
<b>FY15</b>			6,8			23,2			-13,3			5,7	<b>20,5</b>	76,0
<b>FY16</b>			1,3			10,6			3,5			3,4	<b>19,9</b>	44,3
<b>FY17</b>	6,2	3,2	0,7	4,0	5,1	-2,7	1,1	-2,7	0,6	3,3	-2,1	-0,7	<b>16,8</b>	46,5
<b>FY18</b>	1,9	-4,5	-4,4	0,8	-0,8	-5,9	-4,5	-1,8	-0,9	-12,8	1,9	0,3	<b>-27,7</b>	75,2
<b>FY19</b>	7,3	6,4	4,5	4,5	-2,4	6,3	0,5	-7,1	5,8	0,3	10,0	2,5	<b>44,4</b>	73,3
<b>FY20</b>	2,0	-4,1	-37,2	22,6	14,5	10,1	1,2	9,0	-0,2	1,8	17,1	12,9	<b>40,4</b>	74,9
<b>FY21</b>	9,0	8,3	8,0	5,0	0,1	-0,5	2,2	4,8	-2,7	3,9	-5,3	0,9	<b>37,8</b>	75,6

Som altid er afkast og porteføljeopdateringer mv. udsendt til aktionærer på månedlig basis via hjemmesiden.

**Tabel: Performance i forhold til MSCI ACWI**

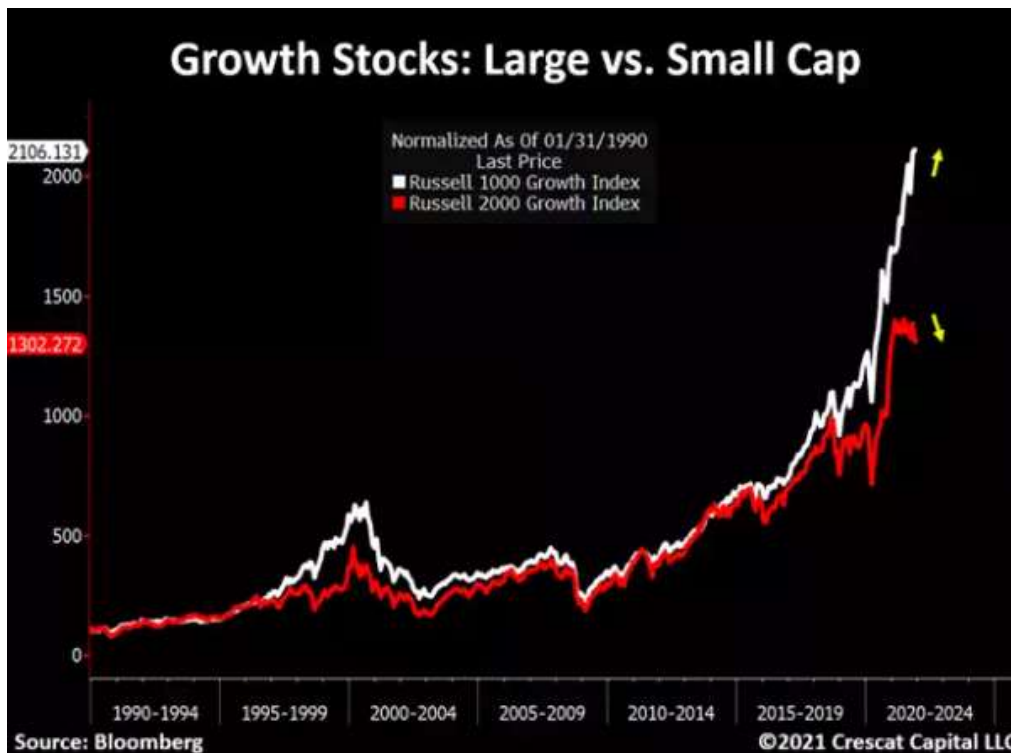
*Nedenfor er vist vores langsigtede og kortsigtede performance i forhold til MSCI ACWI og Euro Stoxx 600*

