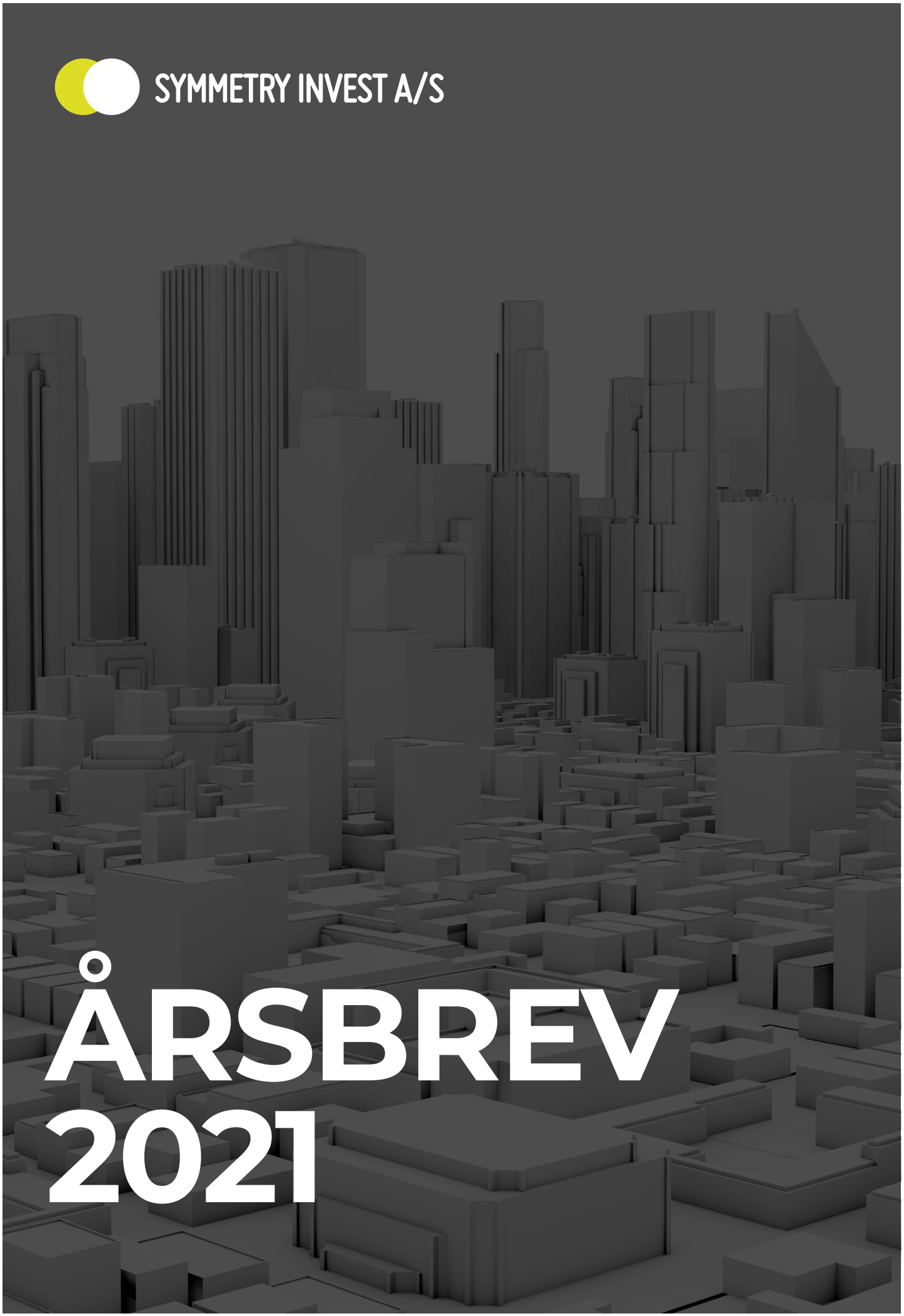
SYMMETRY INVEST A/S



ÅRSBREV 2021

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 2021 steg indre værdi per aktie med 37,8 %

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			10,6			3,5			3,4	19,9	24,6	6,8	44,3
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	1,9	-4,5	-4,4	0,8	-0,8	-5,9	-4,5	-1,8	-0,9	-12,8	1,9	0,3	-27,7	-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
FY21	9,0	8,3	8,0	5,0	0,1	-0,5	2,2	4,8	-2,7	3,9	-5,4	0,9	37,8	45,7	19,1	75,6

Vi er godt tilfredse med vores samlede afkast igen i 2021. Vi formåede at levere afkast der var ca. dobbelt så høje som det generelle marked. Og det vel at mærke med en nettoeksponering på ca. 75 % henover året. Vores mål er som altid at levere de bedste risikojusterede afkast over tid. Her er vi også tilfredse med et årligt afkast efter alle fees på 23 % årligt og ca. 30 % årligt brutto.

Zoome ind og ud:

De fleste faste "følgere" af Symmetry er nok også bekendt med verdens bedste investor Warren Buffett. Især hans enestående track rekord er velkendt:

Compunded Annual Gain - 1965-2021	20.1%	10.5%
Overall Gain - 1964-2021	3.641.613%	30.209%

Et årligt afkast på 20,1 % pr. år sammenlignet med markedets 10,5 % lyder måske ikke af meget. Men over nok år er forskellen enorm. 3.641.613 % (det er ikke en fejl) mod 30.209 %.

Det de fleste dog ofte glemmer når de går igennem denne flotte rekord er at de sidder med slutresultatet. Det er langt mere kompliceret at estimere slutresultatet undervejs. Især i de perioder hvor tingene ikke er gået Warrens vej. På den næste side er vist de år man som investor ville være nødt til at gennemleve for at få slutresultat.

Det er værd at huske at dette er målt på årlig basis. Så man på "intra-year" drawdowns ville de være endnu større.

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
Symmetry	37,8%	524,6%	23,0%
MSCI ACWI	19,1%	126,1%	9,7%
Stoxx 600	22,3%	69,5%	6,2%

Hvorfor
Er det relevant?

Det er relevant fordi det illustrerer det de fleste allerede godt ved – vejen til succes er ikke lineær. Det er nemt at huske på når man står på en top og meget svært når man står i "lort til knæene".

1965	49.5
1966	(3.4)
1967	13.3
1968	77.8
1969	19.4
1970	(4.6)
1971	80.5
1972	8.1
1973	(2.5)
1974	(48.7)
1975	2.5
1976	129.3
1977	46.8
1978	14.5
1979	102.5
1980	32.8
1981	31.8
1982	38.4
1983	69.0
1984	(2.7)
1985	93.7
1986	14.2
1987	4.6
1988	59.3
1989	84.6
1990	(23.1)
1991	35.6
1992	29.8
1993	38.9
1994	25.0
1995	57.4
1996	6.2
1997	34.9
1998	52.2
1999	(19.9)
2000	26.6
2001	6.5
2002	(3.8)
2003	15.8
2004	4.3
2005	0.8
2006	24.1
2007	28.7
2008	(31.8)
2009	2.7
2010	21.4
2011	(4.7)
2012	16.8
2013	32.7
2014	27.0
2015	(12.5)
2016	23.4
2017	21.9
2018	2.8
2019	11.0
2020	2.4
2021	29.6

Symmetry årsbrev

Som de fleste af jer ved udgiver Symmetry halvårlige investorbreve hvor vi går i dybden med forskellige temaer som direkte eller indirekte omhandler investeringsverdenen. I vores nyhedsbreve kommenterer vi kun sporadisk på vores portefølje og enkeltaktier. I stedet tager vi temaer op som vi mener er relevante for vores læsere. I de årlige investorbreve er det lige omvendt. Her diskuterer vi kun "investeringsfilosofi" meget lidt – til gengæld bruger vi tiden på at gennemgå året der er gået samt går mere i dybden med vores portefølje. For de af jer der skulle have lyst til at genlæse vores nyhedsbreve findes der nedenfor et link hertil samt en kort overskrift over det pågældende emne som vi behandler:

Nyhedsbrev	Tema
2021 H2	Emerging manager, being unique? The use of a performance coach.
2021 H1	"Deep Work", time optimization, internal capital allocation
2020 H2	FOMO, CEO Interactions, Inflection point investing
2020 Q2	"All Weather portfolio", Invest in yourself (sleep, health & happiness)
2020 Q1	Covid 19, volatility, staying calm and looking ahead
2019 Q4	Alpha, fund size, primary research?
2019 Q3	Public vs. private equity, follow up on cases
2019 Q2	Short selling, changing your mind
2019 Q1	Personal money vs. running a fund, the stock market over time

Genintroducere "All Weather Porteføljen"

En af de ting vi har gjort en del ud af i de tidligere Nyhedsbreve er at introducere vores "all-weather" portefølje. Dette er mere relevant end nogensinde før. De sidste 3 år har budt på ekstreme opdelinger af aktier i mindre og større "grupper/faktorer". Teknologiaktier vs. råvareaktier, value-aktier vs. growth-aktier, Covid-vindere vs. Covid-tabere etc. Det virker som om at alle investorer har enormt travlt med at placere labels på aktier og placere dem i kategorier. Hos Symmetry prøver vi ikke på at gå "all-in" i enkelte kategorier men at lave smarte investeringer på tværs af markedet. Vi kan godt lide vækstaktier og teknologiaktier men vi vil ikke betale 15-20x omsætningen for dem. Vi kan også godt lide traditionelle value-aktier men vi vil ikke betale 3x P/E hvis det er et gældsat selskab på toppen af en cyklus.

Det har den indvirkning af Symmetry aldrig vil blive den bedste fond i et enkelt år:
- Vi var ikke all-in i teknologiaktier i 2020
- Vi var ikke all-in i reopening/stimulis aktier i 2021
- Vi er ikke all-in i råvareaktier i 2022.

Til gengæld har vi også undgået de store tab som mange "deep-value" investorer havde i 2017-2020 eller som teknologiinvestorer har haft i 2021-2022. Vores mål er at levere gode afkast henover en hel cyklus ved at have en portefølje der kan klare sig godt under de fleste forhold men aldrig komme helt til tops.

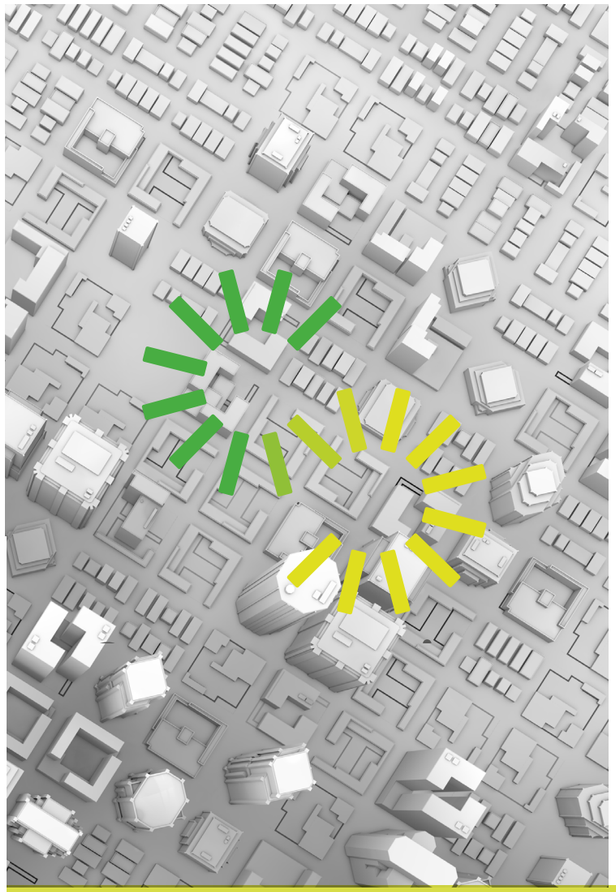
En større og stærkere forretning

Udover at levere stærke aktieafkast har Symmetry også formået at fortsætte vores gode udvikling som forretning igennem 2021.

