SYMMETRY INVEST A/S

ÅRSBREV 2020

Disclaimer

This report is written by Symmetry Invest A/S. The report is based on research, financial statements, interviews, field research, analyst reports, etc. The report includes the opinions of Symmetry Invest A/S. These are our own opinions. Symmetry does not assure any correctness written in this report as there could be material miscalculations, mistyping's, etc. The research is often done on a 6-18-month basis before publishing. This report should in no way be seen as a buy, hold, or sell recommendation of the company. Symmetry Invest A/S is an authorized alternative investment firm (FAIF) by Danish regulatory authorities. We are not authorized as an investment advisor and as such this research should in no way be interpreted as investment advice but as journalistic research and our own reasoning for owning the stock. Symmetry is in no way responsible for any losses incurred on investments based on this report. Readers of this report should interpret that Symmetry Invest A/S is holding shares in the companies mentioned in this report. Symmetry maintains the right to trade in all securities mentioned in this report at any time without further discloses about this. After that, Symmetry Invest A/S keeps the right to buy or sell the stock without any further notifications about it. Our target prices for the stocks could change materially caused by factors either in or out of company control. We are not obligated to issue a new report or any notification should or target prices change.

This report is released to the following parties:

- Our company website www.symmetry.dk
- Fellow fund managers or investment advisors around the world as it is normal for investment managers to share ideas
- Subscribers to Symmetrys quarterly newsletter registered on our website.

Symmetry Invest A/S operates under the FAIF regulation and can only do marketing of our fund to Danish FAIF accredited investors. As such, this report should in no way be interpreted as marketing for Symmetry Invest A/S.

In some cases, Symmetry will issue a follow-up report on material new information about the company. But are in no way obligated to so.

Investment in stocks includes the risk of loss of capital and we always recommend others to consult with an authorized investment advisor before doing investments.
Pictures and other material in this report could be protected by copyright and cannot be redistributed.

Symmetry is not receiving payments from any company mentioned in this report besides our return on stock ownership in the companies mentioned.

Kære alle aktionærer i

Symmetry Invest A/S

I 2020 steg indre værdi per aktie fra 25,906 kr. til 36,369 kr., hvilket svarer til et afkast på 40,4 %.

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	Symmetry Net	Symmetry Gross	MSCI ADWI	Avg. Net Exposure
FY13						8,1			7,9			15	34,1	41,6	15,2	N/A
FY14			3,2			10,2			2,8			17	36,8	40,4	7,4	N/A
FY15			6,8			23,2			-13,3			5,7	20,5	25,2	-0,7	76
FY16			1,3			10,8			3,5			3,4	19,9	24,6	6,8	44,2
FY17	6,2	3,2	0,7	4	5,1	-2,7	1,1	-2,7	0,6	3,3	-2,1	-0,7	16,8	22,1	17,5	46,5
FY18	1,3	-4,5	-4,4	0,8	-0,8	-5,3	-4,5	-1,8	-0,3	-12,8	1,9	0,3	-27,7	-25,8	-9,5	75,2
FY19	7,3	6,4	4,5	4,5	-2,4	6,3	0,5	-7,1	5,8	0,3	10,0	2,5	44,4	46,5	23,7	73,3
FY20	2,0	-4,1	-37,2	22,6	14,5	10,1	1,2	9,0	-0,2	1,8	17,1	12,9	40,4	48,1	12,3	74,9

Vi er godt tilfredse med vores afkast for 2020 overordnet set. Selvom der var store udsving endte slutafkastet med at blive flot. Både absolut og relativt til markedet.

Som vi har gennemgået i andre opdateringer prøver vi hos Symmetry at have en "all-weather" portefølje. Vi har derfor normalt både nogle højvækstaktier og nogle deep value aktier. Vi har også aktier indenfor forskellige sektorer. Vi ønsker at kunne skabe gode afkast uanset hvordan de eksterne markedsforhold er. Investorer der har været all-in investeret i E-commerce, SAAS-forretninger eller online gaming/gambling etc. har haft 3-cifrede afkast i 2020. Symmetry ønsker dem alle stort tillykke. Vi har også haft vores bid af den kage med en pæn eksponering. Men samtidig har vi også været allokeret mod andre sektorer som vil performe bedre under andre markedsforhold.

Målt på bruttoafkastet havde vi vores bedste år nogensinde med et afkast på 48 %. Vi slog markedet med 36 %, hvilket også er det bedste relative afkast vi har haft siden stiftelsen. Dette blev leveret på trods af at vi kun havde en nettoeksponering på ca. 75 % i gennemsnit henover året.

Tabel: Performance i forhold til MSCI ACWI

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

	2020	*Total*	*IRR*
Symmetry	40,4%	353,4%	21,3%
MSCI ACWII	12,3%	89,8%	8,5%
Stoxx 600	-4,0%	38,6%	4,3%

En større og stærkere forretning

At vi har leveret gode resultater har også udmøntet sig i at vi har fået flere investorer hos Symmetry. Da jeg gik fuld tid med Symmetry i 2015 var det med en kapital på kun ca. 15 mio. kr. Som følge af gode resultater og et godt inflow fra nye investorer har vi ultimo februar 2021 opnået en kapital på ca. 280 mio. DKK. Vi er glade for løbende at få nye medinvestorer ind og har stadig plads til flere.

Den øgede kapital har givet os en masse muligheder for at geninvestere i forretningen. Hvor jeg i starten kun lige kunne få min egen privatøkonomi til at hænge sammen ved at drive Symmetry har vi nu opnået en størrelse hvor vi har ekstra muligheder. Jo mere AUM og jo bedre afkast dets flere fees modtager vi. Disse fees har vi løbende valgt at geninvestere i forretningen. Der er mange mindre ting vi har kunnet investere i såsom bedre data, abonnementer, IT, rejser, konsulenter mv.

Den største investering har dog uden tvivl været i ansættelsen af Henrik som ekstra porteføljemanager. Dette har også med afstand været den bedste investering vi har lavet indtil videre. Henrik har allerede vist sig at bidrage flot til vores samlede afkast (for de der er i tvivl kan i tjekke vores afkast siden august 2020). Men udover de direkte afkast har han også været med til at gøre undertegnede til en bedre investor. Både fordi jeg løbende har kunnet spare med Henrik om diverse cases, men også fordi jeg har kunnet koncentrere mig mere i de bedste ideer. Fordi Henrik håndterer en portefølje på 5 aktier svarende til ca. 20-25 % af vores samlede AUM har jeg kunnet koncentrere mig i kun 10-15 ideer i modsætning til 15-25 ideer førhen.

Det er stadig vores plan løbende at investere i forretningen. Det næste naturlige skridt vil være ansættelsen af en CFO til at håndtere alle backoffice funktioner hvilket vil frigøre mere af min tid til investeringer.

kan forbedre brugeroplevelsen. Som investor i Symmetry er det klart vigtigste for jer selvfølgelig vores afkast. Men udover gode afkast (produktet) ønsker vi også løbende at forbedre indpakningen. Det kan være alt fra hvordan i modtager løbende rapporter, adgang til vores hjemmeside og andre specifikke ting.

Vi håber at kunne fortælle jer mere om disse projekter i løbet af 2021.

> *Passive penge vokser og tager andele fra aktive penge i markedet. Det gør at konkurrencen bliver mindre hvilket giver flere muligheder for aktive managers såsom Symmetry.*

Hvorfor vi kan slå markedet over tid

Nu har vi haft nogle fantastiske resultater over de første næsten 8 år. Det er derfor væsentligt at spørge sig selv, kan vi blive ved med at slå markedet over tid?

En forudsigelse jeg har er, at vi i hvert fald ikke kan lave 21,3 % årligt efter fees fremover (dermed ikke sagt at vi ikke vil prøve). Nogle managers kan levere sådanne afkast over kortere perioder, men det er kun meget få der kan gøre det over meget længere tidsperioder. Vi mener stadigvæk vores langsigtede mål på 15 % net er ambitiøst men dog mere realistisk.

Kan vi opnå dette vil det svare til at investorerne fordobler deres penge hvert 5 år.

Der er nogle ting der gør at det kan blive sværere at lave så høje afkast i fremtiden.

1) Det generelle marked er dyrt pt. selvom flere af de nicher vi investerer i stadig har mange billige aktier at købe

2) Vores størrelse kan have negativ indvirkning over tid (selvom der går meget lang tid indtil dette bliver et problem. pt. ser vi stadig at øget størrelse giver bedre afkast, hvilket kan ses på at vores 2 bedste år nogensinde er de to sidste)**.**

Omvendt er der også 3 væsentlige faktorer der gør at vi mener at det er realistisk at forvente gode afkast i fremtiden.

1) Vi udvikler os og lærer konstant
Både Henrik (38) og jeg (31) er stadig unge og har dermed masser af tid til at forbedre os. Den ene ting er at erfaring ofte vil gøre investorer bedre. Men den anden ting er at vi aktivt arbejder med personlig udvikling på alle mulige fronter (som vi har gennemgået løbende i vores nyhedsbreve). Vi mener at der stadig er masser af processer og systemer vi kan gøre endnu bedre, hvilket bør stille Symmetry endnu bedre i fremtiden.

2) Markedet ændrer sig hurtigere
Den hastige teknologiske udvikling gør at verden ændrer sig hurtigere og hurtigere. Det gør at der opstår nogle markante muligheder på begge sider af markedet. Det gør at nye innovative forretningsmodeller i stedet for at skulle bruge årtier på at tage markedsandele nu kan ekspandere i et vanvittigt tempo. Samtidig vil selskaber der ikke hurtigt kan tilpasse sig forsvinde langt hurtigere end før. Vi tror at Henrik og jeg som to unge sultne investorer står godt rustet til at drage fordel af dette.

3) Passive penge vokser
Den sidste pointe er at passive penge vokser og tager andele fra aktive penge i markedet. Det gør at konkurrencen bliver mindre hvilket giver flere muligheder for aktive managers såsom Symmetry.

Hvordan vi tænker om ESG

En af de helt store temaer pt. indenfor investeringer er ESG investeringer. Det er også et emne vi ofte får spørgsmål til fra eksisterende investorer, potentielle nye investorer og andre interessenter. Så i stedet for at svare alle individuelt ville det være nemmere at komme med en overordnet beskrivelse af Symmetrys holdning der. For det første er det vigtigt at pointere at Symmetry selvfølgelig går ind for bedre ESG i verden herunder især omkring vores miljø. Der skal løbende ske fremgang her, hvilket efter vores mening primært skal drives af teknologisk udvikling.
For mig at se findes der 3 typer af ESG-tilgange.

Den første type behøver vi ikke bruge så meget tid på. Det er den type investorer der udelukker fokuserer på bundlinjen/afkast og generelt er ligeglade med hvorfra afkastene kommer. Disse investorer vil altid investere i den mest attraktive aktie uanset om selskabet har et en god eller dårlig ESG-profil.

Den anden gruppe er hvad vi kalder investorer med en passiv ESG-tilgang. Det er her de fleste større fonde, pensionskasser etc. hører til. Her bruger man eksklusionsmetoden. I stedet for at forholde sig til problemerne og finde løsninger vælger man groft sagt at vende det blinde øje til ved blot at udelukke specifikke brancher.

Problemerne forsvinder selvfølgelig ikke heraf. Så længe der er en efterspørgsel efter tobak, alkohol og gambling etc. vil der også være et udbud. Vi forstår godt hvorfor de fleste større fund managers vælger denne vej. Har man en stor bred portefølje og midler allokeret til andre managers etc. er det nærmest umuligt at holde styr på ESG i de enkelte investeringer. Vi har intet imod denne tankegang og den er nok også bedre end den første gruppe af investorer. Man skal bare gøre sig klart at denne tangegang mere er lavet for at man selv kan få en "feel-good" fornemmelse og ikke fordi man reelt gør en forskel.

Den måde investeringsverdenen har udviklet sig over de sidste par år er der opstået en hel markedsføringsgimmick omkring ESG. Vi mener det i mange tilfælde er falsk markedsføring og en måde at få investorer til at føle at de gør en forskel uden hold i virkeligheden. Vi har flere gange hos Symmetry haft investorer der ikke vil investere hos os fordi vi ikke anvender denne tankegang. Det er fint med os. Vi ønsker ikke at investorer placerer penge hos os fordi vi kan ekskludere en 4-5 brancher og sætte et (efter vores mening) værdiløst ESG-label på vores fond.

Symmetry tilhører gruppe 3, hvad jeg kalder investorer med en aktiv ESG-tilgang. I stedet for at kigge den anden vej forholder vi os til at der er problemer omkring ESG rundt omkring. Fra vores synspunkt er dette ikke et specifikt problem for enkelte brancher (selvom nogle kan være overrepræsenterede), men noget alle firmaer indenfor alle brancher skal forholde sig til. Symmetry har en agnostisk tilgang til hvilke brancher og selskaber vi investerer i. Vi kan groft sagt investere lige hvor vi vil. Til gengæld stiller vi høje krav til selskaberne når vi investerer. Vi går op i mange forhold såsom:

1) Har selskabet en historik med korruption eller relationer hertil?
2) Har selskabet en positiv eller negativ miljøprofil/tankegang?
3) Har selskabet en nultolerance overfor børnearbejde/slavearbejde?