	2021	Total	IRR
<b>Symmetry</b>	37,8%	524,6%	23,0%
<b>MSCI ACWI</b>	3,6%	126,1%	9,7%
<b>Stoxx 600</b>	5,4%	69,5%	6,2%

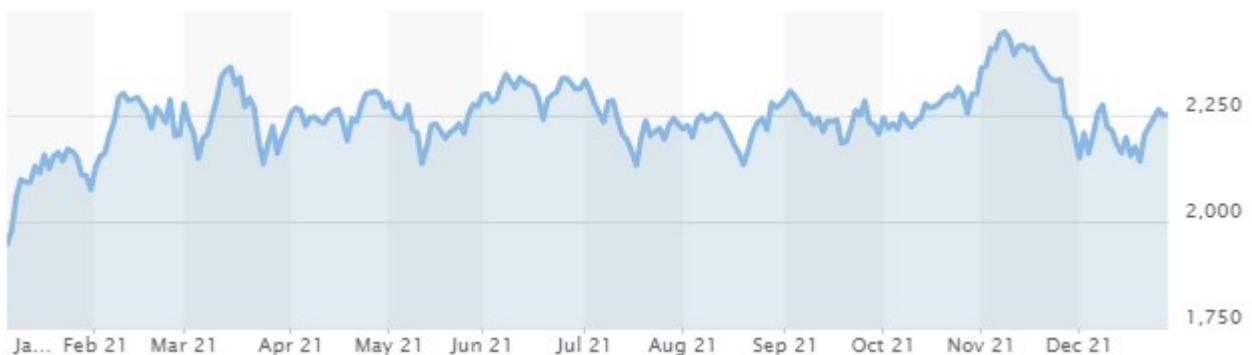
Symmetry havde overordnet set et rigtig godt 2021 hvor vi igen slog markedet og skabte gode risikojusterede afkast. 2021 var et aktieår som på nogle måder virkede "nemt" i og med at vi havde en masse "no-brainers" i vores portefølje. På den anden side var især Q4 meget volatilt indenfor forskellige sektorer og svært at navigere i. Flere af vores kollegaer i branchen fik deres afkast fuldstændig eroderet i november/december og flere endte året med negative afkast. Symmetry havde også dele af vores portefølje som voldte problemer for os, men overordnet set klarede vi os godt igennem. I vores [Q2 2020 Nyhedsbrev](#) gennemgik jeg begrebet omkring vores "all weather portefølje". I 2020 havde Symmetry stor fordel af vores e-commerce, teknologi og gambling aktier som steg markant og bidrog flot til vores afkast. I år har disse aktier været en negativ bidragsyder mens eksempelvis forsikring (Protector) og ejendomme (Catella) har været positive bidragsydere. Dette er helt i tråd med vores langsigtede

strategi. Vi bliver aldrig den fond der leverer det bedste afkast i et enkeltstående år. Vi forsøger at have en diversificeret portefølje på forskellige sektorer, faktorer og geografier. Vi er både lang og kort og har dermed mulighed for at performe under de fleste markedsforhold.

En af de faktorer vi dog ikke kan gardere os imod er large-cap vs. small-cap udsving. Symmetry er en small- og midcap fond. Vi kan maksimalt have 20 % af vores kapital i large-cap, privates etc. Historisk har vi været mere 80-95 % eksponeret mod small- og midcap. En af de tendenser vi har set over de seneste 6 måneder er en markant outperformance af largecap vs. smallcap.



Dette er en tendens vi har set i de fleste markeder hvor vi er eksponeret. Der har i flere tilfælde været en stor rotation ud af små aktier og ind i store aktier. Disse store aktier er også hvad der driver retningen for de store indeks i verden.