Vores "Asset under management" er vokset fra ca. 220 millioner kroner ultimo 2020 til ca. 490 millioner kroner ultimo 2021. Dette har ikke været et resultat af et ekstraordinært fokus på at tiltrække investorer. I stedet har de fleste investorer fundet os. Vi holder snuden i sporet, forsøger at levere høje afkast til de eksisterende investorer samt at fortælle om vores strategi og filosofi i disse "breve". Gør vi dette er vi sikre på at vi over tid nok skal tiltrække de rigtige investorer. Og vigtigst af alt; Investorerne vælger os, vi sælger ikke til dem. Der er milevidt til forskel på en investor som er blevet "solgt" en fond set i forhold til en som aktivt har valgt en fond baseret på en due diligence af fonden.

Symmetrys investorer er heldigvis blandt de absolutte bedste. Vi har igennem hele vores løbetid kun haft meget minimale outflows og de få outflows der har været har ofte ikke været relateret til vores investeringsstrategi og resultater men i stedet udefrakommende faktorer. Samtidig ser vi at de eksisterende investorer løbende investerer flere penge hos Symmetry. Når vi kan levere et produkt til folk som de er tilfredse med er det naturligt at de overvejer at placere en større andel af formuen hos os.

At få mere AUM ind har også gjort at vi har kunne geninvestere vores voksende fees i at gøre vores produkt og forretning endnu bedre. I 2020 ansatte vi Henrik som vores 2. medarbejder og forøgede vores budget til data og abonnementer.



I 2021 tog vi skridtet videre og fordoblede igen vores medarbejderantal. Først ved ansættelsen af Casper som vores CFO i sommeren 2021 og senest med ansættelsen af Jon som vores CTO i slutningen af året.

Casper har lynhurtigt fået overtaget vores administration og optimeret vores interne processer. Udover at have forbedret vores eksterne og interne rapportering har han også frigjort en stor del af min tid som i stedet kan bruges på investeringsarbejde.

At tiltrække en fuldtids CTO er noget som længe har været højt på min ønskeliste. Symmetry har ingen ønsker om at blive en kvantbaseret fond, men selv med en fundamental investeringsstrategi kommer man ikke udenom at indsamling, strukturering og analyse af data er altafgørende. Henrik og jeg har løbende arbejdet med forskellige excel- og wordfiler til forskellige opgaver. Jon er step for step begyndt på at flytte disse ind i et integrereret cloudbaseret ERP-system. Samtidig er vi begyndt på at tilknytte en større del af vores eksterne dataleverandører til vores interne system via åbne API. Jon er stadig kun et par måneder inde i arbejdet men vi har store forhåbninger til hvad vi kan få ud af hans arbejde. Vi kan automatisere mange af de manuelle opgaver Henrik og jeg gjorde, strukturere vores research og dataindsamling bedre, udarbejde smarte dashboards med vigtige KPI's samt optimere vores porteføljе- og risikostyring.

Vi forventer også at skulle ansætte flere personer i Symmetry i løbet af 2022 men vi har ikke planer om at skulle fordoble antallet for 3. år i træk. Vi ønsker at forblive en mindre, fleksibel og hurtig forretning.

INVESTERINGSTEAM

CFO
Casper Munksø Thomsen

- Startede hos Symmetry i juni 2021
- Tidligere revisor med 8 års erfaring fra BDO i Aalborg
- Cand.merc.aud.

Stifter og CEO
Andreas Aaen

- Stifter af Symmetry Invest A/S i 2013
- Tidligere revisor med 8 års erfaring fra BDO i Frederikshavn
- Cand.merc.aud.

Porteføljemanager
Henrik Abrahamsson

- Startede hos Symmetry i juni 2020
- 11 års erfaring som oddscompiler og head trader
- Financial economics uddannelse

CTO
Jon Højlund Arnfred

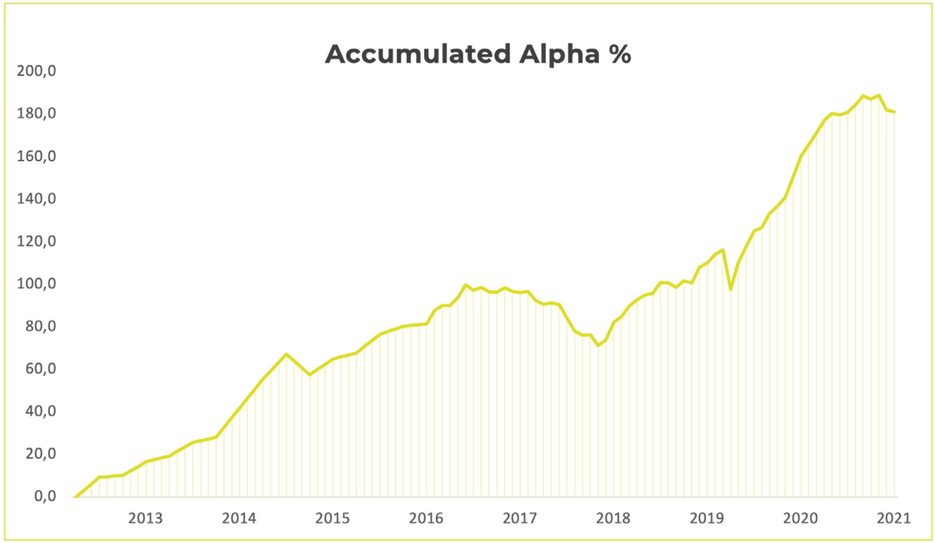
- Startede hos Symmetry i januar 2022
- 8 års erfaring indenfor IT, herunder udvikling, programmering etc.
- Computer Science uddannelse

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
2021	57,3%	-30,00%	27,3%	38,1%	-10,8%
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	*27.3%*	*-4,8%*	*20,1%*	*17,1%*	*5,1%*



Vi havde igen i 2021 et fantastisk godt år med en alpha på 27 %. Det var dog ikke et nemt år hele vejen igennem. Mens vi havde vores bedste år nogensinde på lang siden med et bruttoafkast på næsten 60 % var det straks sværere med short porteføljen. Vi havde hverken Gamestop eller AMC i vores shortbog. Alligevel var det et år hvor privatinvestorer købte elendige selskaber og kørte deres aktiekurser højere og højere op.

Som det kan ses ovenfor har vi dog totalt set fastholdt en forholdsvis konsistent alpha generering. Det er den måde vi bedst kan lide at tjene vores penge. Ikke ved at køre ekstrem risiko eller gearing på den ene side af markedet. Men ved i stedet at slå markedet på begge sider, hvilket over tid vil levere stærke risikojusterede afkast.

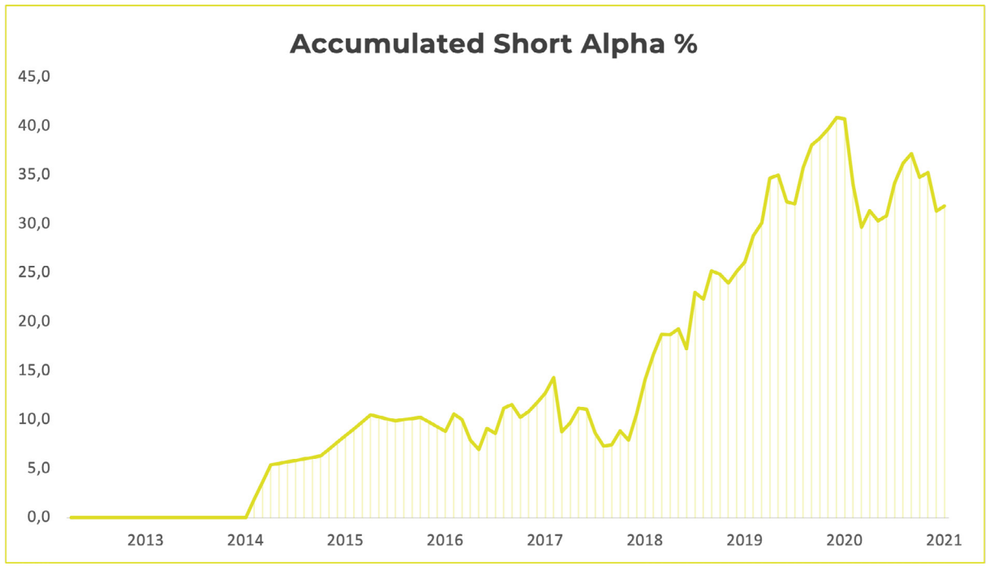
Short alpha

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 bedre**
3. **Vi kan skabe reelle overskud**
4. **Vi mener man bliver en bedre lang investor ved også at short sælge.**

Nedenfor er vist vores akkumulerede alpha på short siden.



Overordnet set kan jeg ikke være utilfreds med vores afkast på short siden. De fleste der har prøvet det ved hvor svært det er at skabe alpha over tid. Det har vi formået hos Symmetry. Endda uden at have perioder hvor vi har klaret os markant dårligere. 2021 var ikke et godt år for os. Vi var short nogle "shitty" selskaber som markedet valgte at sende op i 2021. Samtidig var vi for tidligt ude med at shorte "stimulis" vindere. Timing er svært, især på shortsiden.

Når det er sagt har vi haft et fantastisk 2022 indtil videre. Alene i de første 2,5 måned har vi formået at indhente hele den negative alpha fra 2021 og mere til. Det betyder også at vi nu har sat en ny ATH på akkumuleret alpha.

Ydermere har vi nu akkumuleret set tjent penge på shorts siden starten på Symmetry. Det er meget få fonde der over et 9-årigt bullmarked har formået at tjene penge på shorts. Det har vi hos Symmetry. Vel at mærke målt i absolut DKK. Målt i % har vi stadig en lille del at hente ind.

Ligesom på lang siden (nævnt under "all-weather" kommentaren) har vi også på short siden prøvet at undgå alle former for "story stocks", "meme-stocks" etc. Vi har undgået shorts der havde en uforholdsmæssig høj short eksposure og været disciplineret på vores position-sizing. Vores short portefølje er en bunke kedelige mid-cap selskaber med fundamentalt dårlige forretningsmodeller som midlertidigt har fået gode resultater som ikke vil vare ved. Bare fordi en gris får læbestift på er den stadig en gris.

Long alpha

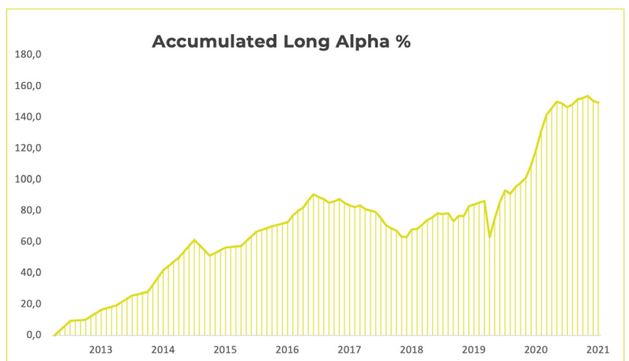
Vores alpha på lang siden er mere volatil. Dette skyldes primært at vi er mere koncentreret på lang siden, men også fordi vi ofte investerer i mindre selskaber der også er mindre likvide. Dette betyder ofte større udsving i aktiekurserne. Herudover er det kun få af vores lange positioner som er en del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

Overordnet set er vi stadig tilfredse med afkastet på vores lange portefølje. Mens der selvfølgelig er perioder hvor tingene ikke går vores vej har vi over tid formået at levere et reelt merafkast til det generelle aktiemarked.