For bare at nævne nogle eksempler. Men det allervigtigste spørgsmål vi stiller os selv inden vi investerer er:

- Arbejder selskabet aktivt for at forbedre ESG i den branche den befinder sig i?

Ved at fokusere på de selskaber der faktisk gør en aktiv indsats for at forbedre ESG kan vi hos Symmetry være med til at støtte denne udvikling. Dette er derfor jeg kalder det en aktiv ESG tangegang. Vi tænker over problemerne og forholder os til dem i stedet for at bare at ekskludere hele brancher, hvilket ingen verdens nytte gør.

Som vi dog også nævnte før forstår vi fuldt ud hvorfor andre managers vælger den nemme løsning og lave eksklusion. Det er nærmest umuligt for en bred diversificeret manager at holde styr på ESG i alle selskaber. Symmetry kan gøre dette fordi vi er koncentreret i kun 15-20 aktier ad gangen og fordi vi er 2 fuldtidsansatte porteføljemanagers der følger disse selskaber dybdegående og laver gennemgående due diligence før vi køber. Vi vil nævne nogle eksempler herpå senere, men først en generel holdning til olieindustrien:

Symmetry har (så vidt jeg husker og kan se af vores database) aldrig investeret i et olieselskab. Men dette er ikke fordi vi mener olieindustrien har en negativ ESG-profil. Rent faktisk er jeg 100 % enig med Rob Vinall her (Rob er super smart, så jeg er ofte enig med ham). At nogle folk ser ned på olieindustrien som om det er nogle amoralske og uetiske mennesker der arbejder her er direkte frastødende. Stoppede vi med at udvinde olie i morgen ville vi lynhurtigt begynde at sulte (olie anvendes i gødning og andre input der dyrker vores fødevarer) eller dø (mange kemiske stoffer der anvendes i livsvigtig medicin udvindes fra olie). Mange af de folk der arbejder indenfor olieindustrien sætter deres liv på spil på farlige boreplatforme for at bore efter olie. At nogle personer kan finde personer der arbejder i olieindustrien for amoralske eller uetiske skulle nok kigge sig selv i spejlet oftere.

Dermed ikke sagt at vi går ind for at olie skal brændes af i vildskab og skade vores miljø. Symmetry går 100 % ind for at elektrificere vores vejnet, isolere vores huse bedre og nærmest alle andre energioptimeringer der kan nedbringe vores brug af fossile brændsler. Men man kan godt være for nedbringelse af fossile brændsler uden at have eWn negativ holdning til oliebranchen.

Lad os tage et andet eksempel. Lad os antage at et olieselskab udvikler en ny teknologi der gør det 50 % mere miljøvenligt at udvinde olie fremover. Dette olieselskab skal bruge en masse nye investorer for at kunne implementere denne teknologi på alle sine boreplatforme og dermed hjælpe miljøet. Alle de passive ESG-fonde vil ikke kunne deltage i sådan en investering fordi de allerede har sortlistet olieindustrien i deres ESG-mandater. Symmetry ville her via vores aktive ESG-profil kunne foretage reel research af det pågældende selskab og den nye teknologi og vurdere om vi ville komme med en del af de penge der skulle til for at forbedre miljøet.

Et andet eksempel er alkohol. Symmetrys holdning er klar: alkoholikere skal hjælpes og unge mennesker (under de enkelte landes grænser herfor) skal ikke drikke alkohol. Men hjælper man mod disse problemer ved blot at sige "vi investerer ikke i alkohol"? NEJ. En af Symmetrys absolut største investeringer er i Naked Wines der sælger vin online. Her stiller vi os selv spørgsmålet, vil alkoholbranchen have en bedre, neutral eller værre ESG-profil hvis ikke Naked Wines fandtes? Hvis svaret er det sidste skal vi ikke investere i selskabet.

Men Naked Wines gør faktisk en del for at forbedre branchen. Når vin købes online kan Naked monitorere forbruget og indkøbsvaner. De kan dermed hurtigt opfange hvis nogle kunder skulle have indkøbstendenser der kunne ligne afhængighed og undersøge dette.

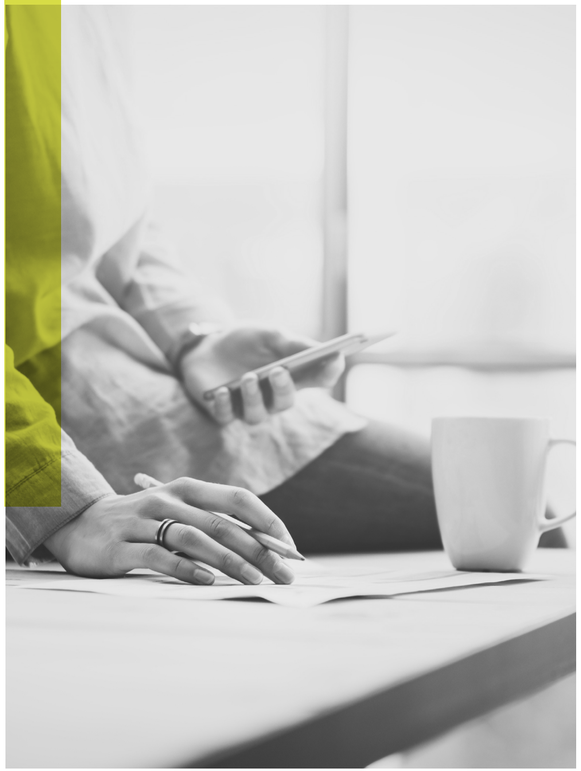
Hvis denne person købte sin vin i Wal-Mart eller Costco ville dette være langt sværere. Under Covid krisen tog Naked uopfordret direkte kontakt til alle deres kunder for at høre om nogle ville have penge tilbage eller lignende for at hjælpe kunden økonomisk under krisen. Ved at støtte Naked vælger Symmetry dermed aktivt at være med til at gøre branchen bedre.

Den sidste branche vi vil kommentere på er online gambling. Som de fleste ved har vi hos Symmetry længe haft en stor investering i Kambi. Kambi er ikke selv et gambling-selskab men et teknologiselskab der sælger software til sportsbetting operatører Vi har haft investorer der ikke vil investere hos os fordi vi har investeret i Kambi. De samme investorer vil gerne investere i en anden fond som udelukker gambling-branchen.

Dette på trods af at Kambi (og dermed Symmetry) gør 100 gange mere arbejde for at forbedre gambling industrien end den passive fond som bare kigger den anden vej.

Vi spørger os selv inden vi investerer i Kambi eller GiG – ville gambling branchen være bedre eller værre uden disse virksomheder? Er de pågældende virksomheder med til at forbedre en branche som generelt har en lav ESG score hos andre? Fordi Symmetry kender vores virksomheder gennemgående kan vi undersøge disse forhold. For at tage Kambi først.

Kambi sælger deres software til regulerede sportsoperatører i regulerede markeder. Dvs. de tager et af de bedste produkter i markedet og sørger for at det kun er tilgængeligt for operatører der betaler skat, overholder national gambling-lovgivning og modarbejder ludomani. Kambis software går dermed ind og hjælper licenserede operatører med at vinde kunder over ulicenserede operatører. På den måde flyttes spillerne væk fra offshore bookmakers der ikke betaler skat eller beskytter spillerne og hen til licenserede operatører.



Det samme kan siges om GiG. GiG sælger også software primært til landbaserede casino i regulerede markeder og hjælper disse med at gå online. Herudover sælger GiG et softwareprodukt kaldet GiG Comply der hjælper operatører med at holde styr på deres affiliate partners compliancearbejde. De kan bruge GiG's software til at kontrollere at deres partners overholder gældende markedsføringslovgivning og forbrugerbeskyttelse. Det er vores klare holdning at både Kambi og GiG er med til at forbedre gambling industrien.

Det er fair at nogle investorer ikke vil investere i Symmetry fordi vi investerer i online gambling. Disse investorer er helt sikkert ikke de rigtige for Symmetry. Men vi er 100 % overbeviste om at vi med vores investeringer gør langt mere for at forbedre gambling-industrien end dem der blot udelukker at investere i hele branchen.

Det er vigtigt at understrege at selvom vi laver aktiv research ikke kan vide alting. Der er risiko for at vi har et selskab som har lavet miljøsvineri uden vi ved det. Der er en risiko for et af Naked Wines kunder er alkoholikere eller at en af deres vinbønder bruger for mange pesticider etc. Kambi understøtter også Kindred i Holland indtil landet bliver reguleret og GiG har også enkelte affiliate-sites der er målrettet uregulerede markeder.

Men det vigtige for os via vores aktive tilgang er vi på det overordnede plan er med til at gøre verden til et bedre sted via de investeringer vi laver. Vi mener vi via den fremgangsmåde gør meget mere for at forbedre ESG indenfor investeringsverdenen end mange af de fonde der kan påføre sig et flot ESG-label på deres fond.

Excitement in investing

En af de ting jeg på det seneste har forsøgt at fokusere mere på er at investere i ting jeg syntes er spændende.

Det er noget jeg altid har prøvet på men virkelig er sporet mere og mere ind på over de seneste 1-2 år. På den ene side kan man sige at jeg kun lever en gang så jeg skal kun bruge tid på noget der virkelig interesserer mig. Det er en fair pointe, men det er ikke hvad investorerne betaler mig for. Men jeg er overbevist om at vores afkast også er markant bedre når jeg bruger min tid på noget jeg interesserer mig for. Hvis jeg skal kæmpe mig igennem en årsrapport for et uinteressant selskab, eller hvis jeg ikke kan tage mig sammen til at ringe til deres CEO fordi jeg falder i søvn af at snakke med ham er det bare ikke en investering vi vil lave. Uanset hvor god den kan se ud på papiret.

Symmetry investerer kun i 15-20 aktier ad gangen og vi skifter kun meget få aktier ud hvert år. Hvis vi kun skal finde 2-4 nye ideer pr. år kan vi ligeså godt fokusere på noget vi brænder for.

Jeg kan sidde oppe til langt ud på natten og læse nyheder omkring online vin eller lytte til podcast eller conference calls etc. omkring emnet. Jeg ser frem til hver eneste samtale jeg har med Nick fordi jeg ved der altid kommer noget interessant ud af den snak.

Den eneste måde Symmetry kan opnå en edge på i dette marked er ved at forstå virksomhederne og deres forretningsmodeller bedre end de fleste andre. Samtidig vil vi forstå ledelsen og deres evner bedre end de fleste andre. Og sidst men ikke mindst vil vi have en tidshorisont der er markant længere end andre.

Vi mener chancerne for at vi kan opnå denne edge i markedet er markant større når vi researcher noget som virkelig interesserer os og noget vi brænder for at lave mere om.

Ikke det samme som en sexy business

Det er vigtigt at understrege at der er forskel på en forretning vi syntes er spændende og så hvad selskabet laver. Der er nok brancher jeg aldrig vil kunne fokusere at bruge tid på, simpelthen fordi de ikke ville interessere mig. Men tag to af vores større investeringer såsom Protector Forsikring og Cambria Automotive. Henholdsvis et forsikringsselskab og en bilforhandler. Ikke brancher mange på stående fod vil kalde spændende. Det der gør disse to virksomheder spænderne er at følge med i det arbejde som Sverre & Dag hos Protector samt Mark & James hos Cambria leverer. Begge selskaber har selvfølgelig et dygtigt hold omkring dem (hvoraf vi har lært flere at kende) men størstedelen af vores kontakt med selskaberne har været med Sverre og Mark som CEO's.

Vi hader ordet "disruption". Ikke fordi det ikke giver mening eller har relevans, men fordi det bliver misbrugt. Hvad Protector har gjort indenfor forsikring er ikke disruption. De har bare været til dels smartere, men i endnu højere grad mere fokuserede og målbevidste end konkurrenterne. De har brugt meritocrazy og vinderkultur ind i en støvet og konservativ branche. De har gjort tingene på en anden måde end hvad man ser fra traditionelle nordiske forsikringsselskaber. Og de har været ufatteligt succesfulde. For nogle mennesker vil der ikke være noget mere kedeligt end at læse et forsikringsregnskab. Jeg ser altid frem til at lære mere om Protector og snakke med Sverre omkring branchen og Protector.