Det amerikanske smallcap indeks Russell 2000 er "kun" oppe med 13 % YTD i 2021. Og som det kan ses af ovenstående blev hele det afkast opnået i januar og februar mens indekset har været fladt lige siden.

Dette gør sig gældende for de fleste aktiemarkeder. Størstedelen af de afkast der er lavet i de store indeks i år er drevet af en lille håndfuld selskaber hvor Symmetry jf. vores investeringsmandat ingen allokering har.

Heldigvis ser vi dette som en midlertidig tendens. De største megacap aktier har nu en værdiansættelse der er helt urimelig relativt set sammenlignet med den del af small og midcap markedet som vi fokuserer på.

Vi tænker 2022 vil give mange muligheder for aktiv stock picking.

### **Hvorfor er det godt at være emerging manager?**

Et af de begreber der er kommet til at irritere mig på det seneste er "emerging manager". Begrebet bliver ofte brugt om en yngre fremadstormende "up-and-coming" fond manager. Begrebet emerging i sig selv er derfor ikke forkert, problemet er at det bliver brugt forkert. Efter min mening er alle managers der ikke er emerging i stedet i afvikling. Investeringsbranchen er ikke en branche hvor du kan tilegne dig nogle evner og så bare bruge disse for evigt. Hvis du ikke konstant udvikler dig er der andre der overhaler dig. Jeg prøver i disse halvårslige investorbreve at forklare hvordan vi løbende hos Symmetry arbejder på at forbedre os så der forhåbentlig er andre der kan bruge nogle af vores erfaringer.

### **Hvorfor skal man være unik?**

Et af de oftest stillede spørgsmål jeg får fra potentielle nye investorer er "hvad er det der gør dig/jer unik?". I starten som ung manager prøvede jeg ofte at forklare det med at vi opererede i en lille overset niche som ingen andre fokuserede på og at vi havde en længere tidshorisont etc. Men over tid er jeg begyndt at affinde mig med at man ikke behøver at være unik. Man behøver ikke have en eller anden speciel niche, de bedste data, det rette segment osv. Det er ikke som ved medicin, teknologi eller industri hvor man kan opfinde et unikt produkt og leve godt af dette i mange år frem. Investering handler om konstant at blive lidt bedre. Et af de bedste investorbreve jeg har læst længe var "Worm Capital Q3 2021" der gennemgik hvordan "aggregation of marginal gains" giver en vedvarende fordel. Hvordan gør man dette i praksis? Man læser Warren Buffet, Charlie Munger, Joel Greenblat etc. Man skal ikke blive den næste warren buffet, men sørge for at lære fra alle de bedste og finde sin egen vej. Sørge for konstant at optimere sine "pattern recognition skills", lære at styre sine følelser, arbejde med sine analytiske evner etc. Når mine investorer spørger i dag hvad der gør os unikke svarer jeg at vi hver dag går på arbejde med målet om at blive lidt bedre end vi var i går. Men fakta er at man ikke behøver være unik eller være den bedste. Investeringsbranchen er ikke et nulsumspil. Er man blot blandt de bedste 10 % af alle investorer vil man klare sig ufatteligt godt.

### Brugen af en performance coach:

Som nævnt i de tidligere nyhedsbreve er en af de ting jeg bruger tid på, at sørge for konstant at være den bedste version af mig selv. Det omhandler som nævnt i [H1 2020](#) af få optimal søvn eller som nævnt i [H1 2021](#) at optimere sine arbejdsvaner. En anden af de ting jeg har taget til mig over det seneste halve år er forøge brugen af en performance coach (*Jeg skylder Brad Hathaway fra Far View Capital en stor tak for ideen*). En performance coach hjælper en med at være den bedste version af sig selv, både som investor og fundmanager men også som far, ægtemand og menneske i det hele taget. Når man nævner ordet performance coach er der nok mange der får et billede som dette på hjernen:



