



# Symmetry

**1. HALVÅR**  
**2024**

**NYHEDSBREV**

Symmetry Invest

Østre Allé 102, 9000 Aalborg

[www.symmetry.dk](http://www.symmetry.dk)

## Formål med nyhedsbrevet

Symmetry sender hver måned en porteføljerapport ud til selskabets aktionærer, hvori der fortælles om månedens afkast, nyheder fra enkelte aktieinvesteringer samt en masse andet. Derudover udsendes med jævne mellemrum analyser på de investeringer samt et årligt investorbrev med gennemgang af vores største positioner.

Dette nyhedsbrev har ikke til hensigt at erstatte eller gengive ovenstående, idet dette er forbeholdt investorerne i Symmetry Invest. Nyhedsbrevet er tilgængeligt for alle og vil derfor kun begrænset omfang beskrive enkelte aktier. I stedet vil det gennemgå forskellige udviklinger og tendenser i det generelle marked samt forklare, hvordan Symmetry navigerer i de forskellige markeder. Det vil dog fra tid til anden nævne konkrete enkeltaktier, hvis dette findes aktuelt. Dette kan både være lange positioner, short positioner, eller aktier som Symmetry ingen position har i, men har en interesse for.

Det overordnede formål med nyhedsbrev er at øge kendskabet til Symmetry, herunder nuværende investorer, potentielle investorer samt øvrige personer, der følger med i aktiemarkedet. Der vil derfor også løbende blive redegjort for vores strategi og gøre denne så let forståelig som mulig for læserne. Vi vil desuden inddrage citater mv. fra kendte value-investorer og underbygge påstande med grafer og andet materiale, der kan bruges til at understøtte vores pointer.

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

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

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

## Disclaimer

Nyhedsbrevet er skrevet og udgivet af Symmetry Administration ApS. Nyhedsbrevet indeholder Symmetrys egne meninger, forudsætninger og holdninger. Symmetry garanterer ikke for korrektheden af indholdet i nyhedsbrevet.

Indholdet i nyhedsbrevet skal på ingen måde ses som en anbefaling om køb, hold eller salg af aktier. Symmetry Administration ApS er af danske tilsynsmyndigheder bemyndiget til at rådgive Kapitalforeningen Wealth Invest Symmetry. Vi er ikke autoriseret som investeringsrådgiver for andre fonde eller enkeltpersoner, og derfor bør dette nyhedsbrev på ingen måde tolkes som investeringsrådgivning, men som journalistisk forskning og vores egen holdninger til aktiemarkedet og eventuelle nævnte aktier.

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

Dette udsendes til følgende parter:

- Vores hjemmeside [www.symmetry.dk](http://www.symmetry.dk)
- Fondsforvaltere eller investeringsrådgivere rundt om i verden, da det er normalt for investeringsforvaltere at dele ideer
- Abonnenter på Symmetrys nyhedsbrev registreret på vores hjemmeside.

Symmetry opererer under dansk regulering og kan kun lave markedsføring af vores fond til danske FAIF-akkrediterede investorer. Derfor bør denne rapport på ingen måde tolkes som markedsføring for fonde, der rådgives af Symmetry.

Investering i aktier inkluderer risikoen for tab af kapital, og vi anbefaler altid andre at rådføre sig med en autoriseret investeringsrådgiver, før de foretager investeringer.

Billeder og andet materiale i denne rapport kan være beskyttet af ophavsret og kan ikke videredistribueres.

Symmetry modtager ikke betalinger fra nogen virksomhed nævnt i denne rapport udover vores afkast på aktiejerskab i de nævnte virksomheder.