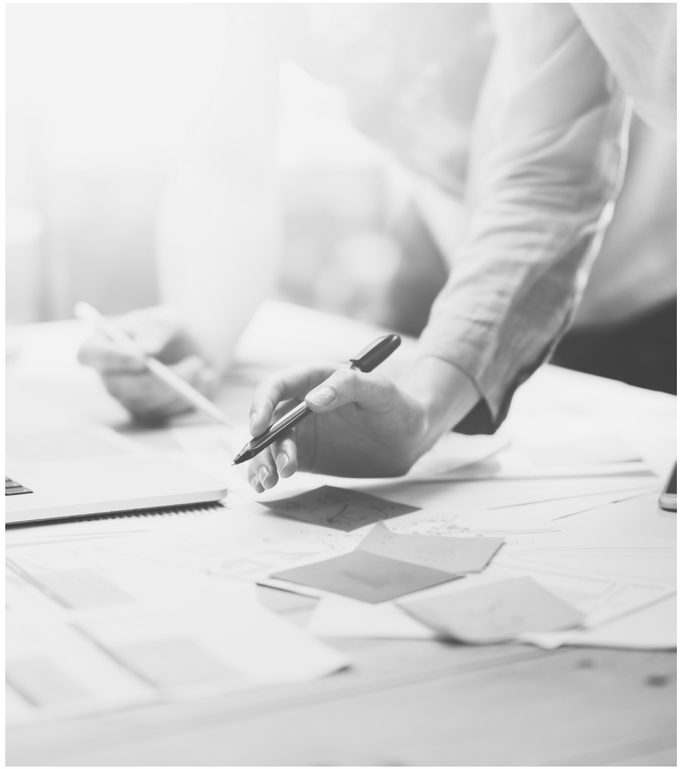
Det samme gør sig gældende hos Cambria Automotive. De færreste syntes en bilforhandler er super sexet. Men de få der tager sig tiden til at forstå Cambrias historie og ikke mindst deres CEO Mark Lavery vil helt sikkert få sig en positiv oplevelse. Hvad Mark og hans tætte partner James har opbygget med Cambria er en ret fantastisk historie. Hver gang jeg snakker med Mark bliver jeg entusiastisk for at Symmetry er medejere af UK's bedst ledet Automotive forretning.

Alpha

En ting er at levere høje afkast, den anden er at se på hvordan disse afkast leveres.

Nedenfor er vist en oversigt over vores afkast på henholdsvis long og short siden (bruttoafkast).

	Long	Short	LS Alpha	Long Alpha	Short Alpha
2020	41,0%	3,9%	44,9%	28,7%	16,2%
2019	43,7%	-10,2%	33,5%	19,9%	13,6%
2018	-24,5%	11,0%	-13,5%	-15,0%	1,5%
2017	27,0%	-12,9%	14,1%	9,5%	4,6%
2016	22,9%	-4,5%	18,4%	16,1%	2,3%
2015	7,2%	8,8%	16,0%	7,9%	8,1%
2014	36,8%			29,7%	
2013	34,1%			19,5%	
Average	**23,5%**	**-0,7%**	**18,9%**	**14,5%**	**7,7%**



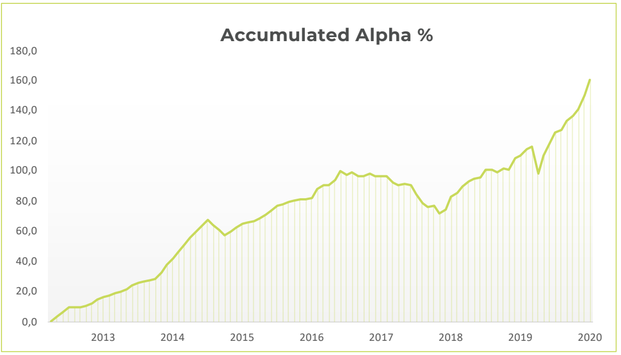
Her havde vi vores bedste år nogensinde med en alpha på ca. 45 %. Denne alpha blev samtidig leveret på begge sider af markedet med ca. 2/3 fra long porteføljen og 1/3 fra short porteføljen. Dette viser også hvor svært det er at tjene penge på short selling langsigtet. Over de sidste 6 år har vi i snit tabt 0,7 % årligt. Det er dog også værd at bemærke at markedet her er steget ca. 8,4 % i snit så vi har haft noget modvind.

Det væsentlige er dog om L/S strategien giver ekstra afkast ifht. risiko/tid.

Eksempelvis kan man se på vores Long only afkast som har været ca. 23,5 % i snit. Disse afkast er lavere end vores historiske gross afkast på ca. 26 % i snit. Dvs. en long only portefølje havde genereret lavere afkast med højere volatilitet.

Hvad med en total markedsneutral portefølje? Ved siden af er vist vores samlede akkumulerede alpha, dvs. hvordan vores afkast ville have set ud (brutto) ved en ren 100 % long + 100 % short markedsneutral portefølje.

Disse afkast er selvfølgelig lavere end vores historiske afkast. Men også med markant mindre udsving. Det er dog en mere teoretisk betragtning da det ikke har været muligt for os at skalere vores short side op til 100 %.
Overordnet set er vi derfor generelt godt tilfredse med vores afkast samt hvordan de er blevet leveret. Dermed ikke sagt at der ikke er plads til forbedringer. Vores største arbejde er stadig at undgå de alt for store drawdowns hvilket er noget vi har haft fokus på. Vi vil se når næste krise rammer om vi har forbedret os her. Det er vores forventning.



Short alpha

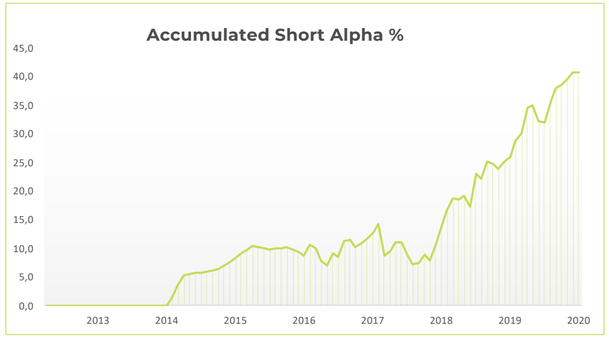
Et væsentligt spørgsmål der altid er relevant er, hvorfor overhovedet lave short selling?

Som vi har forklaret et par gange er der flere årsager hertil:

1. Vi kan køre leverage på lang siden uden at tage ekstra markedsrisiko
2. Vi kan hedge større markedskorrektioner
3. Vi kan skabe reelle overskud
4. Vi mener man bliver en bedre lang investor ved også at short sælge.

Ved siden af er vist den akkumulerede alpha på short siden stiftelsen. Man kan dele den op i 3 perioder:

1. De første 2 år lavede vi rene indexshorts dvs. alpha var 0 da vi fulgte markedet
2. De næste 4 år var "test-and-learn". Vi havde her både fremskridt og tilbageskridt mens vi løbende blev bedre og endnu mere vigtigt lærte at risikostyre
3. De sidste 2 år har vi "knækket koden" og leveret ret konsistente alpha

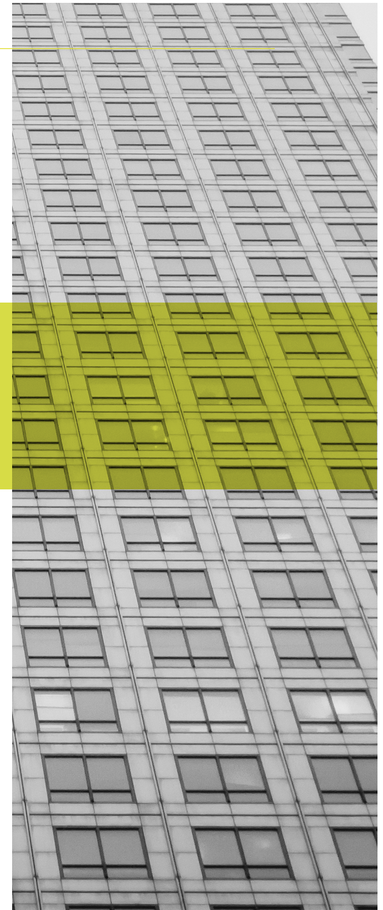


Hvad er det så der pt. lykkes for os? For det første har vi stort set undgået at shorte story-stocks. Udover nogle små tab på put optioner i Tesla er vi ikke blevet kørt over på nogle af de her retail-favoritter. Dette er bevidst. Når jeg finder en potentiel short er en af mine tjeklister at se om jeg kan gøre selskabet "lækkert". Dvs. kan jeg opfinde en "historie" omkring selskabet som pludselig kan skabe viral effekt og aktien vil gå markant imod mig?

Er svaret nej her, dvs. at selskabet er så usexet at det aldrig vil blive en favorit hos retail-investorer er det en potentiel short. Vi prøver samtidig at undgå "åbenlyse shorts" eller selskaber med en meget høj short interest.
Disse vil ofte være selskaber hvor der kan opstå potentielle short sqeeze og du dermed vil blive tvunget ud på højere kurser. Samtidig prøver vi at gå efter højere markedsværdier med større float ifht. mindre illikvide selskaber. Igen for at styre vores risiko.

Vores største hunting ground har været hvad jeg kalder "broken business models". Et typisk selskab vil være et selskab hvor der er strukturel negativ vækst men hvor ledelsen formår at overbevise markedet om en kommende "væksthistorie". Disse er ofte baseret på investeringer og mange "adjusted" regnskaber og faldende cash flows. Selskaberne har også ofte en pæn gæld. Samtidig prøver vi at finde selskaber der har så meget gæld eller er så usexet at de ikke er potentielle opkøbskandidater.

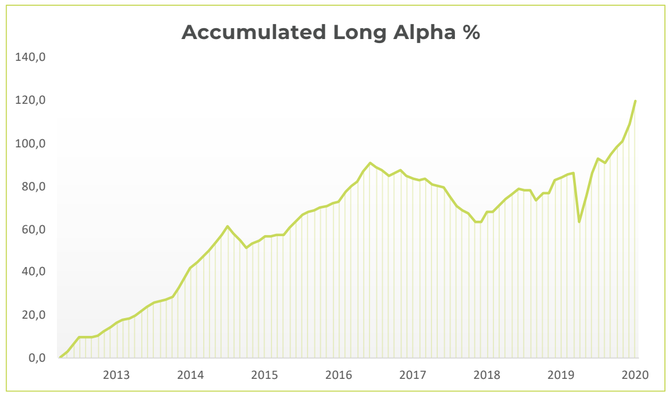
Hvis jeg har en meget stærk holdning til at selskabet vil fortsætte med at falde og ikke kan indfri markedets høje forventninger er det en god short. Vi har dermed også ofte en "catalyst" i form af skuffende regnskaber og nedjusteringer der vil udløse kursfald.



Long alpha

Vores alpha på lang siden er mere volatil. Dette skyldes primært at vi er mere koncentreret på lang siden, men også fordi vi ofte investerer i mindre selskaber der også er mindre likvide. Dette betyder ofte større udsving i aktiekurserne. Herudover er der nærmest ingen af vores lange positioner som er en del af større benchmarks/ETF mv. da de er for små selskaber mens en større del af short porteføljen er mere korrelerede med markedet.

Overordnet er vi dog også tilfredse med long delen af vores portefølje. Vi havde en svær periode fra midten af 2017 og frem til slutningen af 2018 hvor tingene ikke fungerede for os. Dette har vi forklaret nærmere om i tidligere nyhedsbreve. Det vigtigste er at den trend nu er brudt og vi igen skaber alpha til markedet.



Performance benchmark

Hedgenordics database følger størstedelen af de Skandinaviske hedgefonde og har dermed performance reviews. I 2020 formåede Symmetry igen at komme ind i top-10 over de bedste fonde, denne gang med en 8. plads. Dette kom efter vores 4. plads sidste år. Dette er samtidig helt i tråd med vores langsigtede værdiskabelse. Det er ikke vores mål at skabe de bedste afkast i enkeltstående år. Til gengæld er det vores målsætning at være helt op i top langsigtet.

Hvordan ser vores langsigtede afkast så ud? Som nævnt tidligere er den langsigtede IRR 21,3 % net og ca. 26,0 % gross. Symmetry rapporterer vores afkast i DKK (som er fastlåst til EUR). Da vi har et stort netværk af andre dygtige investorer fra over hele verden har jeg nedenfor vist vores afkast hvis de havde været rapporteret i øvrige valutaer. På den måde er det nemmere for en amerikansk investor at sammenligne sine afkast med Symmetry, en svensk investor etc. Den væsentligste betragtning her er nok at valutakurser kan have væsentlig betydning i enkelte år, men kun har forholdsvis lidt betydning på længere sigt.

Hvis vi i stedet sammenligner vores langsigtede afkast med vores konkurrenter i Skandinavien ser det ud som nedenfor. Vores mål her er at være i top 3 langsigtet hvilket vi stadig er pt. ultimo 2020. Vi får dog kamp til stregen næste år hvor både Alcur Select og Proxy Renewable kommer ind på listen. Vi vil gøre vores bedste til at beholde en topposition.

