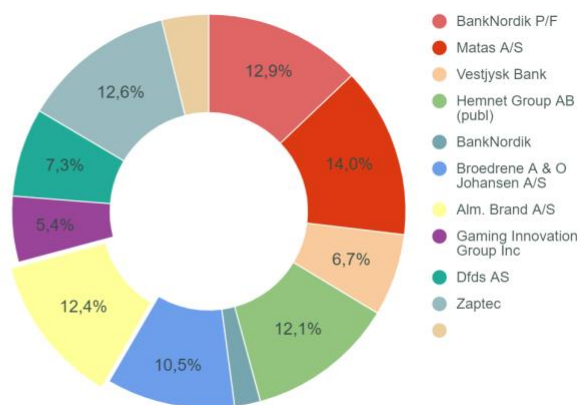
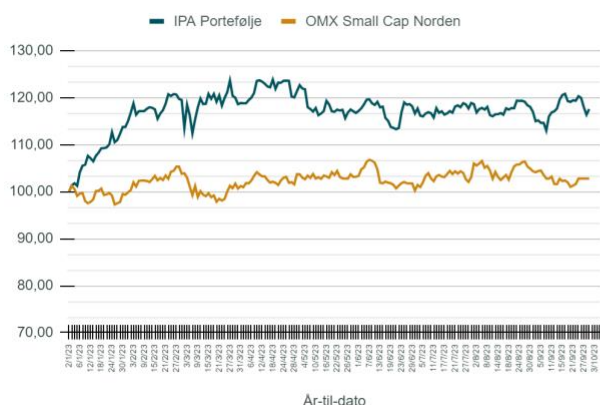


Performance

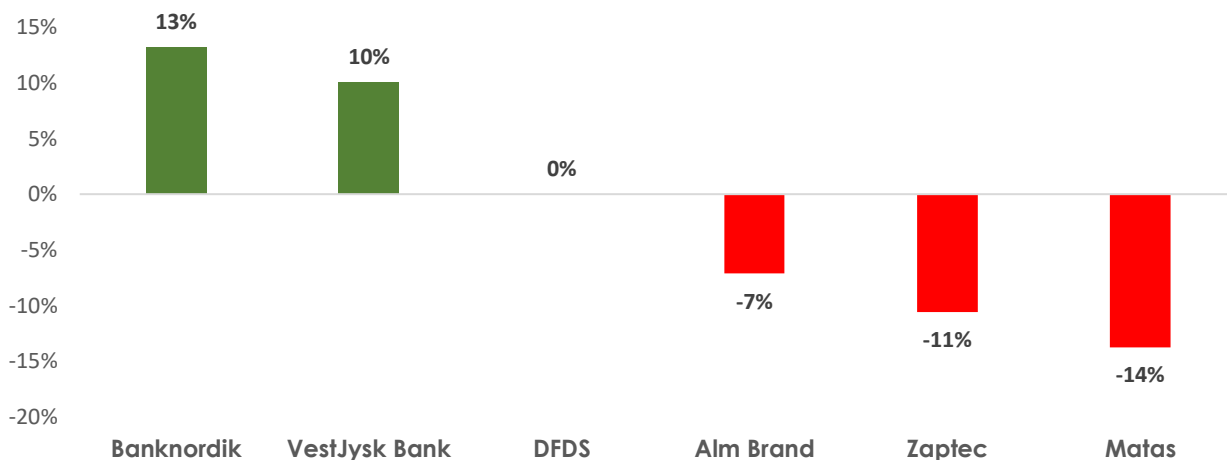
Markedsværdi Portefølje
117.514,29 kr.

IPA portefølje
År-til-dato
17,51%

Benchmark
År-til-dato
2,76%



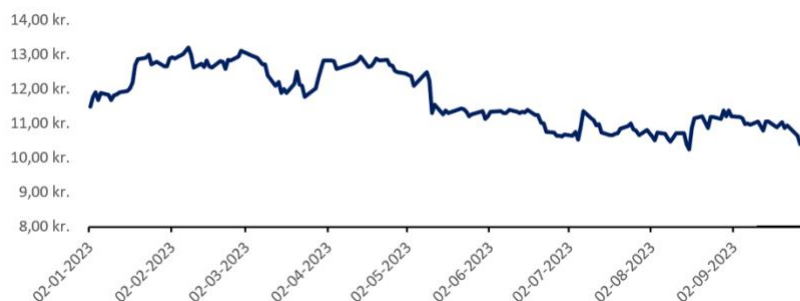
Månedsoptjæring (målt i lokal valuta)