I 2021 havde vi vores bedste år nogensinde på lang siden. Både absolut set med et bruttoafkast på hele 57 % samt relativt set med et merafkast på 38 % i forhold til det generelle marked. Vores afkast var båret af en bred vifte af aktier som outperformede markedet. Især vores 3 største aktier i form af Franklin Covey, JDC Group og Protector Forsikring leverede imponerende resultater med tæt på 100 % hver især.

Vi formåede samtidig at holde disciplinen i vores portefølje hvor vi især i første halvdel af 2021 solgte ud af aktier som var steget kraftigt og nærmede sig vores kursmål. Aktier som Kambi, Naked Wines og PAR Technology var således aktier hvor vi tog en del profit hjem da de handlede omkring deres højeste kurser. Vi geninvesterede afkast herfra i billigere aktier såsom JDC, Relesys og Epsilon henover året.

Markedet har ofte travlt med at sætte labels på investorer. Er man valueinvestorer, vækstinvestor, teknologiinvestor etc. Hos Symmetry foretrækker vi ikke at have en label på os. Vi ønsker at være fleksible i vores tilgang til markedet. Vi købte PAR Technology i 10-15 $ i marts 2020 da markedet mente restauranter aldrig ville åbne igen. Vi solgte PAR i starten af 2021 i 70-90 $ da vi mente 15-20x ARR var alt for høj en multipel til at vi kunne få et ordentligt afkast fremadrettet. Og vi har købt en del op igen i starten af 2022 hvor aktien er kommet ned omkring 5x ARR igen. Er vi vækstinvestorer når vi køber PAR? Og valueinvestorer når vi sælger PAR og køber Protector etc.? Vi mener ikke det er aktuelt at placere en label. Vi vil altid investere der hvor vi ser det bedste langsigtede afkast i forhold til risikoen.



Performance benchmark

Hedgenordics database følger størstedelen af de Skandinaviske hedgefonde og har dermed performance reviews. Som vi skrev sidste år formåede vi i 2019 at komme ind som nummer 4. I 2020 fik vi en 8. plads og i 2021 gik vi en plads frem til en 7. plads. Dette er helt i tråd med vores strategi. Som vi har nævnt flere gange forventer vi ikke at kunne gå helt til tops i et enkelt år. Men fordi vi de sidste 3 år er gået i top 10 hvert år (ud af flere 100 fonde) bliver vores langsigtede afkast godt.

Det bringer os frem til den vigtigste målestok vi har. Nemlig vores historiske afkast i % siden stiftelsen.

På siden her er vist de bedst performende fonde i Skandinavien med minimum 5 års track-record ultimo 2021.

Symmetry er pt. den fond i Skandinavien der har den 2. bedste performance siden stiftelsen. Dette afkast er opnået over 9 år siden vores stiftelse i marts 2013. Den bedst performende fond Lucerne er fra primo 2015. Vi håber at vi over tid kan hente dem. Der startes dog også altid nye fonde op som gør det godt men som pt. ikke har været i gang i 60 måneder endnu.
Hos Symmetry prøver vi ikke at lave et udmattende sprint. Vi er klar på at deltage i en langsigtet maraton og håber at vi ved hårdt arbejde kan levere et attraktivt afkast til vores investorer over tid.

Fund name	*Avg. RoR*
Lucerne Nordic Fund	29,60%
Symmetry Invest	23,10%
HCP Focus Fund	20,60%
Rhenman Healthcare	18,90%
Accendo	18,00%
Taiga Fund	14,00%
Pareto Total	13,40%
Sissener Canopus	12,50%
Calgus	12,30%

BEST NHX PERFORMERS YTD	
Borea Utbytte	61,84%
Accendo	58,38%
HCP Quant Fund	47,49%
AAM Absolute Return Fund	45,63%
FE Select	40,80%
Calgus	38,51%
Symmetry Invest	37,82%
AidanN US Equities ESG	36,19%
Othania Etisk Formuevækst	27,92%
Alcur Select	25,83%

Portefølje

Ultimo februar 2022 bestod Symmetrys portefølje af 13 lange positioner med en vægtning på minimum 3 %.

Vi introducerer løbende vores selskaber i individuelle rapporter som kan findes på vores hjemmeside: Nyheder – Symmetry

Listen er sorteret alfabetisk og skal derfor ikke ses som en illustration over hvilke aktier som er de største eller mindste positioner i % af vores AUM.

Selskab	*Founder*	*Protege*	*Current CEO*
Catella	Johan Claesson	Christoffer Abramson	Christoffer Abramson
Epsilon Net	Ioannis Michos		Ioannis Michos
Franklin Covey	Bob Whitman	Poul Walker	Poul Walker
Gaming Innovation Group	Robin Reed	Richard Brown	Richard Brown
Hellofresh	Dominik Richter		Dominik Richter
IAC	Barry Diller	Joey Levin	Joey Levin
JDC Group	Sebastian Grabmaier		Sebastian Grabmaier
Kindred	Anders Strøm	Henrik Tjärnstrøm	Henrik Tjärnstrøm
Naked Wines	Rowan Gormley	Nick Devlin	Nick Devlin
Par Technology	John Sammon		Savneet Singh
Protector Forsikring	Sverre Bjerkeli	Henrik Høye	Henrik Høye
Relesys	Jesper Roesgaard		Jesper Roesgaard
Texas Pacific Landcorp			Tyler Glover

Som vi har nævnt flere gange i vores nyhedsbreve er en af Symmetrys strategier at investere bagved passionerede founders. Som det kan ses af listen på forrige side er det i 4 ud af 13 selskaber stadig forunder som er CEO i dag. I 7 ud af 13 selskaber er det founders "højre hånd" som i dag er CEO og dermed er blevet trænet af founders til at drive virksomheden videre i founders ånd. Kun i tilfældet TPL og PAR er det i dag "udefrakommende" som driver selskaber. I TPL's tilfælde skyldes dette at selskabet er fra 1888 og et helt anderledes selskab end det var ved stiftelsen. I PAR's tilfælde skyldes det at selskabet havde voldsomt brug for en udefrakommende CEO til at drive en turn-around. Savneet har således hurtigt formet selskabet efter sin egen vision og kultur og ansat folk omkring ham som er alligned med dette.

Da jeg startede Symmetry var der ikke en stor masterplan om at vi kun ville investere i selskaber som var drevet af deres stiftere. Det er der som sådan heller ikke i dag. Vi har bare erfaret at det er den type selskaber der tiltaler os mest. Vi mener et selskabs vigtigste aktiv er dets kultur og de mennesker der arbejder der. Det er bare langt nemmere for os at foretage en ordentlig due diligence af selskabets ledelse når de har arbejdet der i mange år. Samtidig er det vores indtryk at founders har langt mere fokus på at drive virksomheden og allokere kapitalen langsigtet og ikke fokusere på kortsigtede resultater hvilket er det der for os skaber mest aktionærværdi.

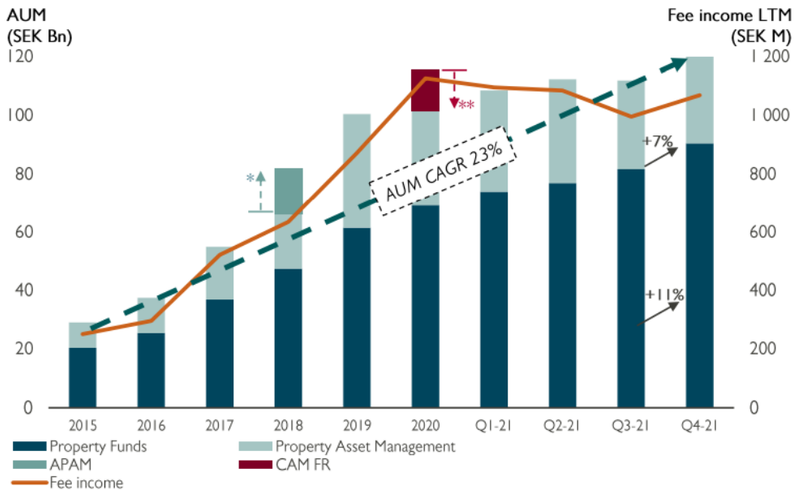
"Vi mener et selskabs vigtigste aktiv er dets kultur og de mennesker der arbejder der."

[1] 1) Stephen Covey was the original founder of Franklin Covey but Bob Whitman was the one that shaped the company to what it is today over his 20-year CEO timespan. 2) While Richard Brown was the number two person in GiG the handover to him from the founder was not done on the founders initiative. 3) Dominik Richter co-founded Hellofresh with Thomas Griesel that is still today head of international operations. 4) Sebastian Grabmaier co-founded JDC together with Ralph Konrad that is still today CFO of the company. 5) While Savneet Singh came in as an outsider he has quickly shaped PAR into "his vision" and hired his own team. 6) Jesper Roesgaard founded Relesys together with Jens Ole Lebeck that today is COO. 6) TPL was founded in 1888.

Castella

Investeringscase:

Strong development in real estate fund assets



Catella har leveret en årlig vækst i AUM på 23 % over de sidste 6 år. Vi forventer at Catella kan fortsætte med at have en 2-cifret vækstrate over de kommende mange år. Der er stadig stor efterspørgsel efter højkvalitetsejendomme fra pensionskasser, forsikringsselskaber mv. hvilket er en strukturel trend som Catella drager fordel af.

Development Projects	Country	Type	Project start	Estimated completion	Catella ownership, %	Total investment (SEK M)	Catella total investment (SEK M)
Seestadt MG+	DE	Residential	Q1 2019	2030+ (First site Q4-22)	45	459	50
Düssel-Terrassen	DE	Residential	Q4 2018	2030+	45	116	20
Königsallee 106	DE	Office	Q2 2021	Q1 2025	23	847	186
Catella Project Capital						**1 422**	**256**
Roye Logistique	FR	Logistics	Q2 2019	Q2 2022	65	202	8
Mer Logistique	FR	Logistics	Q1 2020	Q3 2022	65	234	25
Barcelona Logistics	ES	Logistics	Q4 2020	Q1 2023	100	53	53
Catella Logistics Europe						**489**	**85**
Norrköping	SE	Logistics	Q4 2020	Q1 2022	50	522	222
Ljungby	SE	Logistics	Q2 2021	Q3 2022	40	87	62
Örebro	SE	Logistics	Q2 2021	Q2 2022	50	151	143
Vaggeryd	SE	Logistics	Q3 2021	Q3 2022	50	137	106
Other Infrahubs	SE	Logistics				37	22
Infrahubs						**934**	**555**
Kaktus	DK	Residential	Q2 2017	Q3 2022	93	1 056	144
Salisbury	UK	Retail	Q4 2021	Q4 2025	88	208	72
Total						**4 110**	**1 112**

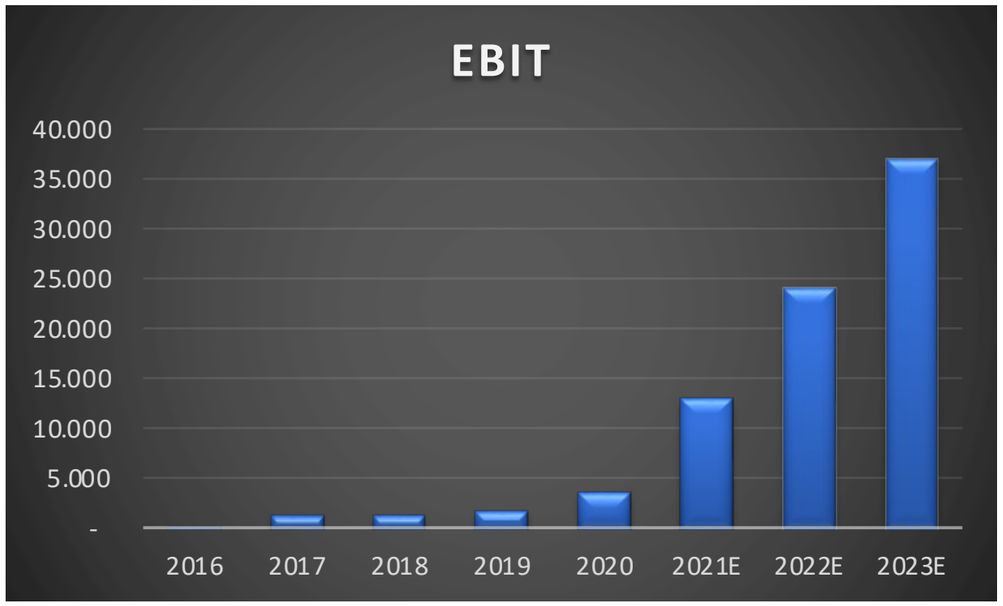
Catellas principal investments har efter vores mening stor upside til de bogførte værdier. I modsætning til andre ejendomsudviklere påtager Catella sig sjældent hele risikoen ved et projekt men fastholder alligevel en større del af upsiden. Dette skyldes at Catella ofte har "passive partnere" på projekterne som finansierer en større del af projektet mod at Catella laver størstedelen af arbejdet. Samtidig anser vi principal investments som et godt "fødested" for ny AUM ind i Catellas ejendomsfonde.