Firm	Avg. RoR	Currency
HCP Focus Fund	22,40%	EUR
Adrigo Small & Midcap L/S	22,27%	SEK
Symmetry Invest A/S	21,29%	DKK
Rhenman Healthcare Equity L/S	19,40%	EUR
CARN Lattitude	16,34%	NOK
Accendo	15,37%	EUR
Taiga Fund	14,92%	EUR
Sissener Canopus	13,16%	NOK
Asgard Fixed Income Fund	13,12%	EUR
Formue Nord Markedsneutral A/S	12,21%	DKK

All funds with +36 month performance data included

BEST NHX PERFORMERS YTD	
St. Petrl L/S	98,27%
Proxy Renewable Long/Short	82,88%
Alcur Select	70,42%
Accendo	69,26%
HCP Focus Fund	58,31%
Adrige Small & Midcap L/S	43,57%
Volt Diversified Alpha Fund	40,95%
Symmetry Invest	40,39%
CARN Latitude	39,66%
AAM Absolute Return Fund	30,95%

Currency	IRR
DKK	21,3%
USD	20,6%
GBP	21,6%
SEK	23,7%
NOK	25,7%
	22,6%

Portefølje

Ultimo februar 2021 bestod Symmetrys portefølje af 17 long positioner.

Vi har nævnt 10 af disse løbende via vores hjemmeside, investorbreve, twitter etc. De sidste 7 aktier ønsker vi ikke at kommentere på for nuværende da det enten er aktier vi ønsker at købe mere i eller er ved at sælge ud af. Vi ønsker ikke at skade os selv ved at fortælle om aktier vi ønsker at købe op i. Vi ønsker samtidig heller ikke at skrive om aktier som vi ønsker at sælge ud af.

De 10 nævnte aktier udgør tilsammen ca. 77 % af vores samlede portefølje mens de resterende 7 aktier tilsammen udgør ca. 23 % af porteføljen. På de følgende sider følger derfor en kort gennemgang af hver af de 10 nævnte aktier. Aktierne er nævnt i alfabetisk orden og ikke baseret på deres størrelse i vores portefølje.

Cambria Automotive
Endor
Franklin Covey
Gaming Innovation Group
Getbusy
Kambi
Naked Wines
Protector Forsikring
Wandisco
Where Food Comes From
Company A
Company B
Company C
Company D
Company E
Company F
Company G

Cambria Automotive Plc (LON: CAMB)

Cambria Automotive er måske ikke en forretning de fleste syntes er særligt spændende. En kæde af bilforhandlere i UK. Men når man studerer Mark og hans teams performance kan man ikke undgå at tage hatten af for hvad de har leveret.

Over de sidste 12 år har Cambria Automotive forrentet egenkapitalen med ca. 17-18 % i snit. De har geninvesteret stort set alle overskuddene og skabt en compounding maskine omkring deres buy-and-build strategi. Disse afkast er vel og mærke skabt over en periode der generelt har været vildt hårde for UK automotive. Vi snakker finanskrisen i 08 lige efter de startede op. Vi snakker Brexit, Dieselgate og senest Covid lockdown. Og alligevel har Cambria formået at levere pæne overskud i hvert eneste år. Rent faktisk har de haft 2-cifret ROE hvert eneste år siden stiftelsen.

En af de ting der har gjort Cambria succesfulde er deres opkøbsstrategi. De har enten købt nødlidende dealers hvor de har kunnet optimere driften og gøre dem bedre. Eller de har købt luksusbrands hvor de har fået adgang til et markant større marked.

Acquisitions and Development To Date

Brand Partners and Franchise Locations

Deres portefølje er de seneste år tippet mere og mere over mod luksusbrands. Dette øger deres langsigtede marginer og gør deres forretning mindre cyklisk. Eksempelvis Lamborghini har de lange ventelister på (der bliver ikke produceret særligt mange biler).

Det betyder at de kan sælge disse biler så snart de får dem uanset om det er dårlige eller gode markeder. Samtidig er der en langt større tendens til at få lukrative serviceaftaler på dyre biler (når du køber en dyr bil er det ikke vigtigt at spare på service).

Associate Delight	Guest Delight
▪ Members of the team will not be referred to as members of staff or employees. The associate will be proud to be associated with the Group and will be rewarded on contribution to the four pillars. ▪ All associates should feel empowered and have autonomy to make decisions that effect the running of the business. ▪ Associates will feel that they can achieve all of their career aspirations with Cambria, correspondingly, Cambria will invest in its associates in order that they can achieve their full potential	▪ All associates will be encouraged to treat all customers at all times, in the way that they would treat a guest coming into their own home. ▪ Associate empowerment is key to achieving this goal. The organisation must be transparent and open at all times empathising with a diverse guest base. ▪ Guests should feel that they have enjoyed their experience of 'touch-pointing' with associates and that it is an experience that they would wish to repeat
Brand Delight	**Stakeholder Delight**
The Group's goal is to become the retailer of choice for all the brands that they represent. This is focused around the following drivers: ▪ To achieve brand vehicle sales objectives ▪ To achieve brand part sales objectives ▪ To be in the top half of brand customer satisfaction surveys ▪ To develop an open and trusting relationship with all brand personnel	The Group's goal is to focus on delivering delight for its stakeholders: ▪ To deliver all financial and non-financial criteria agreed with stakeholders ▪ To be open and transparent in all communication to ensure a trusting relationship ▪ To provide timely and accurate information so the stakeholders understand business performance

Hvad er Cambria så reelt værd? Selskabet har i en markedsværdi på omkring 63 mio. £. De har en net-cash omkring 10 mio. £, hvilket giver os en enterprise value på ca. 53 mio. £. Selv i sidste regnskabsår hvor de var under hård Covid lockdown formåede de at tjene +9 mio. £. Vi mener deres normaliserede indtjening pt. er omkring 12 mio. £. Det er værd at bemærke at det kun vil forrente egenkapitalen 15 % (laverede end den historiske forrentning) så vi kan være konservative her. Men selv ved 12 mio. £ betaler man i dag en P/E omkring 4,4 for Cambria.

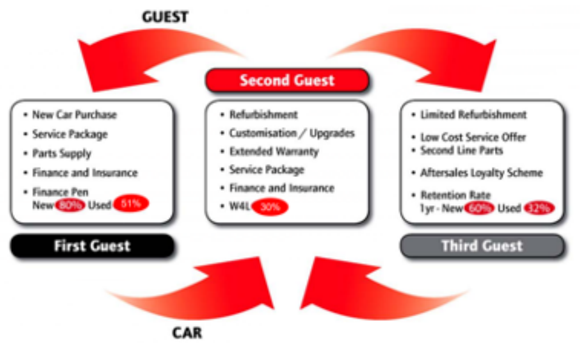
> *Selv i sidste regnskabsår hvor de var under hård Covid lockdown formåede de at tjene +9 mio. £.*

Det finder vi bare ualmindeligt billigt for et selskab med den kvalitet, track rekord og ledelse. En anden pointe er at man pt. kan købe aktien til kun 0,8 x book value. Dette vel at mærke med al deres real estate til bogførte værdier. Cambria ejer grunde og bygninger på mange attraktive lokationer.

De har afskrevet på disse værdier år efter år, selvom den reelle værdi blot er steget år efter år.

Vi mener den underliggende værdi af selskabets real estate er markant højere end bogført værdi. Det giver en meget stor downside protection i det tilfælde at nogle dealerships skulle performe dårligt fordi Cambria så vil kunne sælge real estate med profit (hvilket de har gjort historisk).

Car and Guest 4 Life



Endor AG (MU: E2N)

Endor er ejer af Fanatec, det ledende brand indenfor simulated racing. For de af jer der ikke ved hvad simulated racing er, så er det groft sagt en virtuel oplevelse af at sidde i en rigtig formel1 bil. Fanatec udvikler og sælger rat og pedaler mv. som brugeren kan tilkoble sin PlayStation og andre konsoller for på den måde at få den mest realistiske racing-oplevelse som overhovedet muligt.

Dette marked har været i en strukturel vækstfase over de seneste +10 år. Gaming generelt og især virtuel gaming er kommet for at blive. Vi har set flere eksempler på at professionelle formel1 kørere bruger Fanatec udstyr til at træne på derhjemme mens Covid satte verden i lockdown. Fanatec har senest indgået partnerskab om at være mangeårig sponsor for Fanatec GT World Challenge hvor der både dystes i fysisk og virtuel racing simultant.
Det var også overraskende positivt at se storaktionær og CEO Thomas Jackermeier købe op i Endor i kurs 150 og bruge 8 mio. EUR af sine egne penge på at hæve sin ejerandel fra 44 % til 47 %.

Landshut, January 27, 2021 – Thomas Jackermeier, CEO of Endor AG, has increased his stake in Endor AG. He has thus increased his direct and indirect shareholding, including his family, of around 47 percent by approximately 3 percent and indirectly acquired shares with a total volume of €7,725,000 via his investment company. The acquisition was made from private funds and not, for example, within the framework of option programs.

Thomas Jackermeier, CEO of Endor AG: "Since the founding of Endor AG in 1997, I have been 100 percent convinced of the direction and product range of Endor and our growth path. Since then we have made great progress, the company has grown and made a name for itself worldwide in the relevant product segments. I am convinced that we will also benefit greatly from the future growth of our industry, especially in simracing. Therefore, it was very important to me personally to further expand my shareholding and I am also considering increasing the share even further in the short term."

Endor er gået fra at omsætte for kun 1 mio. EUR tilbage i 2008 til at omsætte for 90 mio. EUR i 2020 og guidance er for +100 mio. EUR i 2021. Dette svarer til en årlig omsætningsvækst på +50 %.

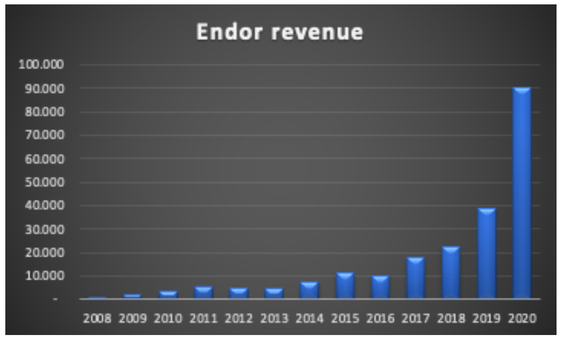
Vi mener stadig kun at Endor har skrabet overfladen af dette marked. Deres salg er stadigvæk primært i Europa og de er først for alvor nu ved at få mere fat i USA. Herudover er de kun for nyligt startet med at erobre Asien hvilket potentielt er det største marked.

Fanatec er markedsleder indenfor high-end segmentet hvor konkurrenterne Trustmaster og Logitech primært sælger mere low-end produkter. Det har den fordel for Endor at de to andre ofte er med til at markedsføre og introducere nye brugere for simulated racing. Når de så bliver bidt af det opgraderer de til premium produkter fra Fanatec.

På trods af at Endor har været en stor vinder for Symmetry siden vi købte aktien sidste år mener vi stadig den er markant undervurderet. Aktien handles til en P/E på ca. 15-18x 2021 indtjeningen. Vi har meget svært ved at finde et selskab som er markedsledere indenfor en lille hastigt voksende niche, med en ren balance med nettocash som er vokset med +50 % organisk over +10 år og hvor væksten blot er accelereret til så lav en prisfastsættelse.

Hvorfor eksisterer denne mulighed?
Den primære årsag til at Endor stadig er så billig er fordi folk er bange for at forretningen har fået et kæmpe covid-boost og vil ende med at få et dårligt år. Endor har allerede guidet for en omsætning på +100 mio. EUR i 2021, hvilket indikerer at væksten minimum vil være på +11 % også i 2021. Der er ingen tvivl om at Endor på et tidspunkt får et dårligt år med faldende omsætning. Endor sælger hardware som brugerne kun udskifter hvert 2-4 år i snit. Omsætningen kommer derfor både af gensalg og nysalg. Især gensalget er afhængig af lanceringen af nye produkter og hvornår nye spil og spilkonsoller udkommer. Men vi mener simpelthen det er vanvittigt kortsigtet at sælge aktien fordi man er bange for at de får et enkelt dårligt år bare fordi sammenligningstallene er lidt særre. Endors omsætning faldt også 8 % i 2013. For derefter at vokse med 67 % i 2014. Omsætningen faldt også med 12 % i 2016. For derefter at vokse med 75 % i 2017. Det mange også glemmer er at Endor var i hastig vækst inden Covid kom. Endor voksede omsætningen med 75 % i 2019 og for perioden 2008 til 2019 (dvs. før Covid) var den gennemsnitlige omsætningsvækst stadig på 45 % årligt.

Vi mener derfor det er ulogisk at sælge en klar markedsleder med så attraktive fremtidsudsigter fordi man er bange for om næste kvartal eller halvår bliver mindre godt. Dette ville måske være relevant at forholde sig til hvis aktien handlede til 30-40 i P/E. Men til 15-18 i P/E mener vi aktien er en no-brainer og en must-own langsigtet investering.