## Nyhedsbrev

I det følgende nyhedsbrev vil vi berøre emnerne *Short Selling* og *Skræbeligheden af Unit Economics*. Som altid er afkast og porteføljeopdateringer mv. udsendt til aktionærer på månedlig basis og kan tillige hentes via hjemmesiden – men for god ordens skyld giver vi lige en opsummering nedenfor:

## Porteføljen

**Tabel: Historiske afkast i procent**

*I tabellen fremgår historiske afkast og gennemsnitlig nettoeksponering siden stiftelsen i 2013*

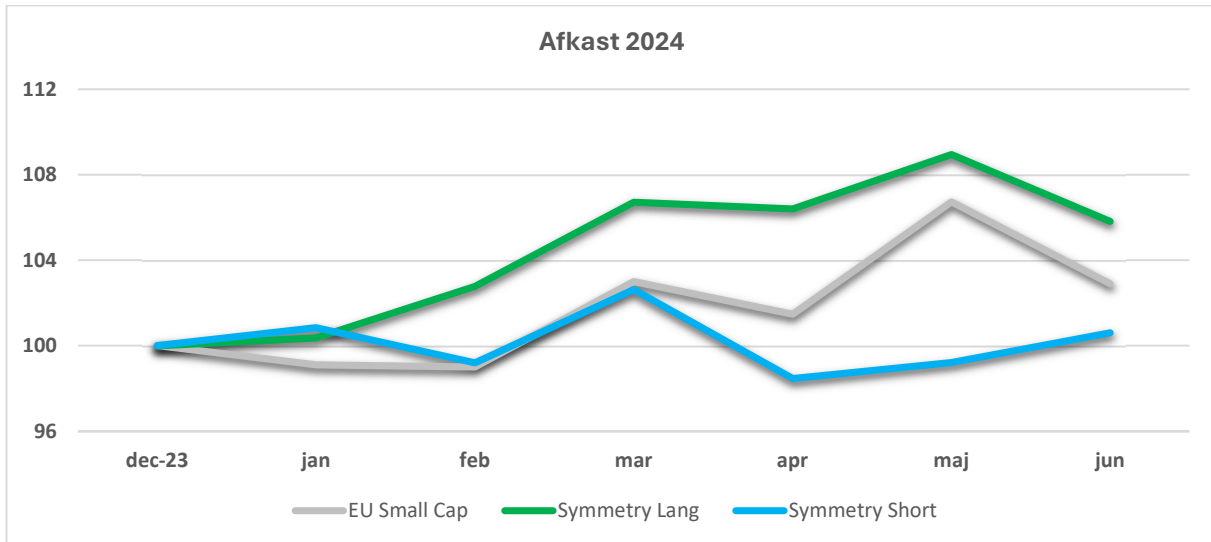
	Jan	Feb	Mar	Apr	Maj	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dec	ÅTD	Nettoeksponering
<b>2013</b>						8,1			7,9			15,0	<b>34,1</b>	N/A
<b>2014</b>			3,2			10,2			2,8			17,0	<b>36,8</b>	N/A
<b>2015</b>			6,8			23,2			-13,3			5,7	<b>20,5</b>	76,0
<b>2016</b>			1,3			10,6			3,5			3,4	<b>19,9</b>	44,3
<b>2017</b>	6,2	3,2	0,7	4,0	5,1	-2,7	1,1	-2,7	0,6	3,3	-2,1	-0,7	<b>16,8</b>	46,5
<b>2018</b>	1,9	-4,5	-4,4	0,8	-0,8	-5,9	-4,5	-1,8	-0,9	-12,8	1,9	0,3	<b>-27,7</b>	75,2
<b>2019</b>	7,3	6,4	4,5	4,5	-2,4	6,3	0,5	-7,1	5,8	0,3	10,0	2,5	<b>44,4</b>	73,3
<b>2020</b>	2,0	-4,1	-37,2	22,6	14,5	10,1	1,2	9,0	-0,2	1,8	17,1	12,9	<b>40,4</b>	74,9
<b>2021</b>	9,0	8,3	8,0	5,0	0,1	-0,5	2,2	4,8	-2,7	3,9	-5,4	0,9	<b>37,8</b>	75,6
<b>2022</b>	2,0	-6,0	-2,3	-7,0	-1,0	-3,7	3,5	0,0	-7,9	8,2	-0,1	-2,3	<b>-16,4</b>	77,7
<b>2023</b>	4,4	5,1	-6,6	0,0	2,6	-2,2	5,2	0,9	-0,6	-6,6	6,0	7,5	<b>15,4</b>	75,8
<b>2024</b>	0,0	3,7	3,0	1,4	2,2	-3,2							<b>7,1</b>	73,2