Ved at Catella har 3 ben at stå på kan de udover at diversificere deres indtægter også skabe synergier mellem segmenterne. Selskabets corporate finance arm er afgørende i forhold til at finde projekter til PIM og principal investments, hjælpe med køb og salg og øvrige opgaver i forhold til låneoptimering mv. Principal investments kan hjælpe med at udvikle ejendomme før de er færdigudviklede og cashflow genererende og dermed klar til at indgå i PIM.

Epsilon Net

Investeringscase:

1. Markedsleder indenfor software til små- og mellemstore virksomheder i Grækenland.
2. Epsilons nye produkt EpsilonSmart er potentielt mere værd end hele selskabets markedsværdi
3. EU-stimulis programmer til at digitalisere Grækenland vil være en mangeårig fordel for Epsilon
4. Epsilon kan konsolidere industrien via attraktiv M&A
5. Epsilon handles til en signifikant discount sammenlignet med internationale peers.



Epsilon Net er en attraktiv vækstaktie der stadig handles til billige multipler. Epsilons indtjening har været stigende år efter år hvilket vi mener vil fortsætte de kommende år. Dette vil skabe en masse værdi for selskabets aktionærer

	2022	2023
Subscribers	90.000	120.000
ARPU	120	130
Revenue	10.800.000	15.600.000
Gross margin %	90%	90%
Gross profit	9.720.000	14.040.000
EBIT %	80%	80%
EBIT	8.640.000	12.480.000
EBIT Multiple	20	20
EpsilonSmart Value	**172.800.000**	**249.600.000**

Vi mener det nye cloud produkt EpsilonSmart kan modsvare hele selskabets markedsværdi. Fordi den store tilgang i antal abonnementer i EpsilonSmart første skete i Q4 2021 har det ikke slået fuldt igennem i regnskabet før i 2022. Vi forventer markedet til ændre opfattelsen af Epsilon i takt med at deres 2022 resultater afspejler den flotte udvikling selskabet er inde i.

Epsilon handles i dag til kun ca. 3x omsætningen og 10x indtjeningen. Dette er en discount på 70-90 % i forhold til internationale peers (500 % upside). Selv hvis aktien steg 200 % up til vores kursmål i 16 EUR vil det stadig modsvare en discount på ca. 50 % til peers.

	EV/Sales FY22	EV/Sales FY23	P/E 22	P/E 23
Admicon	11,2	9,7	38	31,9
Fortnox	19,9	14,9	73,5	53,6
Xero	13,7	11,2	279	132
Average	**14,9**	**11,9**	**130,2**	**72,5**
Epsilon	3,7	2,8	14,7	9,6
Discount	75,2%	76,5%	88,7%	86,8%
Epsilon (16 EUR)	10,2	8	42	27
Discount	31,7%	33,0%	67,7%	62,8%

Franklin Covery

Investeringscase:

1. FC er en hastigt voksende profitabel abonnementsforretning der opererer i et stort uopdyrket marked.
2. Størstedelen af FC's forretning er i dag
3. FC har imponerende unit economics der gør dem i stand til at vokse hurtigt og samtidig være profitabel
4. Opkøbet og integrationen af Strive er det næste step ifht. at accelerere FC's forretning.
5. FC handles i dag til ca. 12-15x cash flow og 2x omsætningen. Dette er absurd billigt for et selskab med de vækstudsigter og marginpotentiale.

+31%
Total subscription Revenue in Q1FY22

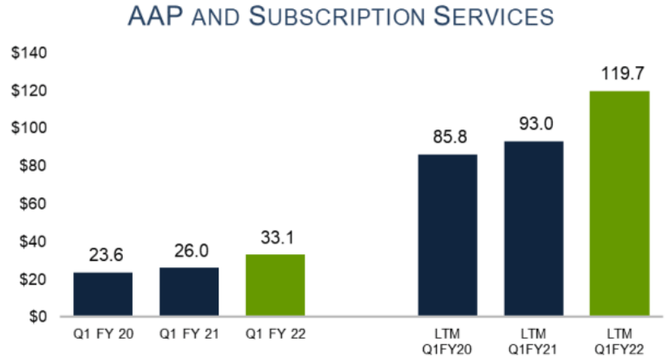
+32%
Total subscription & Subscription Services Revenue in Q1FY22

+24%
Sum Billed & Unbilled Deferred Revenue in Q1FY22

+22%
Total subscription Revenue in LTM Q1FY22

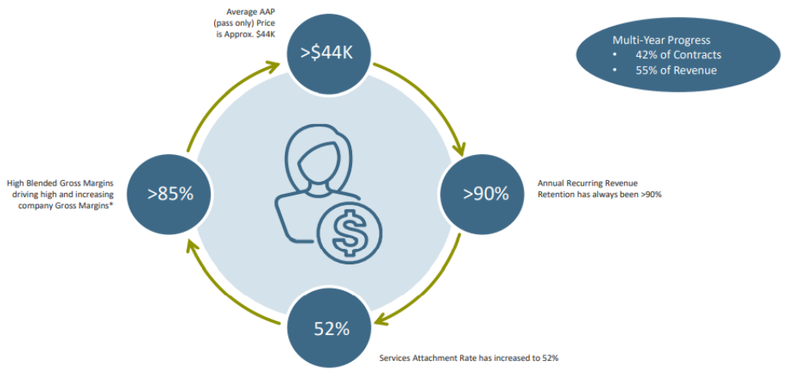
+31%
Total subscription &Subscription Services Revenue in LTM Q1FY22

Franklin Covey er startet året stærkt med en vækst på 27 % totalt set og en vækst i abonnementsforretningen på 31 %. Selskabets EBITDA voksede 170 % YoY. Franklin Covey vil i løbet af 2022 udrulle deres Strive platform som vi mener har et stort potentiale i forhold til at optimere ARPU, Retention og LTV markant.



Franklin Covey har været igennem en transformation fra et ad-hoc træningsselskab til en højmargin abonnementsforretning. Franklin Covey er nu på den anden side af denne transformation, hvilket efter vores mening vil skabe en mangeårig væksthistorie herfra.

Lifetime Customer Value Has Increased Significantly



Hvorfor er det at Franklin Covey i modsætning til mange andre abonnementsforretninger kan være meget cash flow positive mens de vokser og investerer i vækst? For os at se ligger forklaringen i deres stærke unit economics. Selskabets retention på 90-100 % sammen med en høj startværdi betyder at tilbagebetalingstiden er kort og livstidsværdien høj på selskabets kunder. Samtidig er en stor del af selskabets kunder "multi-year" kontrakter, hvilket betyder at selskabets sælgere/client-partners kan fokusere ekstra på nysalg i forhold til retention.

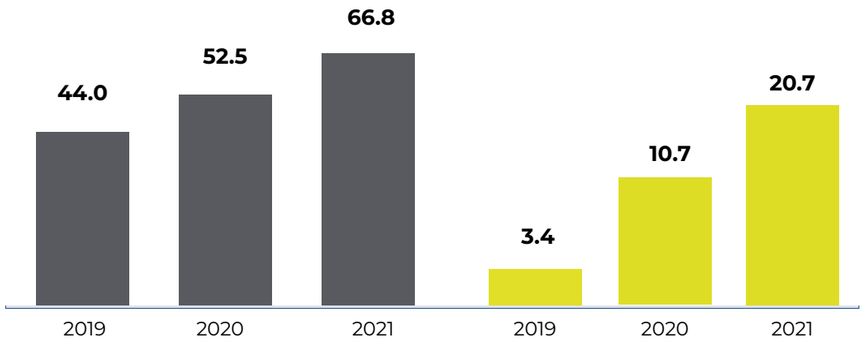
Franklin Covey er et selskab med suveræne unit-economics. Alligevel handles den til en discountet prisfastsættelse på kun 2x omsætning og 15x cash flow. Dette vil ændre sig over tid.

Gaming Innovation Group

Investeringscase:

1. GiG har gennemgået en fantastisk turn-around over de seneste 2-3 år og fremstår nu bedre end nogensinde før.
2. GiG har høj toplinjevækst, recurring revenue, skalerbare marginer og et stærkt cash flow. Markedet har endnu til gode at belønne dette.
3. GiG's opkøb af SportnCo sikrer dem den sidste brik i deres teknologiplatform.
4. GiG handles stadig til 4x 2023 EBITDA og 6x 2023 FCF-multipler hvilket er absurd billigt.
5. Vi kan se en klar vej til en opsplitning af selskabet i Media/Platform hvilket vil realisere de underliggende SOTP-værdier.

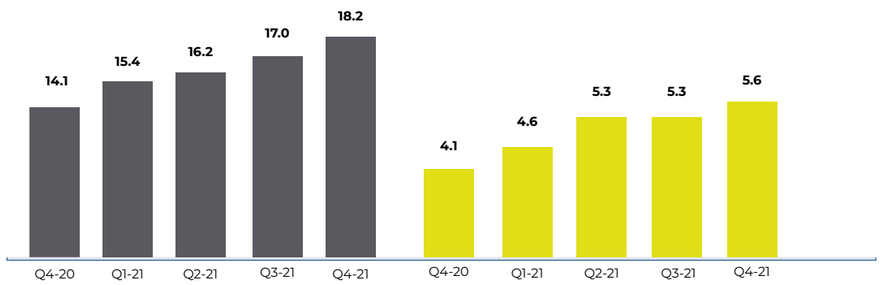
Revenues*



EBITDA (MEUR)

GiG kom fantastisk igennem 2021 med en vækst i omsætningen på 28 % YoY samt en fordobling af EBITDA. Vi mener de kun lige er startet.