Franklin Covey (NYSE: FC)

Symmetry fremlagte den 4. februar 2021 en rapport omkring vores investering i Franklin Covey:

Rapport: (Link)
Slides: (Link)
Zoom præsentation: (Link)

Der har ikke været nogen væsentlige nyheder siden da. Vi mener stadig at markedet fuldstændig har overset værdien af AAP og at værdien vil komme frem i lyset snart. Q2 rapporten (kommer primo april) vil være den sidste hvor faldet i legacy forretningen vil overskygge for væksten i abonnementsforretningen. Når FC rapporterer deres Q3 rapport (primo juli) vil selskabet fremvise markant vækst på både top- og bundlinje.

FC er stadig en af vores største aktier fordi vi mener man får en kombination af lav værdiansættelse, høj vækst og en stærk forrentingsmodel. Man kan godt finde 1 eller 2 af disse punkter andre steder, men at få alle 3 er vanskeligt.

Gaming Innovation Group (STO: GIGSEK – OSL: GIGNOK)

Vi deltog I Contrarian Investor Podcast i november 2020 hvor vi fremlagde vores investeringscase omkring GIG.

Rapport: (Link)
Slides: (Link)
Webcast: (Link)

GiG har sidenhen præsenteret deres Q4 regnskab samt kommet med andre positive nyheder. På trods af aktien er mere end fordoblet siden vi præsenterede den for 4 måneder siden er den stadig en af de billigste aktier i Skandinavien den dag i dag. Over de seneste 5 måneder er aktien steget 200 %. Sammenkoblet med vores konvertible lån til selskabet nu er in-the-money var vores eksponering i løbet af marts op på næsten 30 % af vores AUM. Selvom vi stadig er meget positive på fremtiden i GiG er det uholdbart med så stor en eksponering mod en enkelt aktie. Vi har derfor været nødsaget til at sælge ud af vores aktier i GiG. På trods af disse salg er GiG stadig en af vores 5 største positioner i dag.

Nedenfor har vi beskrevet hvorfor vi stadig anser GiG som en fremragende investering herfra. Hvis man opsummerer på GiG over de sidste 4 måneder vil vores konklusion være:

Positivt:

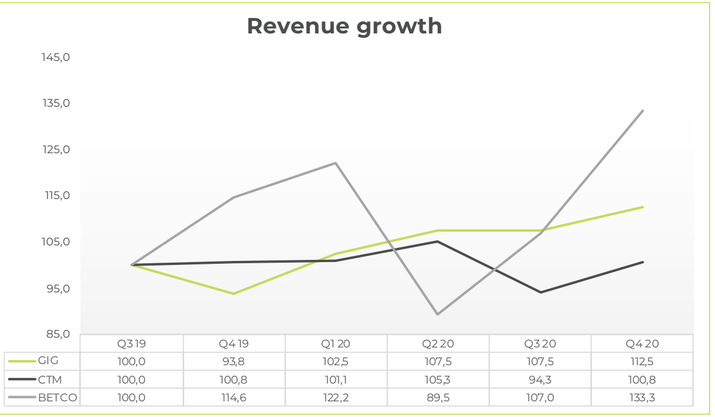
- Media forretningen performer markant bedre end vores estimater
- Peer valuations i både Media og Platform er gået markant op, hvilket understøtter en højere valuation for GiG
- Man har signet en del nye kunder til platformen der sikrer en høj langsigtet vækst
- Reguleringen i Tyskland har åbnet mange langsigtet muligheder

Negativt:

- Regulering i Tyskland og udfasning af white-label reducerer omsætningen i platformforretningen kortsigtet
- Covid + regulatoriske forsinkelser udenfor GiG's kontrol har ført til udskudte lanceringer af allerede signet brands, hvilket medfører en mere backend loaded revenue uptake.

Vi vil på de næste sider gennemgå de to segmenter og opsummere på casen

Media



	Q3 19	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20
GIG	100,0	93,8	102,5	107,5	107,5	112,5
CTM	100,0	100,8	101,1	105,3	94,3	100,8
BETCO	100,0	114,6	122,2	89,5	107,0	133,3

GiG Media performer pt. en del bedre end vi havde turdet håbe på i vores oprindelige vurdering.

> ***Siden Jonas Warrer tog over som CEO for Media tilbage i oktober 2019 har de haft QoQ vækst hvert eneste kvartal og (så vidt vi ved) stort set hver eneste måned.***

De har arbejdet hårdt på at forbedre deres SEO, skabe bedre geografisk diversifikation, bedre split mellem Sport og Casino og udbygge deres Paid Media forretning i regulerede markeder. Kulminationen på dette hårde arbejde kan især ses i januar 2021 hvor GiG Media vækstede deres NDC med hele 57 % YoY.

Hvis man indekserer GiG Media med BETCO og CTM ser det sådan ud (BETCO har haft et par opkøb som hjælper dem, mens CTM og GiG er ren organisk).

En væsentlig faktor for succesen i GiG Media er deres Paid Media segment:

	Q4 19	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20
Paid rev	1,4	1,8	2,1	2,3	2,6
QoQ		28,6%	16,7%	9,5%	13,0%

Det positive ved Paid Media segmentet er at det stort set udelukkende er fra regulerede markeder (hvor Facebook, Google etc. tillader Paid marketing). Samtidig er det mere stabil indkomst (ikke afhængige af ændringer hos Google). På den negative front er marginerne lavere (20-30% sammenlignet med 50-70 % for Publishing).

I takt med at flere og flere lande nu regulerer og åbner op for Paid Media kan GiG bringe sin teknologi og sine data til nye markeder og lynhurtigt sikre sig en stærk position. Dette er grunden til at Paid Media voksede omsætningen 50 % YoY i Q4 og NDC med 66,5 % YoY.

Vi har opbygget en god relation til Jonas Warrer og er super imponeret over hvordan han styrer GiG Media. Vi er positive på fremtiden her.

Da vi i november skrev om GiG Media mente vi en fair/konservativ EBITDA multiple ville være 8x for denne forretning. Det vi har set over de seneste par måneder er dog at de to nærmeste peers (CTM og BETCO) har set deres multipler stige en del. Samtidig er væksten accelereret. Baseret på disse to faktorer hæver vi vores EBITDA multiple til 10x for GiG Media, hvilket vi stadig finder forholdsvis konservativt i og med at det er en stor discount til BETCO. Samtidig har affiliate selskaber tæt på 100 % EBITDA cash conversion så 10x er en billig multipel for en forretning der vokser 10-20 % årligt.

	MCAP	NIDB	EV	EBITDA	EV/EBITDA
BETCO	933	63	996	60	16,6
CTM	428	118	546	60	9,1
GIG?			**220**	22	**10**

Anvender vi 10x vores 2021 EBITDA estimat på 22 mio. EUR ender vi på en samlet valuation for GiG Media på 220 mio. EUR. Dette skal sammenlignet med en samlet valuation for hele GIG på 170 mio. EUR i dag. Man kan købe GiG's aktie for mindre end værdien af Media forretningen og få Platform og Sport gratis oveni.
Nedenfor har vi vist en sammenligning mellem GiG, BC og CTM på forskellige parametre:

Vi vil gerne lige se lidt flere kvartaler med høj vækst i GiG før vi er villige til at hæve vores multipler. Men baseret på de seneste 12 måneder trends og især de sidste 3-6 måneder mener vi ikke den høje discount på GiG media kan retfærdiggøres.

	BC	GiG	Catena
Organic growth FY20	8%	4%	3%
Organic growth Q420	32%	20%	0,30%
Organic growth Jan21	16%	57%	61%
FTD growth FY20	30%	36%	10%
FTD growth Q420	0%	18%	2%
EBITDA margin FY20	37%	48%	46%
EBITDA margin Q420	40%	51%	49%
EBITDA/FTD	84K	140K	117K
Revenue share % Q420	48%	59%	46%

Platform services:

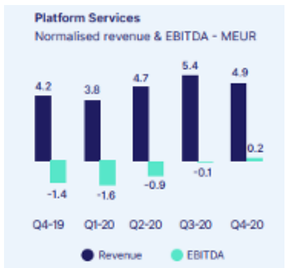
Vi mener stadigvæk at markedet totalt undervurderer det langsigtede potentiale i GiG's platformforretning GiG Core. Vi mener der er alt for stor fokus på den kortsigtede udvikling i stedet for den langsigtede strategiske position.

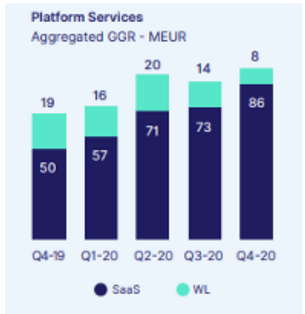
Siden Richard tog over som CEO har han formået at skære omkostningerne til og gjort forretningen EBITDA positiv. Dette på trods af at man har udfaset hele sine white-label forretning, investeret massivt i nye markedet og signet 14 nye operatører til platformen.

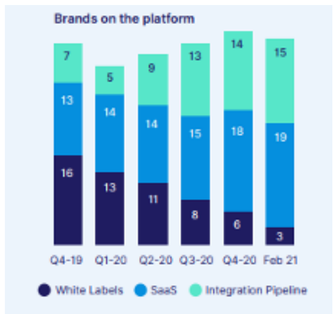
På kort sigt møder flere af GiGs operatører modgang i det tyske marked som gennemgår en cool-off periode frem mod reguleringen 1/7 2021.

Dette betyder at mange "sorte" operatører pt. tager markedsandele fra de operatører der søger licens. Især GiG's større platform brand Rizk har faldende omsætning i Tyskland på kort sigt. Vi mener markedet fokuserer alt for meget på den kortsigtede usikkerhed i stedet for at se det langsigtede potentiale i den tyske regulering. GiG har allerede signet 2(3) nye brands i Tyskland herunder den ledende retail-forretning Tipwin og en større online kunde.

Herudover har vi en anelse om at det store mediehus GiG annoncerede en aftale med i december 2020 kan være en tysk kunde (Siebensat Media?). Samtidig søger Betsson om licens i Tyskland for Rizk. Vi ser det som langt mere interessant at GiG står til at supportere en ret stor andel af de licenserede operatører i Tyskland efter reguleringen 1/7 2021 end hvor stort det kortsigtede omsætningsfald er i de kommende måneder i et enkelt land.







Vi mener at GiG Core er ved at opbygge et meget stærkt fundament for strukturel langsigtet vækst.

Man har på bare 3 kvartaler landet aftaler med 13 operatører som man kan se ovenfor. Vi forstår at nogle kortsigtede markedsdeltagere er utålmodige med revenue-uptake fra disse aftaler. Vi mener bare det er at misforstå det langsigtede billede her. Man skal huske at GiG bruger rigtig mange penge upfront på at sikre sig disse aftaler. Først skal man sikre sig en kunde, man betaler kommission til salgsstyrken, man har legal omkostninger, man skal sikre regulatoriske godkendelser i nye lande, front end skal bygges og nationale teknologijusteringer ifht. skat, rapportering, compliance osv. skal laves. Disse ting tager tid og koster mange penge. Til gengæld er det også 99 % gross margin med 60-80 % incremental EBITDA margin når de lancerer disse operatører og begynder at modtage revenue-share.

Mange af de nye operatører der er indgået aftaler med er i nyligt regulerede markeder som ofte har stramme lovgivninger med kun et begrænset antal operatører. Når GiG får en indgang til disse markeder er det med at tage dem.
Bare 3 eksempler der kan nævnes:

Mens mere modne markeder som UK, Sverige, Danmark osv. er meget konkurrenceprægede fordi der reelt er et uendeligt antal operatører der kan konkurrere er dette ikke tilfældet i mange nyligt regulerede markeder. Især i Østeuropa virker det til at man vil anvende den amerikanske model hvor man skal have fysiske casino for at få adgang til en online licens. Dette gør at der er et meget begrænset antal licenser i disse markeder. Det betyder også at GiG kan ende med at få en meget høj markedsandel i disse lande. Selvom omsætningen vil være begrænset de første 1-2 år i takt med at markedet modnes er det markeder som vil vokse meget hurtigt og dermed naturligt over tid vil give GiG voksende revenue-share. Samtidig kan GiG sælge andre produkter såsom Media etc. til disse operatører og hjælpe dem med at få succes.

Vi har allerede set en god udvikling i GiG Core over de seneste 3-4 kvartaler. Q4 2020 og Q1 2021 vil blive mærket af den tyske regulering og udfasningen af white-labels, men fra Q2 2021 og frem forventer vi at væksten QoQ genoptages og ikke ser sig tilbage.