Månedskommentar - oktober 2023

I september havde vi et positivt afkast på 1% i DKK, trods et 2,5% fald i lokal valuta. Dette sammenlignet med et benchmark-afkast på 0% i DKK. Vore selskabers regnskaber i august og september var stærke og levede op til eller overgik vores forventninger. Vi forbliver engagerede i selskaberne baseret på deres stærke fundamentaler, på trods af eventuelle aktiekursreaktioner. Kun Hemnet, Vestjysk Bank og Grønlands bank viser en begrænset upside. I september erstattede vi JDC group med Gaming Innovation Group pga. et større upside-potentiale.

Alm. Brand

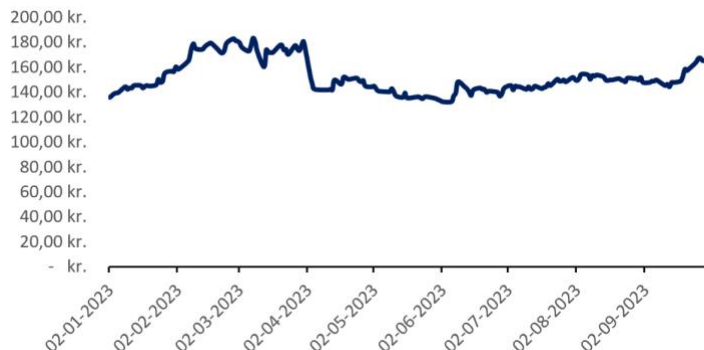


DCF værdi:	16,40 kr.
Nuværende pris:	10,49 kr.
Upside:	56,3%

Månedskommentar - Alm Brand

Alm. Brand har senest aflagt Q2 regnskab, som klarede sig markant bedre end Q1. Her fremgår det, at deres forsikringstekniske resultat steg til et historisk højt overskud på 507 mio. kr. mod 378 mio. kr. i andet kvartal 2022. For Q2 blev Combined Ratio 82,6 mod 84,2 i samme periode sidste år. Dermed forventer de nu, at FY forsikringsresultat vil lande på 1,35-1,45 mia. kr., hvor de tidligere forventede 1,2-1,4 mia. kr., og Combined Ratio forventes at blive i niveauet 87,5-88,5. Så der er stadig et stykke vej til 2025 og en Combined ratio på 82,1. Vi mener dog stadig at Alm. Brand har skabt en unik mulighed for at optimere lønsomheden med opkøbet af Codan og derved få udnyttet potentielle synergieffekter. Så vores holdning er derfor stadig, at Alm. Brand er en stærk investeringscase. På trods af positive nyheder, så er Alm. Brand nede 7% for september.

BankNordik

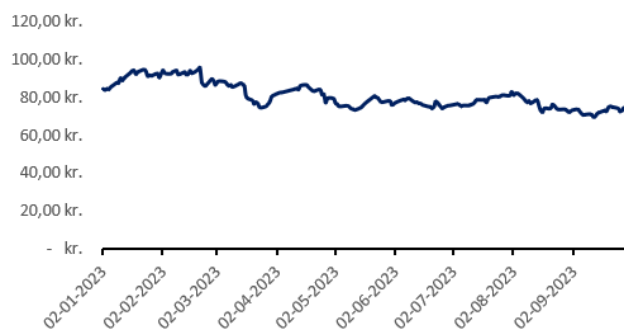


DCF værdi:	196,60 kr.
Nuværende pris:	165,00 kr.
Upside:	19,2%

Månedskommentar - Bank Nordik

BankNordik præsenterede et meget positivt regnskab i august, hovedsageligt understøttet af forbedret kvalitet i deres udlån. Som et resultat blev nogle af deres hensættelser trukket tilbage, hvilket positivt påvirkede bundlinjen. Desuden begynder vores hypotese om, at højere renter ville gavne BankNordiks bundlinjer, virkelig at manifestere sig, hvilket vi ser som en positiv udvikling. Selvom BankNordik har været en af vores mest succesrige investeringer i år, ser vi stadig et solidt potentiale for yderligere vækst. Dette er primært drevet af indtægter, der har overgået vores forventninger.