**Tabel: Performance i forhold til Benchmark**

	Måned	ÅTD	3 år	5 år	Total	IRR
<b>Symmetry</b>	-3,2 %	7,1 %	7,0 %	123,3 %	546,6 %	17,9 %
<b>MSCI EU Small Cap</b>	-3,6 %	3,1 %	-7,5 %	20,3 %	105,0 %	6,5 %

2024 har indtil videre været endnu et svært år for det Smallcap aktier globalt set. Europæiske Smallcap aktier er steget med 3,1 % og Amerikanske (målt på Russel 2000) er steget ca. 2 % ved udgangen af juni. Hos Symmetry formåede vi at outperforme markedet igen og levere et fornuftigt afkast på lidt over 7 % efter omkostninger. Vi er ambitiøse og har højere målsætninger, men markedsforholdene taget i betragtning kan vi godt tillade os at være nogenlunde tilfredse. Det positive er, at vi har leveret disse afkast helt på linje med vores strategi, ved at slå markedet på begge sider.

Som det kan ses nedenfor, er vores lange positioner steget ca. 6 %, bedre end markedets 3 % og vores korte positioner var ca. 0 % for året – også ca. 3 % bedre end markedet. Dette L/S spread på 6 % er hvad vi arbejder hårdt på at levere hver eneste dag.



I vores årsbrev for 2023, som vi udgav i april (kan findes på [www.symmetry.dk/nyhedsbrev](http://www.symmetry.dk/nyhedsbrev)), skrev vi detaljeret om vores portefølje. I løbet af første halvår i 2024 har vi alene købt to nye aktier, solgt ud af 2 aktier samt foretaget en mindre rebalancering af porteføljen. Kort sagt er der ikke meget at berette om i forhold til vores portefølje – vi kan lide hvad vi ejer.

De underliggende selskaber performer som helhed godt og performer faktisk bedre end hvad deres aktiekurser indikerer. Det har den konsekvens, at vores portefølje løbende bliver billigere og billigere, hvilket vi dog fint kan leve med. En af mine stærkeste kompetencer indenfor investering har altid været min tålmodighed, hvilket er den filosofi vi arbejder efter i Symmetry. Så længe at vi kan se, at der skabes underliggende værdier, bør vi reelt set have uendelig tålmodighed med at få det krystalliseret i aktiekurserne.

Vi kommer derfor aldrig til at sælge vores billige aktier, bare fordi de ikke stiger i værdi og giver afkast. Hvad skulle vi gøre med pengene – investere i den seneste hotte trend på markedet bare fordi aktierne stiger? Det ville blot betyde, at vi ville ende med at sælge billigt og købe dyrt, hvilket er det modsatte af vores strategi.

Vi har det helt fint med at monitorere vores eksisterende portefølje og vente tålmodigt på, at vi bliver belønnet for den stærke underliggende udvikling.

## Short selling

Et af de spørgsmål vi oftest får, er hvorfor vi shorter aktier og hvad det giver af værdi til os. Jeg deltog senest i en dansk podcast for Børsen, hvor jeg gennemgik dette emne og vores tanker bag strategivalget:

[Investor scorer 18 pct. årligt afkast: Folk mener, vi er onde hyæner, når vi shorter \(borsen.dk\)](#)

En ting er helt sikkert – Symmetry havde aldrig opnået et historisk afkast på 22 % gross og 18 % net over 11 år, hvis ikke vi havde haft muligheden for at shorte. Afkast på det niveau opnås normalt kun via enorm høj risiko, gearing eller lignende, men hos Symmetry har vi brugt shorts til at opnå disse afkast med lavere markedsrisiko end med en traditionel portefølje.

Vores lange portefølje består typisk af defensive value-aktier i Smallcap segmentet, hvor det er svært at kunne forvente afkast på +20 % årligt. Når man investerer i sådanne aktier og derudover kombinerer det med at shorte skrøbelige selskaber, så er det muligt at opnå langsigtede afkast, som vi ønsker.