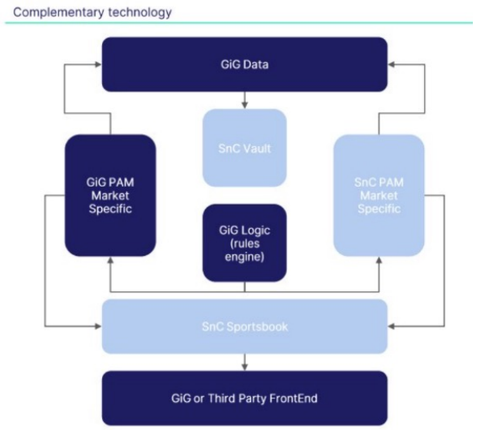
Revenues* (MEUR)

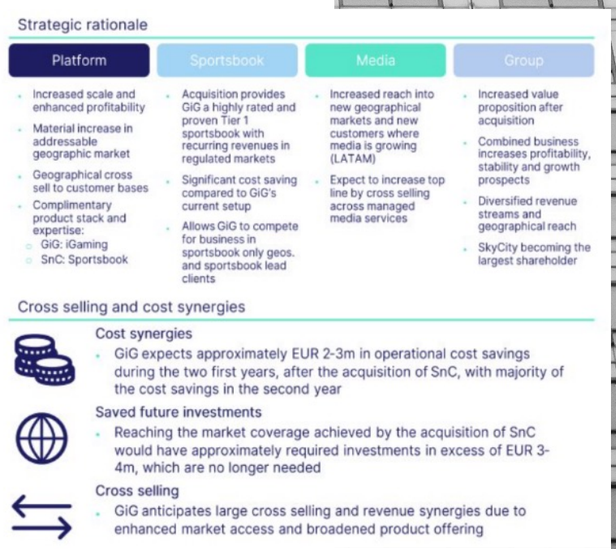


EBITDA (MEUR)

En meget vigtig brik for GiG er deres opkøb af SportnCo som sikrer dem en stærk sportsbook platform og dermed fuldender deres turnkey offering. Som det ses ovenfor er GiG (mørkeblå) og SpornCo (lyseblå) teknologier yderst komplementerbare til hinanden. Samtidig er GiG & SportnCo licenseret i 25 markeder med minimalt overlap.
Når GiG lukker opkøbet endeligt i Q2 2022 vil de have 2 stærke forretningsområder (Media og Platform) som hver især vil være stærke nok til at kunne stå alene i en eventuel opsplitning.

Vi mener valuation for GiG stadig er nærmest absurd lav. I 2023 når SpornCo er fuldt konsolideret regner vi med en EBITDA i niveauet 45-50 millioner og et frit cash flow omkring 40 millioner EUR. Enterprise value er i dag omkring 250 millioner EUR svarende til ca. 6-7x cash flow. Vel at mærke for et selskab der er asset light og vokser toplinjen med +20 % YoY organisk med primært recurring revenues.

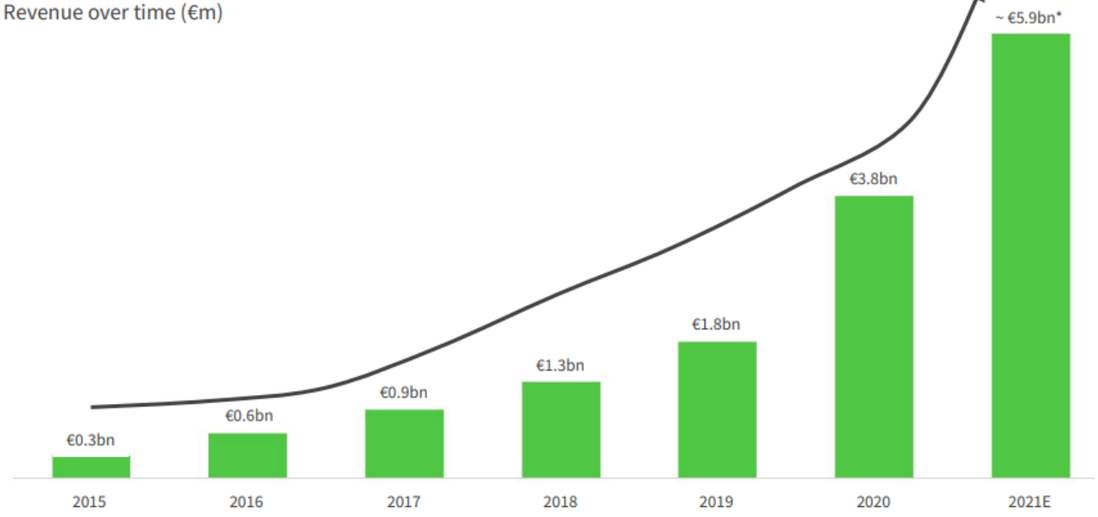




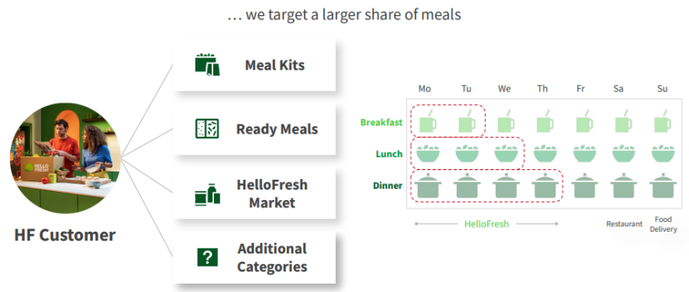
HelloFresh

Investeringscase:

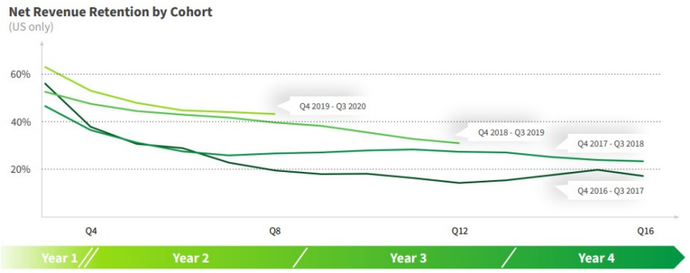
1. Vi har valgt at udnytte de seneste måneders markedsfald til at købe en mellemstor position i Hellofresh. Vi mener aktien bliver smidt "ud med badevandet" sammen med andre strukturelt dårligere e-commerce selskaber
2. Hellofresh har vundet markedet i hvert eneste land de er gået ind i (pt. 18 markeder).
3. Konkurrenter såsom Blue Apron, LMK Group, Marley Spoon og Goodfood har faldende omsætning og er tabsgivende mens Hellofresh spurter fremad.
4. Vi mener markedets bekymringer om stigende inflation (fødevarer) og covid-19 retention er overgjorte og blot forstyrrer det overordnede billede
5. Hellofresh handles til ca. 20x frit cash flow (8x på langsigtede marginer) på trods af at de har vokset +50 CAGR de sidste 5 år og stadig forventer +20 % vækst i 2022



Hellofresh har formået at vokse deres omsætning ca. 20x (fra 0,3 til 6,0 milliarder EUR) på kun 6 år. Dette har de formået samtidig med at de er gået fra at have et større cash burn til nu at være profitable og foretage aktietilbagekøb. Selvom forretningen helt sikkert har fået et covid-boost var det en strukturel vækstcase også før Covid.



Hellofresh formår løbende at åbne op i nye markeder og tager samtidig markedsandele fra konkurrenterne i eksisterende markeder. Selvom mealkits i sig selv nok kun vil vokse en 5-15 % årligt herfra ser vi store vækstmuligheder i at tilføje "ready-to-heat" måltider, morgenmad, samt supplerende fødevarer via Hellofresh market. Dette vil øge AOV og basket size markant og forbedre selskabets marginer.



Fordi hellofresh er en abonnementsbaseret E-commerce forretning (ala Naked Wines) falder de ofte ned mellem to store. Analytikere der dækker abonnementsforretninger syntes retention er alt for lav og analytikere der dækker e-commerce forretninger forstår ikke abonnementsdelen ordentligt.
I vores verden kan vi se det ironiske i at folk slår tvivl om unit economics i et hastigt voksende selskab der er cash flow positiv og laver buybacks mens de intet problem har med at forsvare dem i diverse underskudsgivende selskaber.
Vi mener Hellofresh er en kategorivinder med en stærk forretningsmodel og ledelse der efter det seneste fald handles til attraktive multipler.

IAC

Investeringscase:

1. IAC er et anti-konglomerat der bygger selskaber og laver "spin-off" når selskaberne er klar til at stå på egne ben.
2. De har en succesfuld track-record siden Barry Diller tog over i 1995 og endnu bedre siden Joey Levin blev CEO i 2015.
3. Den nuværende SOTP indikerer store skjulte værdier i IAC's aktie.
4. IAC har historisk været god til at udnytte markedsuro til at lave værdiskabende transaktioner
5. Vi mener IAC både kortsigtet og langsigtet er en god investering på nuværende niveauer.

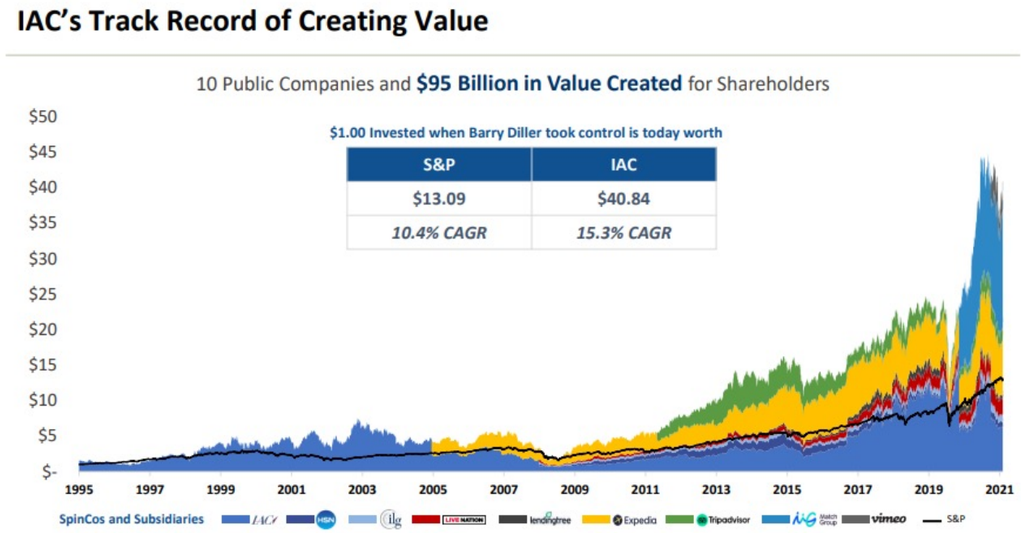
Havde man købt 100 $ IAC i 1995 og beholdt alle sine Spin-off ville værdien ultimo 2021 være 4.000 $ eller +15 % årligt sammenlignet med 1.300 $ eller 10 % årligt for S&P. Track rekorden har været endnu stærkere de sidste 5 år under den nye CEO Joey Levin.

Den største værdi i IAC kommer fra verdens største online publishing house Dotdash/Meredith samt deres ejerandele i Angi, MGM og Turo (snarlig IPO). Herudover har de en cash-cow i Ask Media Group samt tidlige venturein-vesteringer i care.com, Vivian, Bluecrew etc.

Når vi ser på en SOTP på IAC i dag handles de til en enterprise value omkring 1 milliard $. Dette er ca. 2x EBIT for Dotdash Meredith i 2023. Man får herudover Ask Media Group (+100 million EBIT årligt), Care.com (ledende markedsplads for care i USA) samt en masse tidlige venture-bets gratis.

Samtidig ser vi større upside end downside i både Angi, MGM og Turo. Deres cash position har også historisk vist sig at være et aktiv som de har kunnet kapitalallokere til høje IRR.