Her er hvordan vi mente man kunne værdiansætte GiG Core tilbage i november:

	MCAP	NIDB	EV	Revenue	EV/Revenue
BRAGG	80	0	80	20	4,0
GAN	462	-63	399	30	13,3
GIG?			**141**	23,5	6

På det tidspunkt mente vi en multipel på ca. 6x omsætningen var en fair vurdering. De vi dog har set de sidste 3 måneder er at multiplerne for både Bragg og GAN er steget markant.

Vi har markeret hvor Bragg og GAN handlede i november da vi offentliggjorde vores rapport.

Disse markante kursstigninger hos Bragg og GAN betyder at deres revenue multipler nu er steget til henholdsvis 13 og 18.

	MCAP	NIDB	EV	Revenue	EV/Revenue
BRAGG	300	0	300	24	12,5
GAN	907	-185	722	40	18,05
GIG?			**188**	23,5	8

Det er værd at notere at vi har fjernet 185 mio. $ fra GANs markedsværdi (coolbet) for at kunne sammenligne 1-1. Baseret på disse høje peer multipler og det faktum at GiG er fortsat med at lande flere operatører hæver vi vores fair multiple fra 6 til 8. Dette er vel at mærke stadig kun ca. halvdelen af den multiple sammenlignelige peers handles til.

Ved siden af har vi vist vores estimater og værdiansættelse fra november og til højre vores estimater i dag:

	2020	2021	2022
GIG Media	34,6	40	42
GIG Core	18,5	30	40
GIG Sport	0,6	1,2	4
Total revenue	**53,7**	**71,2**	**86**
EBITDA	**11**	**25**	**35**
Adj. EBITDA	16	25	35
EBITDA margin	20,5%	35,1%	40,7%
Adj. EBITDA margin	29,8%	35,1%	40,7%
Platform + Sport multiple (rev)	6	6	6
Media multiple (EBITDA)	8	8	8
GIG Media valuation	138	160	168
Core+Sport valuation	115	187	264
Total valuation	**253**	**347**	**432**
NIBD	-29	-14	14
Net valuation	**224**	**333**	**446**
EUR/NOK	10,9	10,9	10,9
NOK Valuation	2.442	3.632	4.861
Per share	**27,1**	**40,4**	**54,0**
Upside to current price	**262%**	**438%**	**620%**

	2020	2021	2022
EBITDA	16	25	35
Capex	-5	-5	-6
Interest expense	-5	-4	-2
Lease payments	-1	-1	-1
Tax payments	0	-1	-2
Free Cash flow	**5**	**14**	**24**
Current FCF multiple	**12,2**	**4,4**	**2,5**
Fair FCF multiple	25	20	18
Per share valuation	**15,1**	**33,9**	**52,3**
Upside to current prive	**102%**	**352%**	**598%**

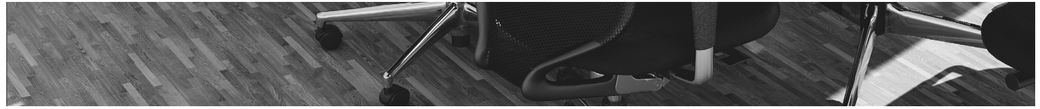
	2020	2021	2022	2023
GIG Media	34,4	44,5	47	50
GIG Core	18,8	23,5	35	44
GIG Sport	0,6	1,2	4	6
Total revenue	**53,8**	**69,2**	**86**	**100**
EBITDA	**10,7**	**25**	**34**	**42**
Adj. EBITDA	16	25	34	42
EBITDA margin	19,9%	36,1%	39,5%	42,0%
Adj. EBITDA margin	29,7%	36,1%	39,5%	42,0%
Platform + Sport multiple (re	8	8	8	8
Media multiple (EBITDA)	10	10	10	10
GIG Media valuation	172	222,5	235	250
Core+Sport valuation	155	198	312	400
Total valuation	**327**	**420**	**547**	**650**
NIBD	-28	-15	5	30
Net valuation	**299**	**405**	**552**	**680**
EUR/NOK	10,9	10,9	10,9	10,9
NOK Valuation	3.261	4.416	6.017	7.412
Per share	**36,2**	**49,1**	**66,9**	**82,4**
Upside to current price	**91%**	**158%**	**252%**	**333%**

	2020	2021	2022	2023
EBITDA	16	25	34	42
Capex	-6	-6	-6	-6
Interest expense	-5	-4	-2	0
Lease payments	-1	-1	-1	-1
Tax payments	0	-1	-2	-3
Free Cash flow	**4**	**13**	**23**	**32**
Current FCF multiple	**44,0**	**13,5**	**7,7**	**5,5**
Fair FCF multiple	25	25	22	20
Per share valuation	**12,1**	**39,4**	**61,3**	**77,5**
Upside to current prive	**-36%**	**107%**	**223%**	**308%**

Som vi har nævnt tidligere er vi mere positive på Media forretningen nu som følge af det accelererende momentum. Vi har stadig de samme langsigtede forventninger til platform men har reduceret de kortsigtede 2021 forventninger som følge af de forsinkelser der har været med at få godkendelser på plads og de nye partnere op at køre. Samlet har vi så kunnet hæve vores multipler for Media fra 8 til 10 (EBITDA) og for Core fra 6 til 8 (Revenue) som følge af højere peer multipler.

Hvis man ser på det forventede afkastpotentiale i GiG aktien i dag ved kurs 19 NOK ser vi stadig +100 % potentiale i indeværende år og ser en aktie som kan være 60-80 NOK værd indenfor 2-3 år. Dette vel at mærke stadig ved at anvende multipler der er meget lavere end sammenlignelige selskaber.

En sidste notits vi kan nævne er at vi har set 2 insiderkøb efter Q4 rapporten i +20 NOK. Så insiderne mener stadig at aktien er billig på trods af den flotte kursstigning siden november.



> ***Vi kan lide Getbusy fordi den indeholder alle de attraktive dele ved et godt SAAS selskab, men alligevel handles til en brøkdel af hvad andre SAAS spillere gør.***

Getbusy (Lon: GETB)

Getbusy er et lille SAAS-selskab noteret på AIM i London. Selskabet er et spin-off fra Australske Reckon. Vi kan lide Getbusy fordi den indeholder alle de attraktive dele ved et godt SAAS selskab (høj organisk vækst, god retention, ingen kundekoncentration etc.) men alligevel handles til en brøkdel af hvad andre SAAS spillere gør.

Selskabets to ben Virtual Cabinet og Smarvault har +95 % gross margins og høje fremtidige EBIT marginer. Virtual Cabinet har allerede i dag opnået tæt på 50 % EBIT margin.

Smartvault investerer stadig i vækst og voksede 30 % i 2020 mens det opererer ud fra break-even.

Getbusy handles i dag til 3,5x 2021 ARR. Vi mener dette er for billigt for et voksende SAAS-selskab med gode unit economics. Især når sammenlignelige selskaber handles til 5-10x.

Vi mener selskabet kan levere +40 % EBIT-margin i fremtiden (VC har allerede 50 % i dag), hvilket ville modsvare en P/E på ca. 10 ifht. dagens omsætning.

20 January 2021

GetBusy plc
2020 Unaudited Trading Update
Strong revenue growth and a robust foundation to scale

GetBusy plc ("GetBusy" or the "Group") (AIM: GETB), a leading developer of document management and task management software, is pleased to provide an update on trading for the year ended 31 December 2020.

The Group's performance has continued to be strong since the last trading update in September. Group revenue is expected to be slightly ahead of market expectations, despite the currency headwinds of the second half of the year. The investments in SmartVault announced in July are proceeding well.

Group recurring revenue growth is expected to be 15% at constant currency driven by strong annual revenue per user and growth in total user numbers; SmartVault was up 30% and Virtual Cabinet was up 6%. New customer wins for both document management businesses in the final quarter were very strong and churn levels in H2 were lower than in H1, offsetting the early stage impacts of the pandemic.

Net cash at the year-end of £2.3m, up 31% since 31 December 2019, was noticeably ahead of market expectations owing to the earlier than expected receipt of research and development tax credits in the UK. This, together with the recently signed £2m revolving credit facility, which is completely undrawn, provides a robust foundation to support the Group's investments in future growth

Kambi Plc (STO: KAMBI)

Kambi er stadig en af vores største positioner på trods af aktiens flotte udvikling. I dette tilfælde mener vi det er vigtigt at holde fast i sine vindere. Vi føler at Kambi kun er meget tidligt inde i sin vækstrejse.

Vi har konstant skulle høre på kommentarer som "deres forretning skalerer jo ikke" etc. over de sidste par år. Vi har altid været af den holdning at Kambis forretning netop er ekstremt skalerbar. Selskabet har bare valgt at investere markant i produktudvikling og ikke mindst markedslancering i USA. Vi fik bevist vores pointe her i Q4 regnskabet:

Fourth quarter financial breakdown

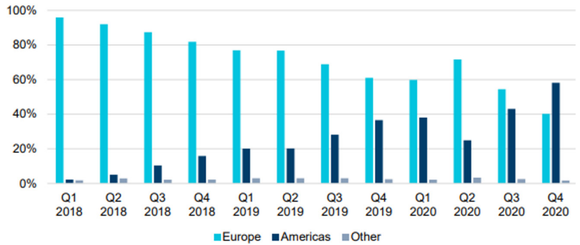
€m	Q4 2020	Q4 2019	*Change %*	Jan – Dec 2020	Jan – Dec 2019	Change %
Revenue	46.9	26.7	76%	117.7	92.3	28%
Operating profit	22.2	6.2	260%	32.2 [1]	14.7	119%
Operating margin	47.3%	23.1%		27.4%	16.0%	
Profit after tax	17.3	4.6	275%	24.1 [2]	10.4	130%
Cash flow [3]	20.5	4.4		28.7	8.6	
Net cash	53.5	37.7		53.5	37.7	
Earnings per share	€0.558	€0.152	267%	€0.781	€0.345	126%

[1] Operating profit excludes items affecting comparability recorded in Q1 2020 (bad debt expense of €0.6m)

[2] Profit after tax includes items affecting comparability recorded in Q1 2020 (bad debt expense of €0.6m)

[3] Cash flow from operating and investing activities excluding movements in working capital

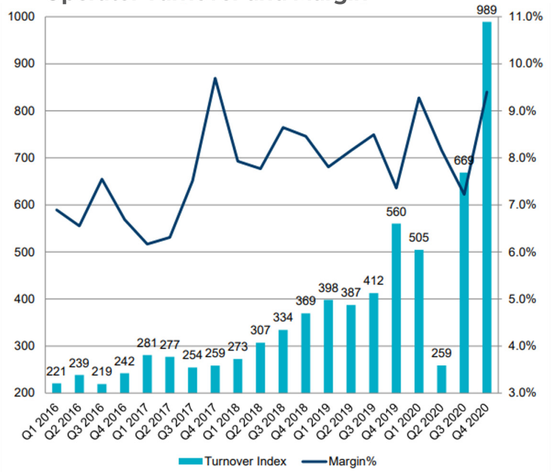
Operator GGR by geographical area



Som det kan ses formåede Kambi at skalere sin EBIT op fra ca. 23 % til 47 %. Vi mener denne skalering kun lige er startet og kan ultimativt se kambis EBIT margin gå til 50-60 %.

En anden væsentlig begivenhed er at USA allerede nu udgår størstedelen af Kambis omsætning i Q4. Dette er vel at mærke stadig kun via nogle få stater der trækker læsset. I takt med at flere og flere stater regulerer sportsbetting og de nyligt regulerede stater ekspanderer vil Kambi fortsætte med at se en stærk udvikling.

Operator Turnover and Margin



Som det kan ses ovenfor er omsætningsudviklingen i Kambis netværk stigende de fleste kvartaler (hvor Covid ikke lukker al sport). Mens den rapporterede omsætning vil svinge en del som følge af sportsbog-marginalen.

På trods af den flotte udvikling hos Kambi handles aktien stadig kun til en P/E omkring 20 målt på vores 2021 estimater. Når man sammenligner med hvad andre højvækstselskaber handles til så er det stadig en vanvittig høj discount. Flere af deres US peers der er meget uprofitable handles til markant højere multipler. Kambi har stadig kun en meget lav ownership % fra US investorer. Der er flere årsager hertil.

Først at Kambi er noteret på den svenske First-North børs. Dette er et område selskabet må adressere over de kommende år når +50 % af omsætningen kommer fra USA. Men en mere afgørende faktor er at selskabets ledelse bare er voldsomt ukarismatiske. Der er ingen tvivl om at Kristian Nylen er voldsomt dygtig, men han ville ikke være i stand til at sælge en flaske kildevand midt i ørkenen hvis man bad ham om det. Når han kommunikerer på conference calls virker det som om han lige er kommet ind fra en sørgelig begravelse. Dette på trods for at deres forretning performer bedre end nogensinde. Dette er et område de må adressere.

Den sidste grund til at vi mener værdiansættelsen stadig er for lav er at der efter vores mening har været al for stor fokus og negativitet omkring at 888 og Draftking har valgt at forlade Kambi. Det er selvfølgelig ikke gode nyheder, men vi mener det er blevet totalt overgjort indtil videre.