Vi har således haft stor succes med shorts over de seneste 10 år, hvor vi har outperformet markedet i 9 ud af 10 år på shortsiden. Kun i 2021 formåede vi ikke dette – men 2021 var et af de værste år i historien at shorte ”shit-cos”. I alle de andre år har vi konsekvent outperformet markedet. Det betyder også, at vi siden stiftelsen af Symmetry har haft et positivt afkast på vores shorts, på trods af at det generelle marked har været stigende i samme periode – som det er illustreret i grafen ovenfor.

Illusionen om at man ikke kan tjene penge på shorts, fordi markedet stiger over tid – den gælder i hvert fald ikke hos os.

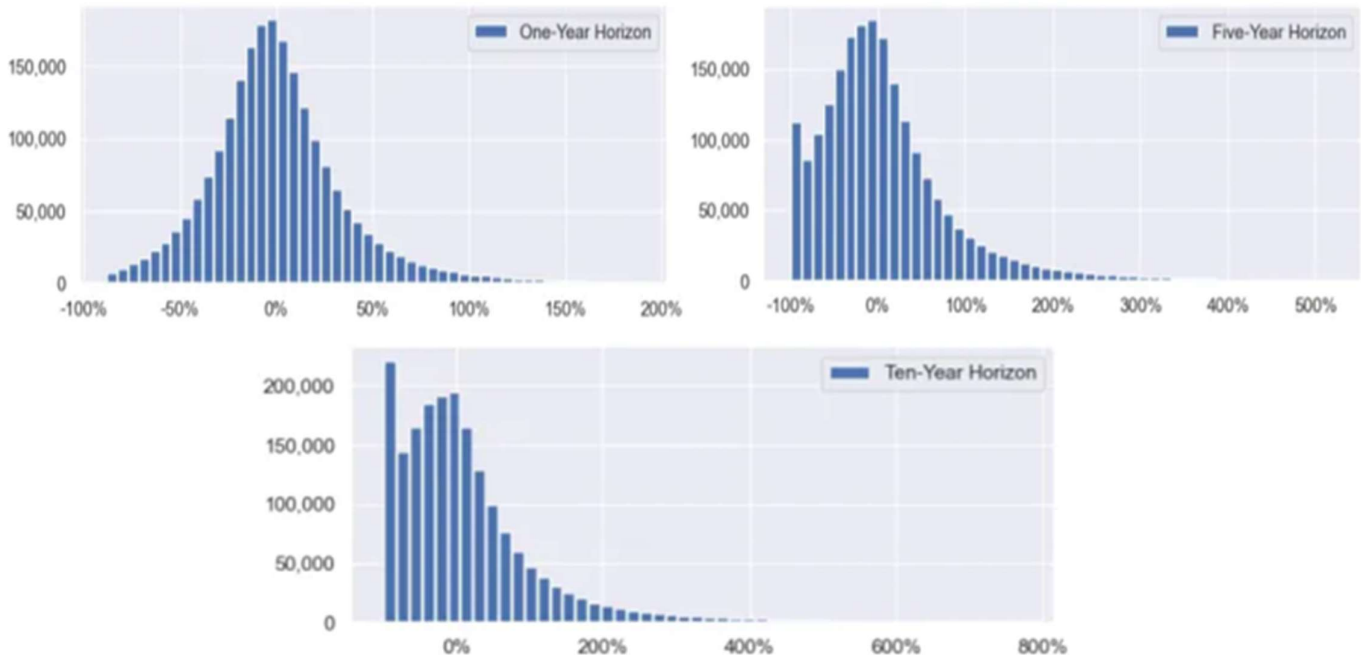
### Median returns

Som nævnt ovenfor mener jeg en af de største fejltagelser indenfor short-selling er begrebet ”markedet stiger over tid, så man kan ikke tjene penge på at shorte”. Isoleret set er det en korrekt antagelse, at aktiemarkedet stiger ca. 10 % over tid – men det de færreste ved er, at den gennemsnitlige aktie ikke gør. Det er oftest en række vinderaktier, som ender med at trække hele aktiemarkedet opad over tid. Hvis man blot undgår at shorte disse, så er der en stor gruppe aktier, hvor man over tid kan tjene penge ved at shorte.