Market cap	**8.791**	
Cash	-1.500	
MGM	-2.646	
Angi	-2.548	
Turo	-1.000	
Enterprice value	**1.097**	
Dotdash EBT	500	2023 estimate
EV/EBIT	**2,2**	



De fleste har næppe hørt omkring InteractiveCorp/IAC. IAC består i at bygge skalerbare onlinevirksomheder og lave "spin-off" når de er klar. Så selvom de fleste ikke kender IAC har de fleste hørt om flere af deres Spin-off inkluderende Match.com (Tinder), LendingTree, Expedia og Tripadvisor.

JDC Group

Investeringscase:

1 JDC er den aktie i vores portefølje hvor vi ser den største upside (10x potentiale). Den er også den aktie der er på det tidligste stadie.

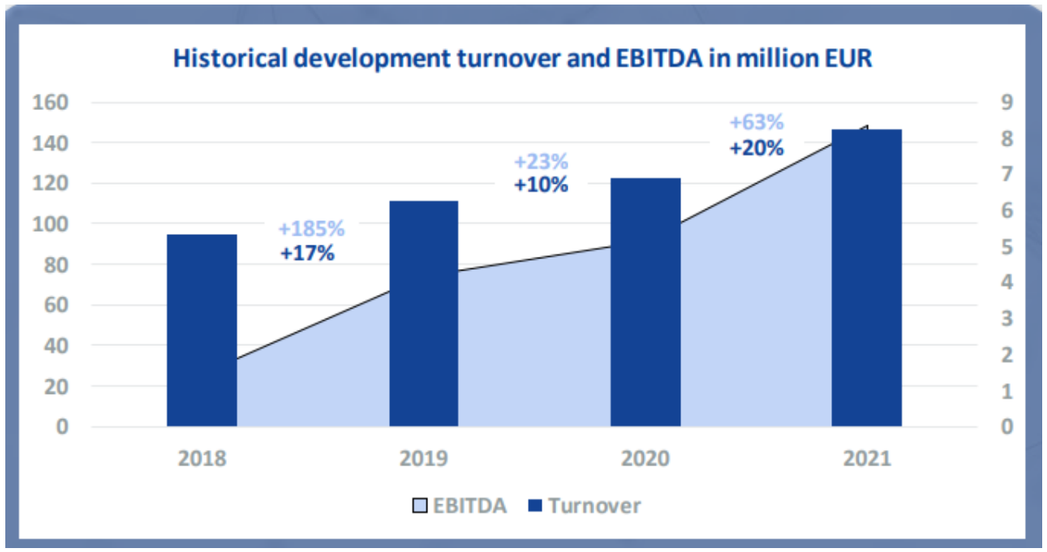
2 JDC er Tysklands ledende InsurTech selskab. Med en markedsværdi på 250 millioner EUR i et 30 milliarder EUR-marked er der et enormt potentiale

3 JDC er hastigt ved at positionere sig som den ledende spiller indenfor alle de vigtige kanaler (agents, brokers, banker, forsikringsselskaber, fintech)

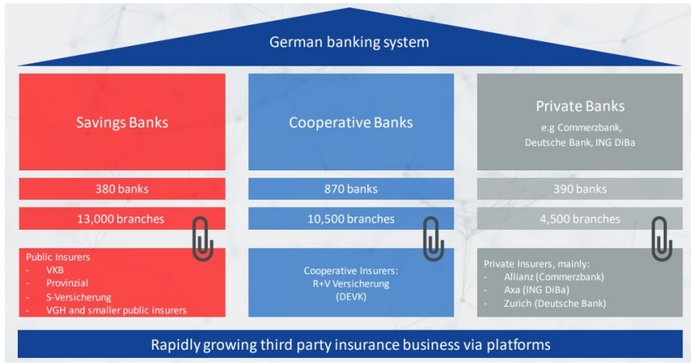
4 JDC's omsætning og indtjening accelerer mens skalafordele i forretningen begynder at vise sig

5 JDC handles til ca. 1,5x revenue og 15x EBITDA. Dette på trods af at selskabet stadig er på et tidligt skaleringsstadie og står foran en stor acceleration over de kommende år.

JDC vinder markedet fordi de har den bedste teknologi. De aggregerer data fra mere end 200 forsikringsselskaber. De bearbejder, sorterer, strukturerer, analyserer og visualiserer disse data via App's og smarte API som anvendes af agents, brokers, fintechs, banker etc. For at facilitere data og betalinger mellem forsikringsselskaberne og salgskanalerne tager JDC et "cut" af alle betalingerne. JDC's omsætning er voksende og recurring i natur fordi de kan tage et årligt cut af de voksende præmiebetalinger kontrakterne på deres platform genererer.



JDC havde et fantastisk 2021 med en omsætningsvækst på 20 % YoY og en vækst i EBITDA på 63 % YoY. Samtidig guider JDC for 17 % omsætningsvækst i 2022 og minimum 35 % EBITDA vækst. Fra 2023 og frem guider de for minimum 20 % årlig omsætningsvækst og voksende EBITDA marginer.

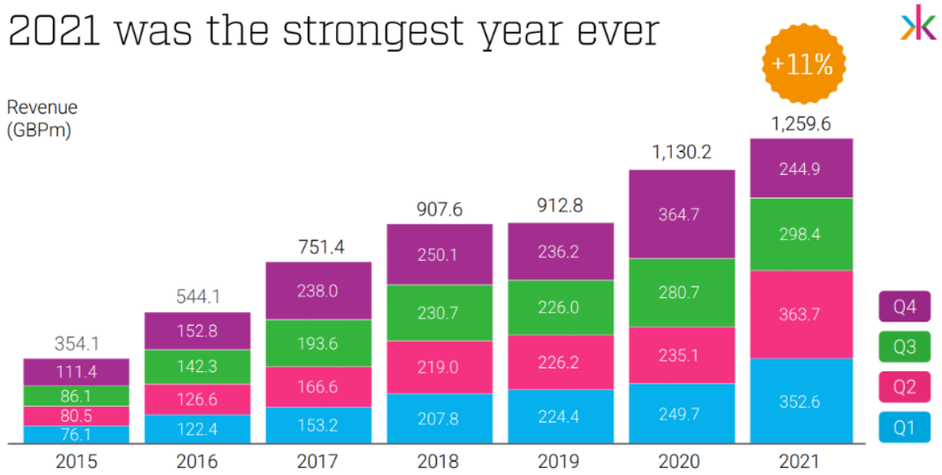


JDC har senest fået foden ind hos størstedelen af de tyske savings banks som de er i gang med at rulle ud henover 2022 med fuld indvirkning fra 2023 og frem. Samtidig har de indgået et pilotprojekt med R+V indenfor Cooperative banks.
JDC har en markedsværdi på 250 millioner EUR. Vi ville ikke blive overrasket hvis de indenfor få år har en markedsværdi på over 1 milliard og indenfor 5-10 år en markedsværdi over 2,5 milliard EUR

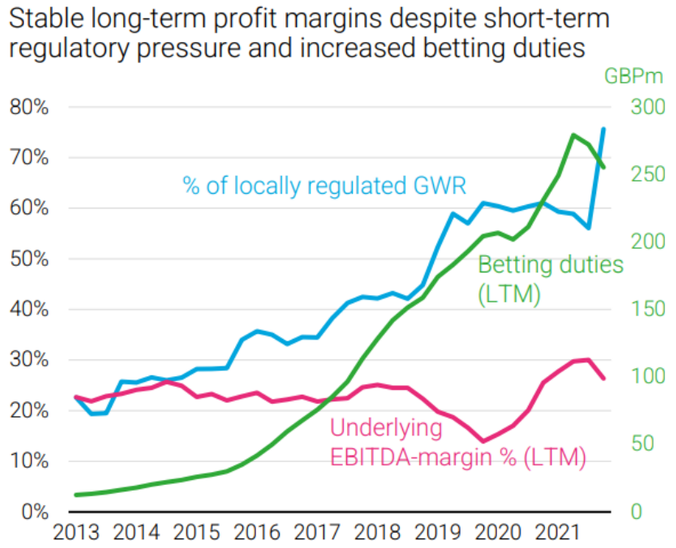
Kindred

Investeringscase:

1. Kindred er et asset-light gamingselskab med ledende markedspositioner i flere Europæiske lande.
2. Aktien handles til en P/E omkring 6x 2021 og 9x 2022 (inkluderende fuldt tab af Holland).
3. Kindred har historisk vækstet med 2-cifrede vækstrater og betalt pæne udbytter/ aktietilbagekøb.
4. Kindred overkom regulering i Sverige i 2019 og kom stærkere ud på den anden side. Vi forventer det samme sker i Holland i 2023+
5. Med et free cash flow yield på 11-12 %, en ren balance og en asset light model ser vi en rigtig god risk/reward i Kindred herfra. Vi ser samtidig Kindred som en naturlig opkøbskandidat

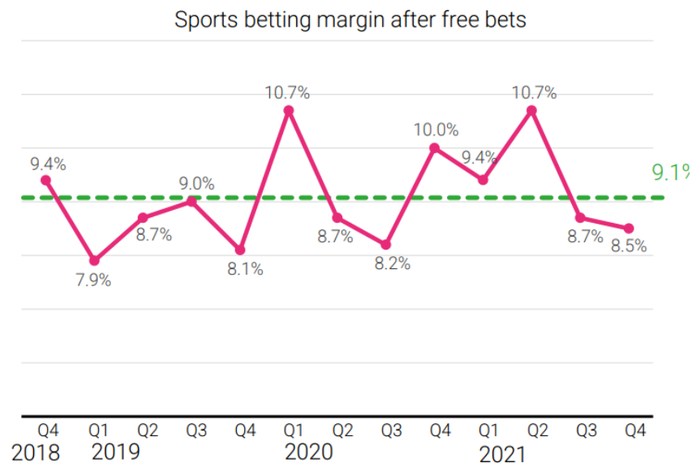


Kindred havde et stærkt 2021 som var det bedste i selskabets historie. Dette på trods af at Q4 var påvirket af nedlukningen i Holland og lave sportsbook marginer. Kindred har over de sidste 10 år vist at de er en af de stærkeste spillere i regulerede markeder i Europa. Vi mener derfor også man som investor skal se igennem kortsigtede regulatoriske modvinde og fokusere på det større billede. I 2019 blev Kindreds omsætning (og især indtjening) kortvarigt ramt af den svenske regulering (og strammere UK-regulering). Men allerede året efter fik de absorberet dette og var tilbage stærkere.



I 2022 vil selskabets indtjening blive ramt af at selskabet lukkede ned i Holland i Q4 2021 og først vil starte op igen når de får licens henover sommeren 2022. Samtidig vil de skulle betale skat i Holland og investere mere i markedsføring. Men som det også kan ses er Holland den sidste større "pukkel" Kindred skal igennem regulatorisk. Når Holland kommer tilbage vil de have over 80 % af deres omsætning fra regulerede markeder. Som det også kan ses har det historisk givet en kortsigtet EBITDA modgang når et land regulerer (øget skat og markedsføring) men over tid har Kindred formået at fastholde deres ca. 20 % EBITDA marginer. Vi er overbevist om at Kindred kommer tilbage dertil i 2023 og så betaler man pludseligt kun 6-7x P/E.

En anden faktor der var medvirkende til et dårligt Q4 regnskab var en lav sportsbook margin. Det er dog igen værd at huske at denne svinger fra kvartal til kvartal men over tid er forholdsvis stabil omkring 9%.



Naked Wines

Investeringscase:

1 Naked Wines har en unik forretningsmodel der gør dem i stand til at tage markedsandele og udbygge markedet for direct to consumer (DTC-vin) i USA og UK.