Brødrene A&O Johansen

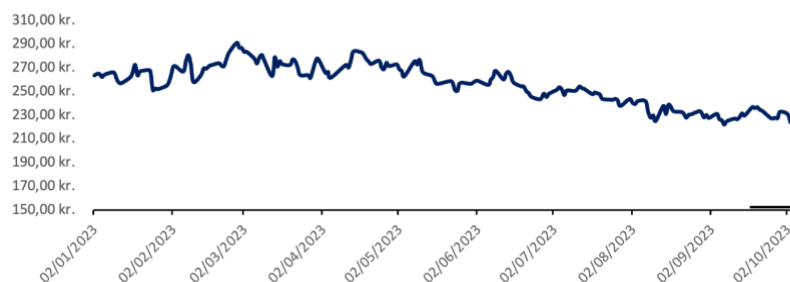


DCF værdi:	107,00 kr.
Nuværende pris:	75,50 kr.
Upside:	41,7%

Månedskommentar – Brødrene A&O Johansen

Brødrene A&O Johansen aflagde rapport i august måned i år som henførte sig til første halvår af 2023. Her præsenterede de en omsætning for det første halvår på 2670,3 mio. DKK. Dette var en omsætningsfremgang på 3,9% i samme omgang overraskede selskabet med en opjustering i deres forventede omsætning for 2023 som blevet reguleret 100 mio. DKK op til niveauet i niveauet 5.350-5.500 mio. mod tidligere udmeldt 5.250-5.450 mio. EBITDA og EBT forventes at være uændret og derfor kan det tyde på at opjusteringen primært skyldes prisinflation.

DFDS

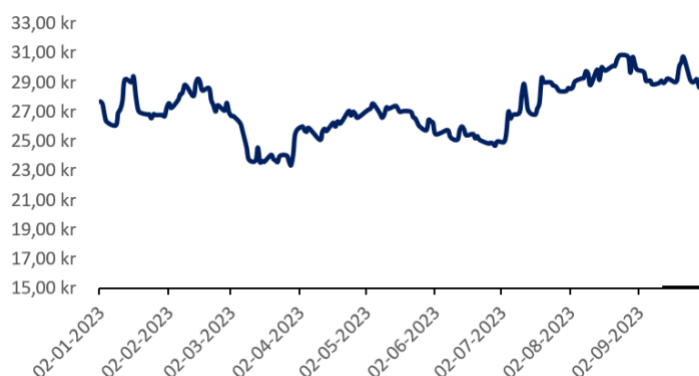


DCF værdi:	360,00 kr.
Nuværende pris:	221,60 kr.
Upside:	62,5%

Månedskommentar - DFDS

DFDS annoncerede d. 18 september at de udvider deres rutenetværk i Middelhavet ved opkøbet af FRS Iberica/Maroc til en samlet værdi af 1,08-1,44 mia. kroner. Vi anser dette opkøb at være en meget god beslutning fra DFDS's ledelse af flere årsager. De køber for det første virksomheden til en favorabel multiple- 6 gange EBITDA, og derudover, for ikke engang at komme ind på virksomhedens allerede organiske omsætningsvækst, så tror vi på DFDS eget udsagn om at opnå marginforbedringer gennem modificering af skibene samt driftsoptimeringer. Det er en allerede velfungerende færgerute og vi tillægger derfor ikke nogen markant driftsrelateret risici til casen. Opkøbet finansieres af både lån og egne midler- og ikke aktieemissioner. Det er ifølge os den helt rigtige beslutning. DFDS udelukker ikke andre opkøb i den nære fremtid hvis lignende muligheder viser sig.

Gaming Innovation Group



DCF værdi: 38,60 kr.

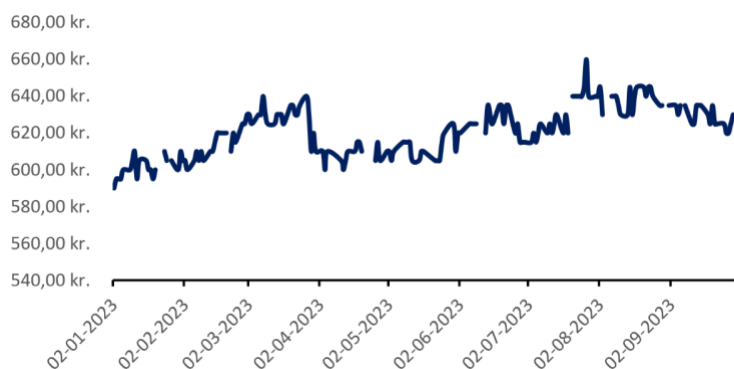
Nuværende pris: 28,65 kr.