Det er også derfor, at jeg aldrig har ment, at det giver mening at hedge sig ved at shorte et indeks eller en ETF. I det tilfælde skal man under alle omstændigheder have makroviden og kunne time markedet. Nedenstående artikel beskriver på glimrende vis, hvordan forskellen på det gennemsnitlige og median afkastet er:

[Average is not the same as median... - by Joachim Klement \(substack.com\)](#)

Graferne nedenfor fra artiklen illustrerer dette tydeligt. Måler man over en tidshorisont på et år er der en ret normal distribution mellem vindere og tabere på aktiemarkedet, dvs. hvis man tilfældigt vælger sine aktier, så vil det være ret tilfældigt, hvorvidt man vinder eller taber.



Omvendt viser graferne over 5 og 10 år dog et andet tydeligere billede – at distributionen af afkastet har en lang right-tail. Som det kan ses, leverer størstedelen af alle aktier middelmådige eller negative afkast over en 5-10-årig periode, hvor aktiemarkedets langsigtede 10 års gennemsnitlige afkast er drevet af nogle få vindere.

Sagt på en anden måde: Ved at shorte, så behøver vi ikke at finde taberne i aktiemarkedet – vi skal blot undgå at være short i vinderne. Det er faktisk ikke så svært, når man har nogle ret simple regler for, hvilke typer shorts man bør undgå at have.

Vi arbejder konstant på at finpudse måden, som vi arbejder på for hele tiden at kunne optimere vores afkast på vores shorts og deraf det samlede afkast i hele porteføljen.

### Cyclical offset

En anden væsentlig faktor folk glemmer med short-selling er, at det giver dig både likviditet og mod til at være aggressiv på de rigtige tidspunkter og defensiv på de rigtige tidspunkter. Mange af de dummeste beslutninger der træffes på lang siden, er fordi folk skal/vil være investeret hele tiden. Så på toppen af markedet, hvor der ikke rigtigt er nogle gode ideer at investere i, så vælger de fleste bare at købe det næst bedste eller noget, der er for risikabelt. Hvis man derimod har muligheden for at shorte, er det muligt i perioder hvor der ikke findes mange gode lange ideer at bruge sin tid på at finde attraktive shorts i stedet.

På den anden side tillader en short-portefølje, at du som investor har råd til og tør være aggressiv på de helt rigtige tidspunkter i markedet. For det er når markedet falder 20 – 30 % og enkelte aktier falder +50 % etc., at man kan lave de køb, der definerer ens karriere indenfor investeringer. Problemet er at hvis du er fuldt investeret allerede og selv er nede med 30 % – så har du ikke mulighed for at lave disse køb. Samtidig er du måske for bange til at være aggressiv, når du skal være det og i stedet tænker for defensivt på det forkerte tidspunkt. Har man som investor en short bog gør det at man måske kun er i minus 10 % når alle andre er nede med +20 %.

Når du står i den situation, har du også nemmere modet til at være aggressiv og købe op. Og samtidig gør din short bog, at du har kontanter til at købe op for på det rigtige tidspunkt.

## Skrøbeligheden af Unit Economics

Når jeg tænker tilbage på de sidste 3-5 år er der mange ting vi har lært. Den klart væsentligste for mig har dog været at forstå vigtigheden af unit economics (enhedsøkonomi) for virksomhederne – men også at sætte pris på, hvor skrøbelige disse ofte er.

Jeg har altid fokuseret meget på at blive bedre til at forstå et selskabs enhedsøkonomi, da forskellige forretningsmodeller kan have forskellige enheder. Hvis man forstår hvor profitabel en restaurant er på den investerede kapital, så kan man vide, hvor attraktivt det er at åbne nye restauranter. Forstår man hvor godt et selskab er til at lave opkøb kan man forstå afkastet på fremtidige opkøb. Eller hvor attraktivt en softwareforretning kan købe en ny kunde, så forstår man hvor meget de kan bruge på at købe nye kunder.

Denne viden har helt sikkert bragt os høje afkast over de sidste 3-5 år. F.eks. i de tilfælde hvor vi har forstået forretningsmodellerne under regnskaberne, virksomheder der var i transformationer eller hvor regnskabsprincipper gjorde at en underliggende sund virksomhed ikke kunne spottes umiddelbart.