2 WINE voksede 70 % under Covid og har nu et "fladt" år. De fleste ser dette som problematisk men glemmer at WINE voksede 12-18 % årligt

3 Kortsigtede stigninger på fragt og råvarer presser marginerne – det har ikke indflydelse på den langsigtede værdiskabelse.

4 WINE foretager de rigtige investeringer men har også vist evnen til at tage et skridt tilbage når ROI ikke er fornuftigt.

5 WINE handles til 0,6x revenue. Med et mål om +10 % EBIT-margin i fremtiden betaler man ca. 5-6x underliggende EBIT i dag for et selskab som stadig har en multi-year vækshistorie foran sig.

We have an organic, clear and compelling mission:

To disrupt the wine industry for the benefit of customers, winemakers and our people

Wine Drinkers…

The problems

- Consumers are unhappy with the level of choice & knowledge
- Told by the industry what to drink and what to like
- Not giving any input in the process
- Paying too much for good-quality wine

The solutions

- Exclusive access to world class wines & winemakers, with personalised recommendations
- Quality / value advantage with satisfaction & pricing guarantees
- Vibrant community of shared interest

Wine Makers…

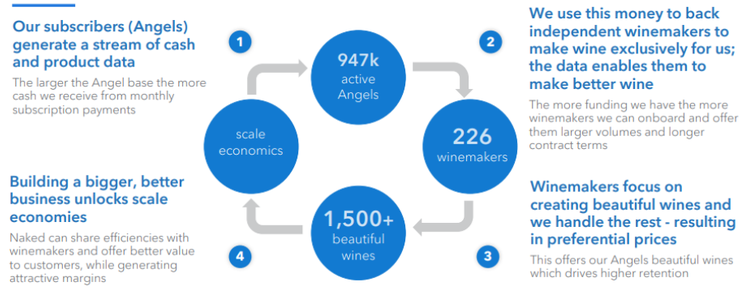
The problems

- Winemakers are under immense pressure to meet stringent cost levels & unrealistic production time limits
- Experiencing small business pains including funding, scalability & marketing

The solutions

- Autonomy – creative freedom with the winemaker's own brand
- Security – limited capital risk with guaranteed, multi-year commitment
- Reward – potential for high income & rapid scalability
- Passion – ability to focus on what wine makers love - making great wines

Differentiated model with a virtuous circle

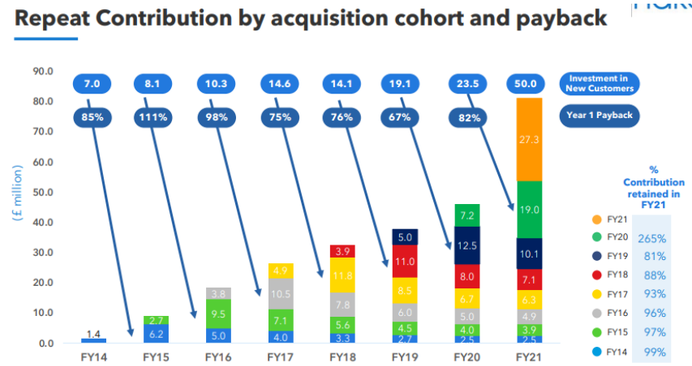


Naked Wines har en forretningsmodel som er win-win for både Angels (vindrikkerne) og får vinbønderne. De fleste vindrikkere vil helst have god "value-for-money" og mulighed for at handle i et lækkert interaktivt interface hvor de kan kommunikere med hinanden og producenterne. Vinproducenterne vil ikke bruge sin tid på markedsføring, distribution og administration. De vil koncentrere sig om a lave den bedst mulige vin.

Nakeds model har betydelige skalafordele, hvilket igen skaber store "barriers to entry" for nye spillere. Jo flere Angels WINE har jo flere vinbønder kan de funde, hvilket giver et bredere udvalg af vin på platformen, det giver dem samtidig bedre data og skalafordelene som de kan dele med alle interessenter.

Naked Wines er et datadrevet selskab. Deres målsætning er ikke at optimere den kortsigtede indtjening men i stedet at skabe den bedste langsigtede aktionærværdi. Dette gøres ved at opbygge kohorter af faste kunder som køber vin måned efter måned, år efter år. Vi er overbeviste om at markedet snart vil se igennem de kortsigtede udfordringer WINE har (svære sammenligningstal og logistikudfordringer) og i stedet fokusere på det langsigtede potentiale.

Repeat Contribution by acquisition cohort and payback

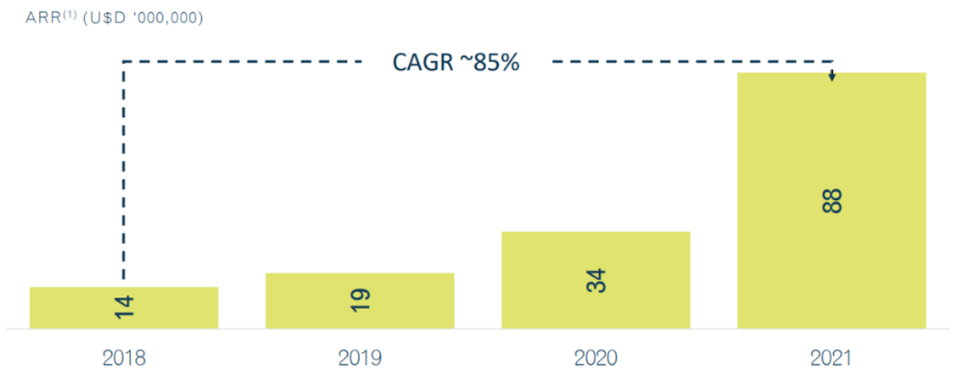


Par Technology

Investeringscase:

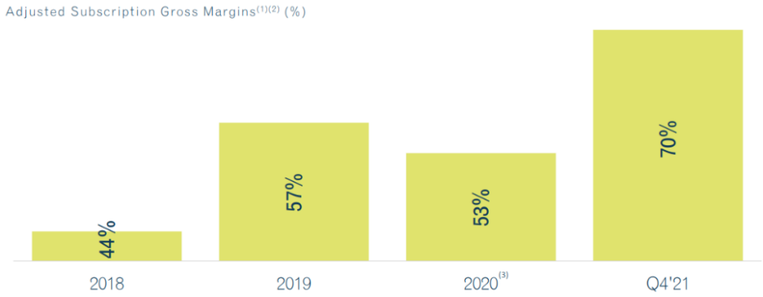
1. PAR er den ledende cloud-provider af Point-of-sales løsninger til enterprise QSR-restauranter i USA.
2. PAR er ved at bygge en unified commerce cloud platform som vil være fremtidens byggesten for restauranters teknologiske infrastruktur
3. PAR's dynamiske leder Savneet Singh har vokset ARR med 500 % fra 2018 til 2021 via en buy-and-build strategi mens antal aktier udestående kun er vokset ca. 70 % i perioden
4. Vi er enige med Savneet i at restauranter blot skal bruge mere og mere teknologi fremover og at PAR har et sweet-spot i forhold til at dække dette marked.
5. PAR handles idag til ca. 6-7x 2022 EV/ARR. Dette finder vi for billigt for et selskab der mener at kunne vokse ARR med minimum 30-40 % årligt herfra.

Live ARR(1)



ARR er over de seneste år vokset med 85 % årligt som følge af høj organisk vækst samt supplerende opkøb.

Adjusted Subscription Gross Margin(1) Expanding



Samtidigt har PAR formået at forbedre deres bruttomarginer til +70 %, hvilket de forventer at kunne forøge yderligere over de kommende år.

Investeringscasen for PAR er at restauranter skal bruge mere og mere software (POS, loyalty, backend, payment, delivery, etc. etc.). PAR står som den ledende spiller indenfor Enterprise POS med de bedste forudsætter for at vinde dette marked.

Med en god balance (+ mulighed for at sælge deres goverment segment) har PAR de finansielle muskler til at fortsætte med at bygge deres infrastruktur og sælge flere løsninger til kunderne.

Vi er fuld af tiltro til at Savneet er manden der kan forløse dette potentiale.

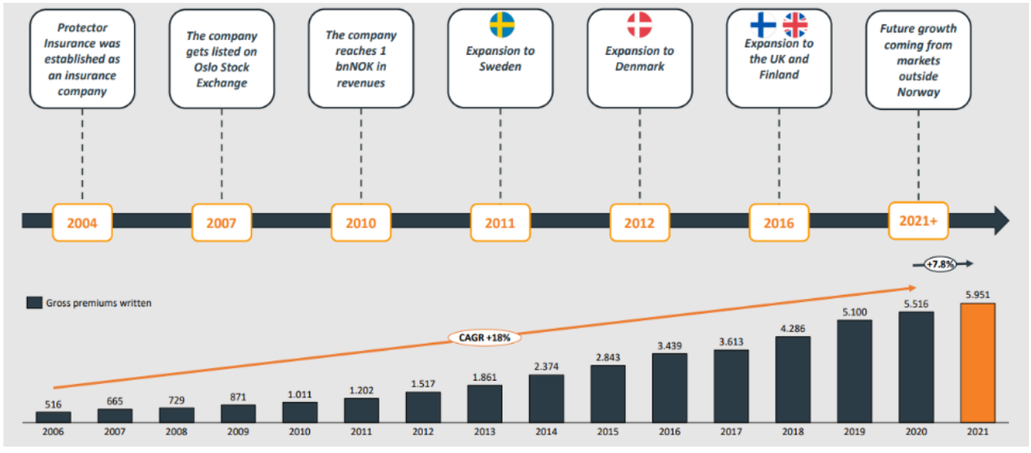
Investment Thesis

1. Foodservice market ready for disruption
   - Large TAM in restaurants with ~1m locations in the US spending 2-3% of total revenue on technology[1]
   - The industry shift to cloud technology has led to an explosion in new technology from Voice AI to marketing technology
2. Meeting market need with Unified Commerce Cloud Platform
   - Today technology is driving a wedge between restaurants and their guests
   - Brands are shifting to well integrated vendors and more targeted guest interactions
   - There is an opportunity to create a platform with unified data source that enables restaurants to have 1:1 relationship with their guests
3. ARR at scale with strong SaaS metrics
   - Through both organic and inorganic strategies, Live ARR has reached $88.2M with significant opportunity to expand within existing customers and win new business. Contracted ARR is now more than $111M

Protector Forsikring

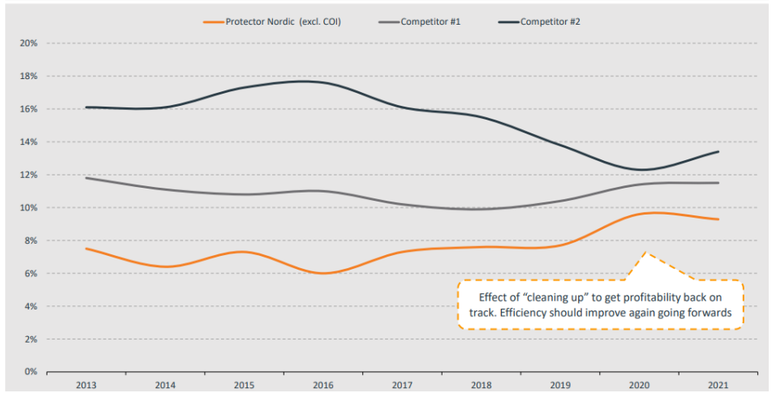
Investeringscase:

1. **Protector Forsikring er det bedste forsikringsselskab i Skandinavien (målt på total shareholder CAGR)**
2. **Alligevel handles aktien til en etcifret indtjeningsmultipel og et dividend yield på +10 %**
3. **Protector er overkapitaliseret, hvilket kan resultere i øgede udbytter**
4. **Selskabets investeringsafkast er best-in-class**
5. **Resultater er drevet af deres kultur – svært at analysere – deraf en kronisk undervurdering af aktien**

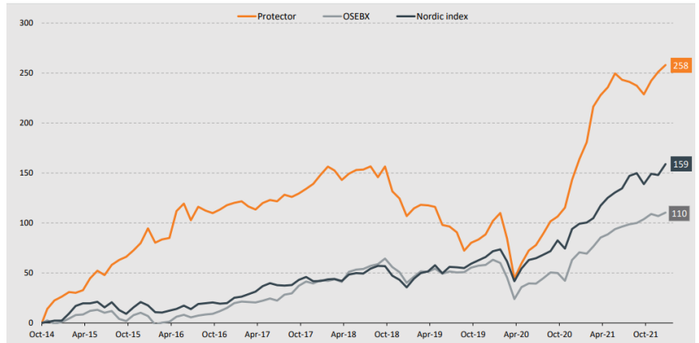


Protector har vokset deres præmieindtægter med. ca. 18 % årligt over en 13-årig periode. Sammenkoblet med pæne udbytter og aktietilbagekøb har det resulteret i et årligt afkast til Protectors aktionærer på over 20 % årligt.