Upside: 34,7%

Månedskommentar – Gaming Innovation group

Gaming Innovation Group (GIG) er den nyeste tilføjelse til porteføljen og selskabet brager derudaf seneste med et stærkt regnskab i Q2. GIG er dog faldet med små 7,4% siden midten af september uden nævneværdige nyheder. Dette skræmmer os dog ikke, og vi har stadigvæk et positivt syn på casen og potentialet gående fremad. GIG arbejder stadig på det strategiske split af virksomheden og har i september taget et af de første skridt da Richard Brown er overgået til sin rolle som advisory board member og Jonas Warrer eriltrådt som CEO for gruppen, mens Richard Carter fortsætter som direktør for GIG Platform & Sportsbook.

Grønlandsbanken



DCF værdi: 666,70 kr.

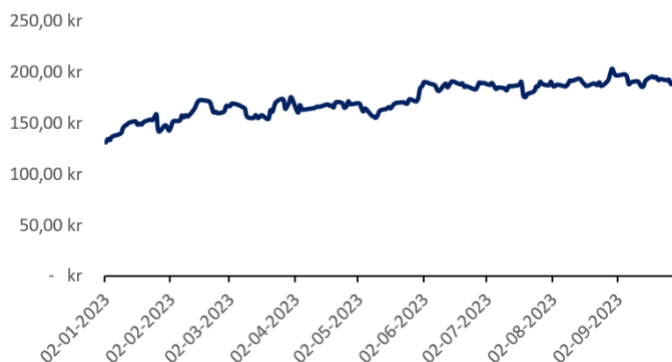
Nuværende pris: 630,00 kr.

Upside: 5,8%

Månedskommentar - Grønlandsbanken

Grønlandsbanken præsenterede et tilfredsstillende halvårsregnskab i august, med fremgang i udlånsaktiviteten, primært understøttet af positiv økonomisk udvikling i Grønlands økonomi. Banken har også justeret deres forventninger opad til et resultat før skat på 170-210 millioner kroner, op fra tidligere 145-185 millioner kroner. Vi ser stadig et potentiale for vækst i aktien på 5,8% og er derfor indstillet på at udskifte den, hvis der dukker nye aktier op med højere vækstpotentiale. Dette skyldes også, at den er vanskelig at handle pga. det meget lave volumen i aktien.

Hemnet

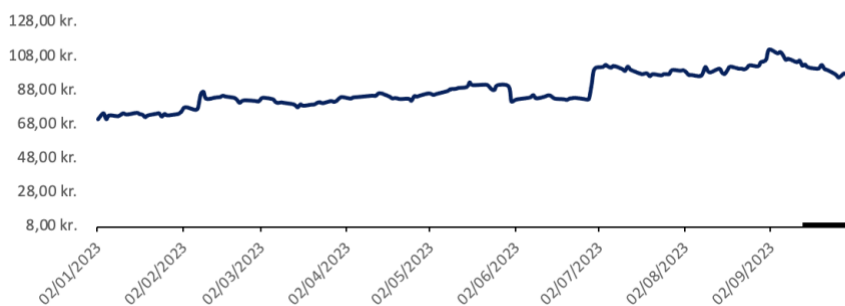


DCF værdi:	195,39 kr.
Nuværende pris:	192,90 kr.
Upside:	1,3%

Månedskommentar – Hemnet

Hemnet er oppe omkring 16,7% siden vi tilføjede den til porteføljen i slutningen af februar, og omkring 10% siden Q2 regnskabet d. 19. juli. Dette er ovenpå en stærk vækst i "average revenue per listing" (ARPL) der er steget med 30,8% i forhold til samme tidspunkt sidste år hvilket vidner om at Hemnet stadig er i stand til at udnytte deres monopollignende markedsposition til at hæve priserne. Det svenske boligmarked har dog været presset af de stigende renter og antallet af boligannoncer på Hemnets platform er faldet for 3. kvartal i streg. Da vi ligger tæt på vores DCF-mål vil vi derfor kigge nærmere på om vi stadig ser det samme potentiale i Hemnet-casen.