1

Virkeligheden er nok lidt anderledes end på film 😊

Investeringsverdenen er som nævnt i tidligere nyhedsbreve en af de mest fantastiske brancher at arbejde indenfor. Hver dag oplever man noget nyt og man får lov at møde mange interessante mennesker. Men det er også en branche der er emotionelt og psykisk krævende hvis ikke man håndterer den korrekt. Symmetry har over de seneste år udviklet sig hastigt. Vi er gået fra 1 til 4 ansatte og fra 100 til +500 millioner DKK i assets. Som fond manager har man ultimativt ansvaret for andre folks penge. Vores investorer viser os tillid ved at investere deres penge hos os. Jeg tror

---

<sup>1</sup> [Bobby Axelrod and Wendy Rhoades: A Special Relationship – Part VII – Fan Fun with Damian Lewis](#)

de fleste managers ville lyve hvis ikke de sagde det kan være hårdt fra tid til anden. Når du performer dårligt er du bange for dine investors reaktion og når du performer godt er du bange for at de får for høje forventninger til dig. Følelsen af og frygten for at skuffe sidder konstant i dig. Når du samtidig skal være ægtemand og far til 3 børn er det bare vigtigt at kunne kontrollere dette. En performance coach kan hjælpe dig til at kontrollere og forstå dine følelser. En coach kan sørge for at du altid er afbalanceret og velovervejet, at du ved hvornår du er i dine følelsers vold og skal tage et skridt tilbage samt sørge for at du kan adskille tingene og være den bedste version af dig selv uanset om du er på arbejde eller er i hjemmet.

Jeg kan klart anbefale andre fond managers dette. Hvis andre har interesse i emnet kan jeg anbefale bogen [Trillion Dollar Coach](#) der omhandler hvordan Bill Campbell som performance coach for CEO's fra Apple, Google etc. hjalp disse til at blive bedre ledere.

### **Nyt fra porteføljen:**

Vi vil som altid give en længere gennemgang af vores portefølje i vores årlige investorbrev der udkommer slut marts. Vi vil derfor gøre vores kommentarer i dette nyhedsbrev mere sporadiske.

En god bekendt af mig driver en investeringsfond i USA med stor succes. En af de ting han er super dygtig til er at tjene penge på multiple arbitrage. Han har en fantastisk evne til at finde aktier der handles til P/E 12 men som burde handles til P/E 16. Den underliggende intrinsic value af aktierne stiger måske med ca. 10 % årligt, men fordi han ofte har været i stand til at opnå denne multiple arbitrage indenfor 6-12 måneder har han opnået at levere +20 % årlige afkast. Han kan købe en aktie til P/E 12 og når den stiger 30 % til P/E 16 er han ude igen og inde i en ny aktie.

Symmetrys strategi har mange lighedspunkter med ovenstående. Vi opererer bare med en meget længere tidshorisont. I stedet for at finde aktier der kan levere 30 % på 6-12 måneder leder vi efter aktier der kan levere 3-5x indenfor 3-5 år. Vores aktier vokser ofte deres intrinsic value med 20-30 % årligt. Vi forsøger samtidig at finde aktier hvor vi over vores ejerperiode kan få multipel ekspansion oveni.

Ulempen ved vores strategi sammenlignet med min amerikanske kollega er at det er langt sværere for os at finde aktier til vores portefølje end det er for ham. Der er bare langt flere aktier i hans univers og derfor kan han tjene mange penge ved at have et højt turnover i hans portefølje. Fordelen ved vores strategi er til gengæld at når først vi finder de rigtige aktier har vi en flerårig tidshorisont hvor vi kan få glæde af høje afkast fra aktierne.