Q4 new partner wins

JVH and Belgian National Lottery

- In December, Kambi partnered with Dutch operator JVH Gaming & Entertainment
- JVH is the largest private casino operator in the Netherlands with more than 80 casinos
- Kambi also partnered with the Belgian National Lottery to relaunch its online and retail 'Scooore' sportsbook
- Two signings highlight the potential for further growth in the European market

Events after Q4

New partnerships with Racing & Wagering Western Australia and Casino Magic

- Racing & Wagering Western Australia (RWWA) is the state-run racing authority in Western Australia
- It currently operates a sportsbook online and across more than 300 retail agencies
- Kambi will upgrade the sportsbook and sees potential in the cross-sell of RWWA's racing bettors

- Casino Magic is an Argentinian operator that has a strong position in the province of Neuquén
- Argentina is in the process of regulating sports betting on a province-by-province basis
- The partnership builds on Kambi's early success in Latin America, a region with great potential

For det første fortsætter Kambi med at signe en masse nye spændende operatører rundt omkring i hele verden.

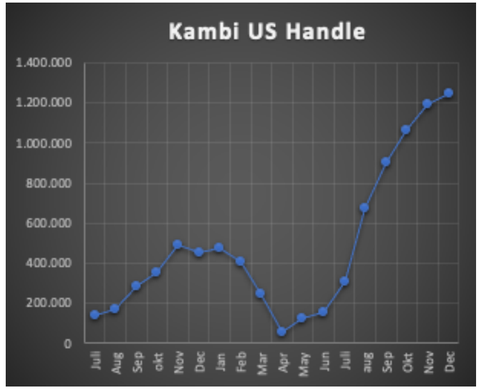
Men endnu mere vigtigt så har vi endnu ikke set effekten af at 888 og DK vil forlade dem. Dvs. er de reelt dygtige nok til at migrere væk fra Kambi og samtidig fastholde deres markedsandele? Det er jo ikke fordi kunderne er loyale til et brand. Hvis DK går væk fra Kambi og leverer et dårligere produkt vil kunden indenfor 5 minutter bare kunne hoppe over på en anden Kambi powered operatør. Og så er Kambi jo lige vidt.

De første eksempler har vi allerede set ved 888 i UK efter de migrerede over. Her har vi set ekstremt mange sure opslag på Twitter og Facebook etc. af utilfredse kunder der ikke kan lide det nye 888 produkt etc. Disse kunder kan i stor stil bare skifte til Unibet eller 32Red og spillere videre på Kambis produkt. Tonen har også allerede fået en anden lyd hos 888. Hvor de førhen snakkede om at migrere det hele in-house indenfor kort tid snakker de allerede nu om Kambi som en vigtig langsigtet partner i regulerede markeder som Italien, Spanien, Rumænien, USA, Danmark osv.

Vi er stadig ikke overbeviste om at 888 nogensinde vil forlade Kambi helt. Slet ikke med den respons de har fået i UK.

Det samme gør sig gældende hos Draftkings. Den nuværende melding er at de vil migrere væk fra kambi inden 1/10 2021. Men man skal huske at de købte Sbtech (som de selv præsentere som et komplet produkt på det tidspunkt) i december 2019 dvs. 1,5 år siden. Alligevel fortsætter de den dag i dag med at bruge Kambi ikke kun i eksisterende stater men også i nye stater. Vi vil tillade os at stille spørgsmål ved hvor godt deres in-house produkt reelt er når de stadig ikke er i stand til at bruge det i nye stater. Samtidig sælges Sbtech produktet stadig B2B. For nyligt er det gået live med Svenske Spel (efter mange forsinkelser). Skal vi ikke bare sige at modtagelsen ikke har været overvældende.

Man skal huske at Draftkings pt. er inde i en heftig kamp med især Fanduel om at erobre markedsandele og blive den ledende spiller. Samtidig er hele deres aktiecase bundet op på at de skal have høj vækst og blive markedsleder.



Jeg er stadig ikke 100 % sikker på at de midt i den kamp tør skifte størstedelen af deres produkt ud med et produkt som ingenting historisk har at vise for sig andet end store problemer. Men selv i det tilfælde at DK rent faktisk tør trykke på knappen 1/10 2021 og forsvinde væk fra Kambi, er vi så sikker på at Kambi vil miste markedsandelene fuldt ud? Eller er der en sandsynlighed for at Draftking vil starte med at tabe markedsandele til andre operatører som Kambi stadig supporterer?

Kun tiden vil vise dette, men indtil videre har både analytikere og mange andre markedsdeltagere fuldt ud regnet med at DK vil forsvinde 100 %. Vi ser derfor kun positive nyheder på den front.

Hvis man zoomer lidt ud og kigger på det større billede er det amerikanske marked stadig kun lige begyndt. Samtidig ser vi øget regulering i Holland, Tyskland, Latinamerika, Canada osv. Alle disse nye regulerede markeder er guf for Kambi som har vist som at være det ledende produkt til at vinde regulerede markeder.

Flere af de stater der regulerede først såsom New Jersey og Pennsylvania viser stadig høje vækstrater, hvilket hele tiden skubber det samlede potentielle marked højere og højere.

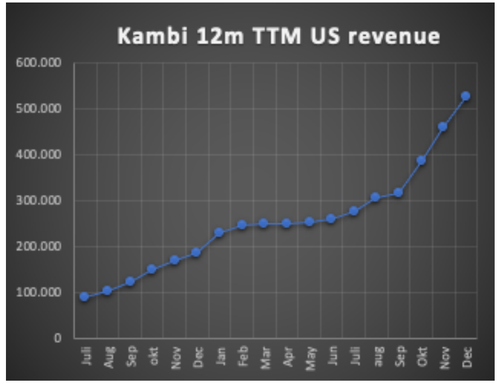
Her har vi vist Kambis US handle for de operatører Kambi supporterer. Trenden er markant opadgående. Det er værd at huske at Covid selvfølgelig ramte sport henover sommeren. Herudover er sportskalenderen altid lidt svagere henover sommeren.

> ***Flere af de stater der regulerede først såsom New Jersey og Pennsylvania viser stadig høje vækstrater, hvilket hele tiden skubber det samlede potentielle marked højere og højere.***

Men hvis man i stedet ser på 12 måneders rullende omsætning i USA får man udlignet både sæsonudsving samt udsving i sportsbogsmarginalen. Her bliver billedet endnu mere entydigt for Kambi og man kan se at væksten YoY ikke blot vokser men faktisk accelererer.

Samtidig ser vi nu en sneboldeffekt i USA hvor flere og flere stater ønsker at regulere. Mange af de stater der har været tilbageholdende kan nu se hvor mange skattekroner deres nabostater tjener. Samtidig har vi set flere eksempler på gamblere der simpelthen tager toget eller bilen til en anden stat for at foretage sine bets og dermed aflevere skattekroner til nabostaten. Dette skaber en effekt hvor flere og flere stater nu vil åbne op.

Det er fristende at se på en aktie der er steget så meget og tænke at det er på tide at trække profitten hjem og fokusere på en anden ide. Vi er uenige heri. Kambi handles stadig kun til 20x P/E med en omsætningsvækst der pt. ligger på +50 % YoY. Det er alt for billigt.



Naked Wines (LON: WINE)

Vi præsenterede i April 2020 vores investeringscase omkring Naked Wines da aktien var i kurs 318.

(Naked Wines). I dag er den i +700p og vi har flere aktier i WINE i dag end vi havde dengang. Over det seneste år har en masse andre managers og hjemmesider analyseret WINE, men da vi fremlagde investeringscasen tilbage i april var det ikke ligefrem en konsensusinvestering.

Vi bliver mere og mere positive på Naked Wines jo mere vi lærer om selskabet og deres CEO Nick Devlin. Det er en type forretningsmodel markedet bare konstant vil undervurdere. Deres position i markedet og vækstmuligheder er markante. Når vi ser på analytikernes estimater for de kommende 2-3 år har vi internt en del højere forventninger.

Vi mener derfor at Naked Wines vil blive ved med at outperforme over de kommende år. Intern opererer vi med et kursmål på +2000p pr. aktie.

Min ven og kollega Elliot Turner fra RGA Investments Advisors gav en fremragende gennemgang af Naked Wines i hans Q4 update. Så i stedet for at gennemgå casen endnu engang vil jeg anbefale folk at læse Elliots brev.

Year-End-2020-Commentary_FINAL.pdf (rgaia.com)

RGA estimerer at Naked Wines kan have en fair value på 2.240p pr. aktie. Selv ved forholdsvis forsigtige antagelser. Vi er enig med Elliot og er super positive på Naked Wines.

DCF	2021	2022	2023	2024	2025
Total Contribution Profit	**£ 27.3**	**£ 58.5**	**£ 71.2**	**£ 90.7**	**£ 104.8**
Fixed Costs	-£ 33.5	-£ 38.5	-£ 46.2	-£ 53.2	-£ 59.8
Adjusted EBIT	**-£ 6.2**	**£ 20.0**	**£ 25.0**	**£ 37.5**	**£ 45.0**
Net Finance Charge	-£ 0.5	-£ 0.5	-£ 0.5	-£ 0.5	-£ 0.5
EBT	**-£ 6.7**	**£ 19.5**	**£ 24.5**	**£ 37.0**	**£ 44.5**
Tax Expense	£ -	-£ 3.7	-£ 4.7	-£ 7.0	-£ 8.5
Net Income	**-£ 6.7**	**£ 15.8**	**£ 19.8**	**£ 30.0**	**£ 36.0**
Capex	-£ 1.6	-£ 1.9	-£ 2.5	-£ 3.2	-£ 3.9
Working Capital	£ -	£ -	£ -	£ -	£ -
D&A	-£ 1.6	-£ 1.9	-£ 2.5	-£ 3.2	-£ 3.9
FCF	**-£ 10.0**	**£ 11.9**	**£ 14.8**	**£ 23.6**	**£ 28.3**
N	0.125	1.125	2.125	3.125	4.125
PV	**-£ 9.9**	**£ 10.7**	**£ 12.0**	**£ 17.5**	**£ 19.1**

WACC		10%
2025 Repeat Customer EBIT	£	132
Implied SS EBIT Multiple (10% Margin)		29.8x
Terminal Multiple		17.5x
Terminal Value	**£**	**2,304**
Pv of Terminal Value	£	1,558
PV of Projection Period Cash Flows	£	50
EV	**£**	**1,608**
Net Cash	£	74
Market Cap	**£**	**1,682**
Shares Outstanding		75
Price Target	**£**	**22.4**
Current Price	£	6.8
Target Price Multiple of Current Price		**3.3x**

KPI Sales Buildup	**2021**	**2025**
Number of Angels	800	1,500
Orders Per Angel	2.5	2.25
ASP per Bottle	£ 11.00	£ 16.11
CAGR		10.0%
Bottles Per Oder	12	12
KPI Sales Buildup	**£ 264.0**	**£ 652.3**
DCF/Retention Sales Buildup	£ 264.8	£ 649.0

Protector Forsikring ASA (OSL: PROTC)

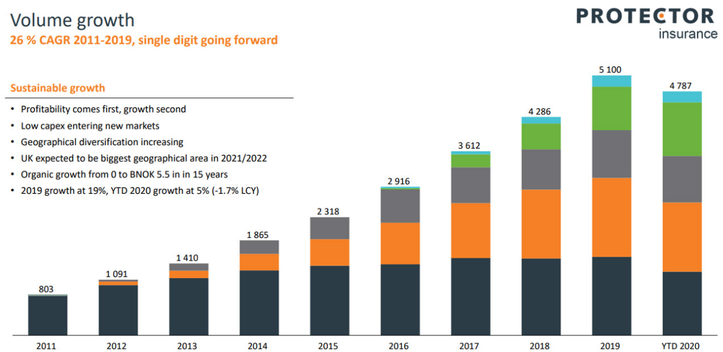
Vi beskrev vores investering i Protector Forsikring i denne opdatering i juni 2020: (Protector Forsikring)

Protector har bare fortsat med at levere flot siden dengang. Rent faktisk har Protector overperformet vores forventninger en del både på Combined Ratio og på investeringsafkastet.

Rent faktisk har vi ikke solgt Protector siden vi nævnte den i 36 NOK. Vi har løbende købt endnu mere op. Selv til dagens kurs omkring 72 NOK (+100 % afkast siden juni) har vi stadig været nettokøbere i aktien.

Protectors forretningsmodel er simpel (og minder på mange måder om GEICO). Hav de markant laveste omkostninger og mest strømlinede organisation. Brug dette til at have lavere priser og vinde markedsandele. Fokuserer dine investeringer på at tjene flest mulige penge ikke kun at have den laveste risiko etc. Og det har virkert for Protector.