Matas

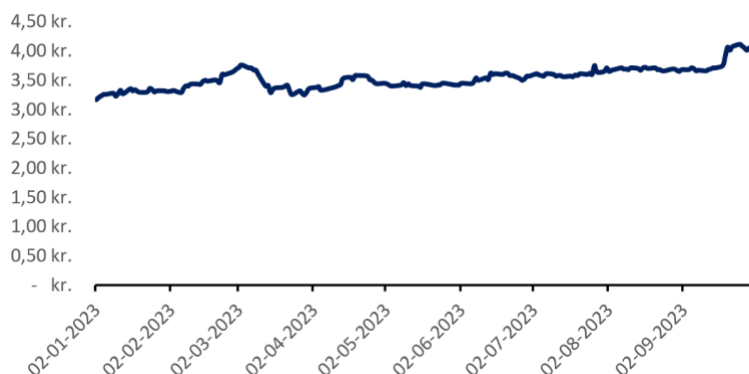


DCF værdi:	122,10 kr.
Nuværende pris:	93,20 kr.
Upside:	31%

Månedskommentar - Matas

I august præsenterede Matas et stærkt Q1 regnskab. Det mest markante højdepunkt var, at øget kundetraffic kombineret med et bredere sortiment har ført til vækst i både omsætning og indtjening for virksomheden. Derudover har Matas afsluttet opkøbet af KICKS Group. Ifølge deres CEO vil dette opkøb styrke Matas' strategiske position i de nordiske markeder. Med KICKS, som er en førende aktør i Norden, får Matas adgang til endnu flere vækstmuligheder. I løbet af året har Matas haft en særdeles positiv indflydelse på IPA's portefølje, og det seneste Q1 regnskab fra Matas bekræfter en solid investeringscase.

Vestjysk Bank



DCF værdi: 3,70 kr.

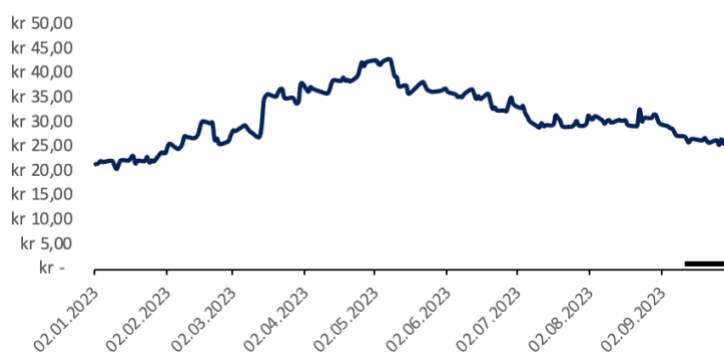
Nuværende pris: 4,05 kr.

Upside: -8,6%

Månedskommentar – Vestjysk Bank

Vestjysk Bank har i september været den næstbedste aktie i IPA's portefølje og har leveret et afkast på 10%. Vestjysk Bank fremlagde et imponerende halvårsregnskab i august, der, ligesom BankNordiks, var understøttet af tilbageførte hensættelser grundet forbedret kvalitet i udlån. De oplevede også en stigning i udlånsvolumen, som er vokset med 4% siden sidste kvartal, hvilket også overstiger markeds væksten. På grund af deres stærke performance, ligger den nuværende aktiekurs over vores vurdering af fair værdi. Derfor er vi på udkig efter nye investeringer med et bedre forventet afkast og planlægger at erstatte den ved næste månedsmøde.

Zaptec



DCF værdi: 52,86 kr.

Nuværende pris: 24,68 kr.

Upside: 114,2%

Månedskommentar - Zaptec

Zaptec har i august leveret et flot Q2 regnskab, hvor revenue er nået all-time high. Salget for Q2 er oppe over 130% ift. Q2 sidste år. Lidt bekymrende er dog, at ordre indtaget er faldet 24% fra Q1 2023 til Q2 2023, men vi forventer en stigning af ordre indtaget i H2 af 2023, i takt med en øget produktion af Zaptec Go. Salget uden for Norge er i samme periode steget med 57%, hvilket vidner om den ekspansion til resten af Europa. EBITDA marginen er fortsat lav, omkring 6%, men vores forventning er at den nok skal komme til at stige, når Zaptec får styr på deres omkostninger.

Organisationen bag



Sonni Damgaard

Formand



Andreas Blom

Formand for investeringer, CIO



Jeppe Dehlendorff

Medlem



Victor Villesen

Medlem



Frederik Vig Rask

Medlem



Jakob Asmussen

Medlem



**Emilie-Marietta
Soelberg**

Medlem



Frederik Secher

Medlem

Tobias Tejsner

Medlem