Dette leder os videre til vores 3 bedste investeringer i 2021: Franklin Covey (104 % afkast), JDC Group (171 % afkast) og Protector Forsikring (90 % afkast). Franklin Covey og Protector var 2 af vores største aktier da vi startede året og JDC blev købt i februar-april. Det er selvfølgelig nærliggende at tro at der ikke er mere upside tilbage i aktierne fordi de har klaret sig så godt i 2021. Vi er uenige heri. Derfor er de 3 aktier stadig vores 3 største aktier i porteføljen. Som nævnt ovenfor laver vi kun få investeringer pr. år. Men når vi finder aktier der performer og leverer varen er det vores

opgave at holde dem over en længere periode indtil hele potentialet er udtømt. Vi mener stadig alle 3 aktier har +100 % upside gående ind i 2022.

**JDC:** Det giver ingen mening at se på hvor JDC er kommet fra for at forudse hvor de skal hen. 2021 endte med at blive et transformerende år for JDC der har sat selskabet op til en mangeårig vækstperiode som markedet stadig ikke indregner i aktien. Da JDC i februar annoncerede en aftale med Provinzial steg aktien med 40-50 %. Men aftalen i sig selv ville mere end fordoble omsætningen og mangedoble indtjeningen. Da JDC senere på året annoncerede en endnu større aftale med VKB steg aktien 20 %. Det er forståeligt at markedet har svært ved at forstå omfanget af hvad JDC står foran de kommende år. Vi har gjort vores til at forklare det: [JDC 2021 09 29](#). Hvis man ser på værdiansættelsen isoleret set handles JDC til omkring 1,7x omsætningen og 20x EBITDA på vores 2022 estimater. Det ligner derfor ikke en aktie med et kæmpe potentiale. Men graver man et spadestik dybere finder man ud af at JDC først henover året løbende ruller +200 savings banks ud. Alle disse begynder først at få fuld effekt fra 2023-2024. JDC har udmeldt en estimeret effekt på ca. 100 millioner i årlig indtægt på Provinzial og minimum det samme på VKB. Vi ser +95% sandsynlighed for at de også vinder de resterende savings bank hvilket vil lande en årlig omsætning i størrelsen 300 millioner EUR fra alle savings banks. Dette skal sammenlignes med JDC's nuværende omsætning omkring 145 millioner EUR der pt. vokser 15-20 % organisk uden bidrag fra disse savings banks. Men det er også værd at notere hvad der lægger til grund for det 300 millioner EUR-estimat JDC har. Det inkluderer en penetrering på kun 10 % af kunderne i de enkelte savings banks og ca. 2 kontrakter pr. kunde. Men ser man på deres andre kunder har de ca. 5 kontrakter pr. kunde. Herudover kan man også vurdere om 10 % penetrering er lavt sat i og med at kunderne tilbydes et produkt som er gratis (de kan spare penge), hvor de kan få en bedre service og et bedre overblik. Vi ser en reel sandsynlighed for at JDC kan opnå en omsætning over 1 milliard EUR indenfor 4-5 år hvilket vil være tæt på 10x den nuværende. Kombineret med stigende marginer og en øget multipel ser vi stadig et kæmpe potentiale i JDC.

**Franklin Covey:** Franklin Covey har haft et fantastisk år. Deres abonnementsforretning er virkelig begyndt at vinde indpas og markedet er ved at begynde at forstå de stærke underliggende unit economics FC har. Vi skrev omkring FC i foråret: [FC](#). Franklin Covey vinder fordi de har et produkt og noget content som giver mening. De løser kritiske udfordringer og must-win battles hos virksomhederne. Nogle af de største udfordringer firmaer pt. står overfor er omkring "bias, inclusion, diversitet og sustainability" på arbejdspladserne. FC er stadig kun på et meget tidligt stadie efter deres transformation til et abonnementselskab. Vi har set dette spille sig ud mange gange før hos andre selskaber. Når først selskaberne får deres flywheel og unit economics til at spille er der en mangeårig afkasthistorie forude for os. Hvis man ser på FC handles aktien stadig kun til en EV/Sales multiple på omkring 2x. Det er absurd billigt for et cash flow positivt selskab med super unit economics der vokser 20-30 % med vedvarende recurring revenues med multi-year kontraktuelle forhold bag sig. Hvis man ser på en FCF multipel handles FC stadig kun til ca. 18-20x FCF på indeværende års tal. FC vil vokse cash flow med 30-50 % årligt de kommende år i takt med deres høje flow-through. FC handles til kun ca. 10x FCF et par år ude i fremtiden.