Men det er også i de situationer, hvor vi har lavet vores værste fejl – ved at undervurdere hvor skrøbelige underliggende enhedsøkonomier kan være. En af de største synder, som vi har lavet, er at ekstrapolere gode enhedsøkonomier lineært ud i fremtiden. På kort sigt kan dette medføre:

- 1) At en virksomhed der vokser, får større skala
- 2) At den kan forbedre marginerne
- 3) At det øger dens værdi af eksisterende og nye kunder
- 4) At den kan investere mere i nye kunder og i bedre servicering af eksisterende kunder

Problemet er bare ofte, at disse kortsigtede skalafordele stort set altid bliver ædt op af de negative konsekvenser. Fakta er, at den næste enhed eller kunde i næsten alle tilfælde er værre end de eksisterende. Det er noget vi desværre ofte har undervurderet, selvom det på så mange måder er logisk.

Når man ejer en restaurant med et godt afkast på den investerede kapital, vil man oftest gerne ekspandere og åbne en ny restaurant. Hvis man f.eks. er et stort hit i Californien, så er der stor sandsynlighed for at man også virker i f.eks. New York. Problemet opstår, når man før eller siden vil åbne en næste restaurant, der vil ligge tæt



på en eksisterende restaurant og dermed tage dennes kunder, hvilket reducerer afkastet på begge restauranter. Det samme gælder indenfor markedsføring. Har man først fundet ud af, hvordan man får gode kunder på Facebook, så er der en stor chance for at man også kan gøre det via Google, eller Instagram eller YouTube. Men problemet er at man starter med alle de billige kunder. Når man skruer op for markedsføringen, bliver kunderne bare dyrere og dyrere, indtil de ikke er profitable mere. Gode enhedsøkonomier er derfor sjældent så skalerbare, som man går og tror.

Disse ting var jeg altid klar over. Jeg værdiansatte ofte virksomheder ud fra et steady-state, dvs. at de altid kunne skalere deres ekstra omkostninger ned og leve af deres eksisterende forretning. Hvad jeg dog endte med at undervurdere, var skrøbeligheden af eksisterende enheder. F.eks. ved en SAAS-virksomhed med en LTV/CAC på 4 - er 4 ikke blot 4. Der er en stor spredning af profitabilitet af eksisterende kunder (især ift. retention). Det vi har oplevet er, hvordan f.eks. faldende bruttomarginer rammer profitabiliteten på den eksisterende forretning rigtig hårdt. Man bliver derfor tvunget til at hæve priserne, hvilket leder til højere churn og gør det sværere at tiltrække nye kunder etc.

Skrøbeligheden rammes selvsagt på forskellige måder i forskellige brancher. Indenfor restaurationsbranchen kan man blive ramt af stigende fødevarerpriser. Hvis dine fødevarerpriser pludselig stiger voldsomt, så vil afkastet på den investerede kapital måske falde fra 40 % til 25 % på dine bedste restauranter. Men det er jo stadig et godt afkast i manges øjne. Problemet er bare, at det kan være det, der gør at afkastet på den sidst åbnede restaurant går fra 15 % til 10 % og på den næste planlagte fra 12 % til 8 %. Og til sidst er det ikke muligt at tjene sin kapitalomkostninger hjem igen.

## Opsummering

Så hvad har vi lært og hvad vil vi tage med os videre?

Vi mener stadig, at vores strategi om at være long/short fond fungerer og passer os bedst. Dette har vi bevist med de afkast, vi har laveret igennem de sidste 11 år og som er opstået dels via værditilvækst på lang siden, men også ved at vi har været dygtige til at sammensætte vores short bog for at levere mindre risiko og reducere de negative afkast i faldende markeder – og genereret positive afkast samlet set.

Den vigtigste pointe er dog, at vi vil stress-teste vores investeringscases endnu mere – især på holdbarheden af eksisterende unit-economics. Vi skal dykke dybere ned i virksomhederne ift. at undersøge hvad der kan vælte dem og hvad der kan gøre, at vores antagelser ikke holder vand. Dette indebærer også i endnu højere grad, at vi skal være bevidste om at beskytte downsiden i en investeringscase – ofte er det, der giver upsiden på den lange bane.