Gross expense ratio



Historical performance far above benchmarks



Protectors "vinderkultur" har givet dem vedvarende lavere omkostninger i forhold til deres konkurrenter. De deler disse lavere omkostninger med kunderne hvilket giver Protector øget vækst uden at de har behøves at gå på kompromis med indtjeningen.

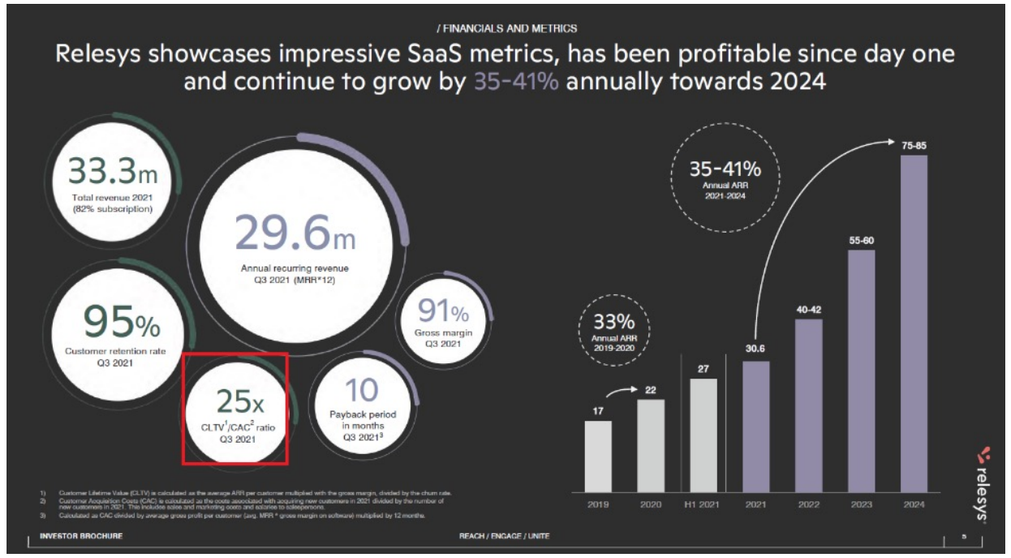
I bedste Berkshire Hathaway stil forstår Protector at øget float kan give øgede investeringsresultater hvilket resulterer i et fremragende afkast til aktionærerne. I det tilfælde at formuen forvaltes godt. Heldigvis er Protector også best-in-class på investeringsafkast (både på obligationer og aktier) fordi de i Dag Marius Nereng har en fantastisk CIO.

Vi er overbevist om at Henrik (CEO), Hans (Deputy CEO) og Dag Marius (CIO) sammen med resten af Protector teamet vil fortsætte med at levere ekstraordinære afkast over de kommende år.

Relesys

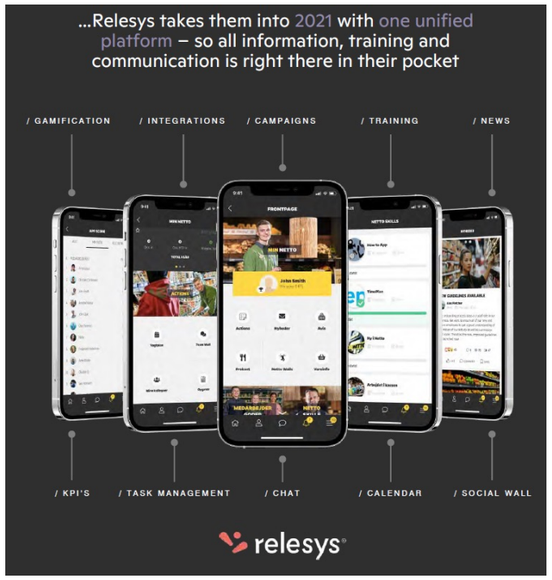
Investeringscase:

1. **Relesys er et dansk SAAS-selskab med imponerende unit-economics**
2. **Relesys leverer et reelt value-add for kunderne, hvilket forklarer deres meget høje revenue retentions (110-130 %).**
3. **Relesys opererer i et marked der vokser +20 % årligt**
4. **De er pt. i gang med at bruge deres IPO-penge til at opskalere deres internationale ekspansion**
5. **Relesys handles i dag til ca. 6,5x 2022 ARR hvilket vi stadig finder attraktivt i forhold til en årlig ARR-vækst på 30-50 % de kommende år.**



Relesys har historisk formået at vokse ARR med 30-40 % årligt samtidigt med at de har været profitable. Det betyder også at de ikke har skullet rejse kapital før. De har kunnet dette fordi deres unit economics er så stærke som de er. Med en LTV/CAC på 25x og en tilbagebetalingstid på kun 10 måneder har de kunnet holde væksten uden at gå på kompromis med profitabiliteten.

Relesys har indset at de kan vokse endnu stærkere end de 30-40 % årligt hvis de investerer tungere i forretningen. De valgte derfor at lave en IPO i december hvor de rejste ca. 70 millioner som skal investeres i at accelerere væksten.



Relesys produkt rammer direkte ind i en masse supertrends. De sørger groft sagt for via deres white-label app at hjælpe firmaer med at engagere deres "non-desktop-workers". Appen er samtidig fuld af gamification der gør den interaktiv og er medvirkende til at over 80 % af medarbejderne bruger appen udenfor arbejdstiden.

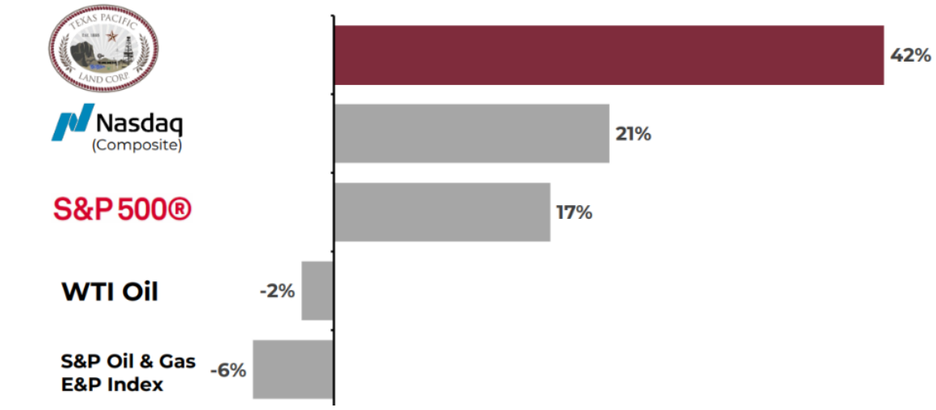
Relesys har stor succes på det danske hjemmemarked og har set indledende succes i både Holland og Sverige. Der skal nu skrues op for væksten i eksisterende markeder ligesom nye markeder såsom UK skal indtages.

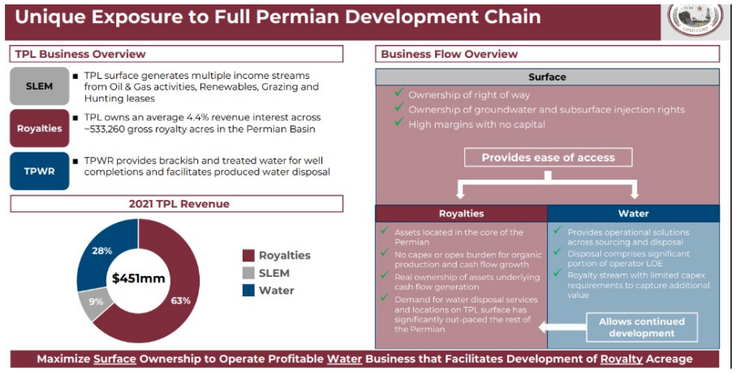
Vi er meget fortrøstningsfulde ved at de 2 founders Jesper og Jens-Ole samt deres dygtige team kan skabe en god vækshistorie og et godt afkast til aktionærerne.

Texas Pacific Landcorp

Investeringscase:

1. TPL er en af de stærkeste cases i forhold til at positionere sig mod stigende olie & gaspriser samt øget produktion i Permian i USA
2. TPL er et royaltyselskab med 80 % EBIT-marginer.
3. TPL har en stærk balance og betaler pæne udbytter + aktietilbagekøb.
4. I forhold til de seneste priser på olie & gas handles TPL til en af de største discounts i selskabets historie
5. I takt med at USA ønsker at blive selvforsynende vil øget produktion fra Permian bassinet blive nødvendigt.

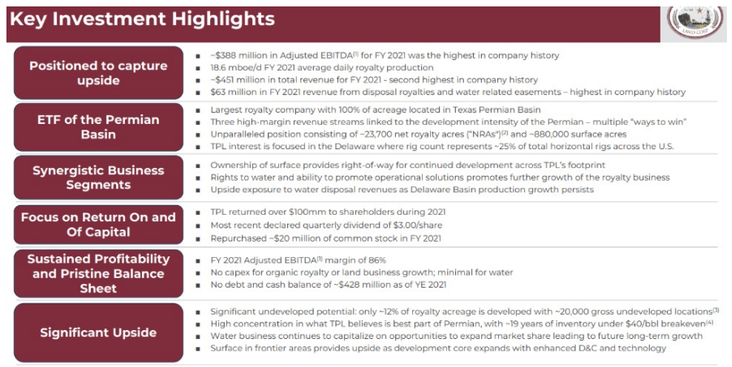




De færreste personer kender TPL. Men rent faktisk har TPL været en af de bedst performende aktier over de seneste 10 år med et årligt afkast på over 40 %.

TPL ejer over 500.000 acres land omkring Permian bassinet i Texas. Den primære indtægtskilde for TPL består i royaltyindtægter fra selskaber som udvinder olie & gas på TPL's arealer. Herudover har de tilhørende forretningsområder såsom levering og fjernelse af vand (som bruges til fracking) samt udleje af terminaler og jord til sol og vindparker.

TPL er en multi-year vækshistorie som vi mener har mange år i sig endnu. I og med at USA ønsker at blive totalt selvforsynende med olie & gas samt at permian bassinet er det billigste sted at producere forventer vi at se stigende produktion mange år frem. Stigende produktion og stigende afregningspriser vil betyde stigende royalty til TPL.



Symmetry

CVR: 35 05 64 67

aa@symmetry.dk

www.symmetry.dk