**Protector Forsikring:** For mange mennesker er Protector et simpelt selskab. Et forsikringselskab der sælger via brokers med lave omkostninger og lave priser og dermed løbende tager markedsandele. Kigger man under overfladen



vil man forstå den magi der foregår. Selskabets stifter Sverre Bjerkeli trådte i år tilbage efter 15 år i spidsen for selskabet. Heldigvis har han efterladt selskabet i god gænge. Hans 3 unge "arvtagere" Henrik (CEO), Hans (Deputy-CEO) og Dag Marius (CIO) har alle Protector blod i årene. De forstår selskabets kultur indgående. Hvis man ser på analytikerne så mener de aktien er 130-140 NOK værd da de mener selskabets vækst og investeringsresultater vil være på linje med branchen de kommende år. Men ser man på deres historiske vækst har den været 20 % årligt og deres investeringsresultater har været markant over markedet. Investorer der prøver at forstå Protector til bunds vil få en langt større grad af komfort ved at underwrite højere vækst og investeringsafkast fremover. Selv hvis vi anvender markedsafkast fremover handles aktien til en P/E omkring 8-9x. Justerer vi for deres høje overkapitalisering er vi nede omkring en 6-7 i P/E.

Jeg havde en snak med en anden dygtig investor omkring aktien. Han mente at man som investor ikke kan indregne andet end markedsafkastet fremover i sin model da det er umuligt at vurdere CIO. Jeg vil mene at hvis man vurderer det som umuligt at opnå komfort i om CIO kan outperforme fremover, hvordan kan man så argumentere for at ens egne investorer kan have komfort i at man kan slå markedet fremover? For mig er det blot et tegn på dovenskab at man ikke vil gøre arbejdet for at forstå investeringsafdelingen. Det er som at værdiansætte et vækstselskab via en 3-årig DCF og en 2-3 % terminalvækst fordi man ikke vil lave arbejdet med at forstå det langsigtede vækstpotentiale. For at vurdere Protector korrekt bør man derfor lave en vurdering af deres CIO. Vi lavede et interview med ham som kan findes her: [Protector CIO](#). For mig er der 3 vigtige egenskaber at bedømme.

- 1) Historiske afkast
- 2) Hvordan afkast er leveret
- 3) Langsigtet strategi.

De historiske investeringsafkast er markant foran markedet både på obligationer og aktier. Vi vil vise nærmere herpå i vores årsbrev. En anden fordel ved Protector er at de offentliggør deres portefølje årligt i deres årsrapport. Så man kan se de positioner de har købt og solgt og få en god komfort omkring at deres afkast er opnået på den rigtige måde og ikke via held eller for meget risiko. Den sidste del er at bedømme deres strategi og overblik. Her kan vi igen se at de har formået at tage risiko væk fra bogen når det har skullet gøres og være aggressive (under covid etc.) i perioder hvor det giver mening. På aktiesiden har de kun haft en dårlig periode (2018-2019). Her kan vi se at de lavede nogle fejl og formåede at tilrette deres strategi og lære af det. Vi har overordnet set super stærk komfort ved at Protector over lang tid kan blive ved med at outperforme. Kan de komme bare tæt på deres historiske investeringsafkast snakker vi 4-5x i P/E. På trods af aktiens stigning i 2021 er vi stadig meget optimistiske omkring fremtiden. Protector kan vælte al inflation direkte over på kunderne og vil samtidig have fordele af højere renter.

Vi ønsker jer alle et godt 2022