Man har vækstet sin forretning og nåede i 2020 en omsætning på 5.516 NOK, hvilket var en vækst på 8 % i forhold til året før. Man guider med 10 % omsætningsvækst igen i 2021 hvorefter væksten vil accelerere igen fra 2022 og frem.

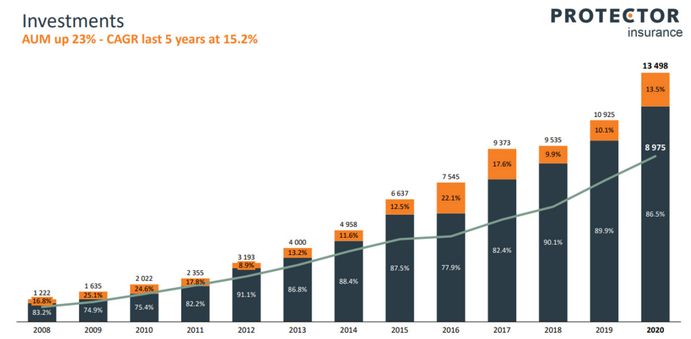


Som de fleste ved havde Protector et dårligt 2018 og 2019 mål på Combined Ratio som endte omkring 98-103. Man gik derfor i gang med at hæve priserne markant for at genskabe profitabiliteten. Der har altid været en misforståelse i markedet om at man enten skulle vælge mellem vækst eller profit.

Herudover mente vi det var en kæmpe misforståelse at rigtig mange troede det ville blive umuligt for Protector at hæve priserne og samtidig fastholde deres omsætning. Protector har dog indtil videre gjort kritikerne til skamme. På trods af prisstigninger på samlet 30-40 % over de sidste 3 år (2019, 2020 og 2021) har Protector formået at fastholde en pæn omsætningsvækst. Man har via disse prisstigninger fået genskabt sin profitabilitet. Combined Ratio endte i 2020 på 94,8 – en markant fremgang fra 2018 og 2019. Samtidig forventer Protector en forbedring igen i 2021 til 90-92.

Den høje vækst hos Protector har medført at de også løbende har haft et øget float som de har kunne investere og tjene penge på.

Protector har samtidigt en stærk track rekord indenfor deres investeringer hvor de markant har slået alle konkurrenterne i Skandinavien over de sidste 1, 5 og 10 år.



Vi mener stadig Protector er en super billig aktie. I dag handles de til en P/E på ca. 6-8 ved et normaliseret investeringsresultat. Samtidig vil Protector have store fordele af øget renter.

Dette fortæller ikke engang hele sandheden. Protector er i dag markant overkapitaliseret med en solvensgrad på +200 %. Selskabets egen målsætning er at ligge omkring 150 % langsigtet. Protector kunne derfor returnere op mod 10-20 % af markedsværdien til aktionærerne, hvilket ville give en underliggende P/E på 5-6. Hvis der er andre der kan finde en aktie der er vokset +20 % årligt over de sidste +10 år der handles til disse multipler må de meget gerne sige til.

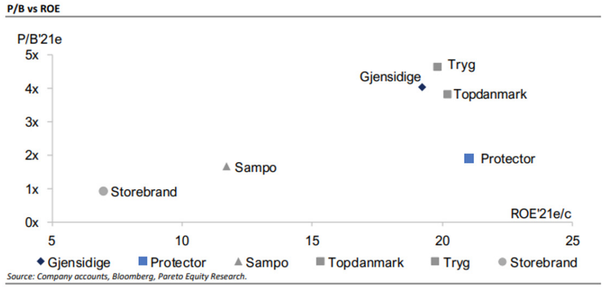
WACC:	10,00%										
	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	Terminal
Premium written:	6.000	6.600	7.260	7.913	8.626	9.316	10.061	10.765	11.411	11.982	
Premium earned:	5.300	5.830	6.413	6.990	7.619	8.229	8.887	9.509	10.080	10.584	
Vækst	10%	10%	10%	9%	9%	8%	8%	7%	6%	5%	2%
CR	91%	91%	91%	91%	91%	91%	91%	91%	91%	91%	91%
Resultat forsikring	477	525	577	629	686	741	800	856	907	953	953
Investeringer	14.250	15.675	17.243	18.794	20.486	22.125	23.895	25.567	27.101	28.456	28.456
Return:	4,5%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%	3,6%
Investeringsresultat	641	564	621	677	737	796	860	920	976	1.024	1.024
Total resultat	1.118	1.089	1.198	1.306	1.423	1.537	1.660	1.776	1.883	1.977	1.977
Tax	-162	-208	-229	-249	-272	-294	-317	-339	-360	-378	-378
Skattesats	-14,3%	-19,0%	-19,0%	-19,0%	-19,0%	-19,0%	-19,0%	-19,0%	-19,0%	-19,0%	-19,0%
Resultat efter skat	956	881	969	1.057	1.151	1.243	1.343	1.437	1.523	1.599	1.599
Dividend %	100%	70%	75%	75%	75%	75%	75%	80%	80%	80%	95%
Total dividend:	**956**	**617**	**727**	**793**	**863**	**932**	**1.007**	**1.150**	**1.218**	**1.279**	**18.988**
Equity pr	**3.050**	**3.050**	**3.314**	**3.557**	**3.821**	**4.109**	**4.419**	**4.755**	**5.042**	**5.347**	**5.667**
ROE	**31,4%**	**28,9%**	**29,2%**	**29,7%**	**30,1%**	**30,3%**	**30,4%**	**30,2%**	**30,2%**	**29,9%**	**0**
EPS	**11,6**	**10,7**	**11,7**	**12,8**	**14,0**	**15,1**	**16,3**	**17,4**	**18,5**	**19,4**	
P/E	**7,5**	**8,1**	**7,4**	**6,8**	**6,2**	**5,8**	**5,3**	**5,0**	**4,7**	**4,5**	
Total NPV:	**15.000**		Kurs								
Shares:	82,5		87								
Fair Value	**172,0**										

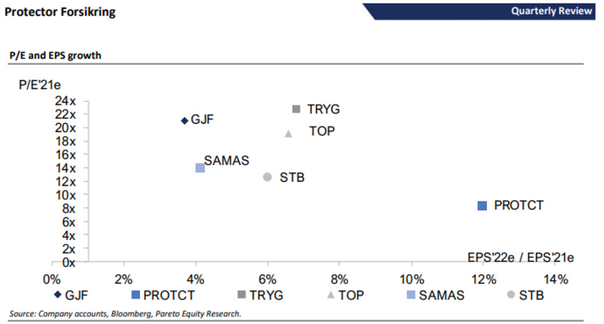
Her er vist to grafer fra Pareto der laver en peer sammenligning af Protector. Som det kan ses har Protector den højeste estimerede ROE i branchen. Alligevel handles de til den laveste P/B ratio (hvis man justerer for at Sampo og Storebrand har store bankforretninger).

Billedet er endnu mere markant hvis man ser på P/E målt i forhold til EPS-væksten. Som det kan ses har Protector den højeste estimerede vækst i 2022 vs. 2021 på ca. 12 %. Alligevel handles aktien til de markant laveste multipler. Protector højeste ROE og højeste vækst men laveste P/B og P/E. Der er stadig markant upside i Protector.

Protector har den højeste estimerede vækst i 2022 vs. 2021 på ca. 12 %. Alligevel handles aktien til de markant laveste multipler.

Relative pricing





Wandisco Plc (LON: WAND)

Vi gennemgik kort Wandisco i vores H2 2020 nyhedsbrev: H2 2020 Nyhedsbrev. Der er ikke en masse ting som har ændret sig siden da. Vores investerings er ret enkelt.

Her er hvad vi ved:

- Wandisco har værdifuld teknologi der er verificeret af Amazon, Microsoft, IBM etc.
- Der er et behov for produktet (GoDaddy, AT&T, Johnson Control, Daimler etc.)

Her er hvad vi ikke ved:

- Hvor stort er det potentielle marked?
- Hvor længe har kunderne brug for produktet?

Investeringscase:
Casen omkring Wandisco er at de historisk har solgt produktet via deres egen salgsstyrke på 5-10 personer der har skullet sælge det via store engangslicenser uden direkte integration. Pr. ultimo 2020 er Wandisco dybt integreret i Microsoft Azure og fuldt funktionsbar i Amazon AWS. Samtidig er det nu ikke Wandiscos 5-10 sælgere der skal sælge produktet men +2.000 sælgere hos AWS og Azure.

Som nævnt er vi ikke 100 % sikre på at der reelt er et marked for produktet. Der er risiko for at tabe alle sine penge på denne aktie. Men vi mener det er værd at tage et mindre bet på casen. Er der reelt et stort udækket behov som Azure og AWS kan afdække taler vi om en aktie som jeg nemt kan se vil stige 1.000 % indenfor kort tid.

Where Food Comes From (NSQ: WFCF)

Vi er stadig meget positive omkring vores investering i Where Food Comes From (WFCF). Vi beskrev vores investeringscase i WFCF tilbage i marts 2020: (WFCF)

WFCF var en af de aktier i vores portefølje der blev hårdest ramt af Covid på kort sigt. Deres adgang til Poultry, Pork, Egg & Dairy producenter har været næsten helt nedlukket i løbet af 2020. Dette har betydet en stor omsætningstilbagegang indenfor dette segment. Det er værd at notere sig her at dette fald ikke er demand-dreven men ren supply-dreven. Producenter vil (og skal jf. lovgivningen) have audits fremadrettet, men pga. afstandskontrol og limiteret adgang til mange faciliteter er disse blevet udskudt. Dette segment vil altså bounce stærkt tilbage på den anden side af Covid.

WFCF formåede dog at levere en flot vækst i deres høj-margin beef segment på 20-30 % YoY i 2020. Denne vækst betød at WFCF samlet set kun endte med et omsætningsfald på ca. 3 % i 2020 sammenlignet med 2019. Et meget flot resultatet når man ser på de store udfordringer selskabet havde. Den dygtige ledelse med John og Leann Sounders i spidsen formåede samtidig at skære omkostninger til, omlægge til digitale audits i mange situationer bruge muligheden på at optimere cash flow og købe egne aktier tilbage. Dette betød at WFCF formåede at styrke sin EBITDA og EBIT-margin i forhold til året før, hvilket i sidste ende betød en vækst på ca. 35 % på EPS i forhold til året før.

En af de ting Covid generelt har gjort er at de større er blevet stærkere og de små har haft det hårdt. Dette har også gjort sig gældende her hvor WFCF har set flere af deres konkurrenter gå konkurs. Dette er noget vi tror vil accelerere og give WFCF mulighed for at tage markedsandele eller opkøbe nødlidende konkurrenter.

Leann kommenterede på dette på det seneste conference call:

From a competitor perspective, we have started to see some of our competitors go out of business, some of the smaller certification bodies. We've specifically seen [two organic certifiers], large organic certifiers go out of business just in the last three months. So, it's been a challenge for those that weren't diversified and I think just has leadership teams that were able to innovate so quickly so that we had the technology arm that we had tied with, just a great leadership team that helped us to do things others could not.

Samtidig offentliggjorde WFCF at de var blevet gjort til eksklusiv auditor for det nye upcycle initiativ omkring reduktion af madspild:

> If you're not familiar with the upcycle movement, particularly as it pertains to food, go to www.upcycledfood.org. [Indiscernible] developed by the Upcycled Food Association is designed to reduce food waste by promoting upcycled food economy. Upcycled products use safe nutritional ingredient ingredients that for any number of reasons would otherwise have gone to waste.
>
> Upcycled certification is available to operators that grow produce, manufacture, process, and trade in food beverages and other related food products. To earn certification they must demonstrate that the ingredients they handle have been sourced and produced using verifiable supply chains. It is estimated that more than 40% of food grown annually goes to waste. In the U.S. alone it is believed that 62.5 million tons of food is wasted annually in the growing and processing stages alone.

Vi forventer at se Nasdaq godkende WFCF's ansøgning indenfor de kommende uger. Vi mener WFCF aktien kan ende med at eksplodere efter en Nasdaq notering og inklusion i forskellige ETF etc. WFCF rammer nærmest alle ESG-trends indenfor dyrevelfærd, miljø, fødevaresikkerhed etc. Aktien vil passe perfekt ind i mange ESG-fonde. Men selskabet har et meget stramt free float og et aktivt aktietilbagekøbsprogram. Vi tror der kan blive kø ved indgangen, hvilket vil kunne presse kursen markant op.

WFCF er ikke en billig aktie. Aktien handles i dag til ca. 26 x vores 2021 FCF-estimater og ca. 20x vores 2022 FCF-estimater. Vi holder dog stadig aktien og ser stor upside over tid. WFCF er vokset +20 % årligt de sidste +10 år. En fantastisk trackrekord. De har så meget medvind pt. på grund af deres markedsposition i en masse hastigt voksende nicher og de er ledet af et super dygtigt og dynamisk ægtepar i John og Leann.

Symmetry

CVR: 35 05 64 67

aa@symmetry.dk

www.symmetry.dk