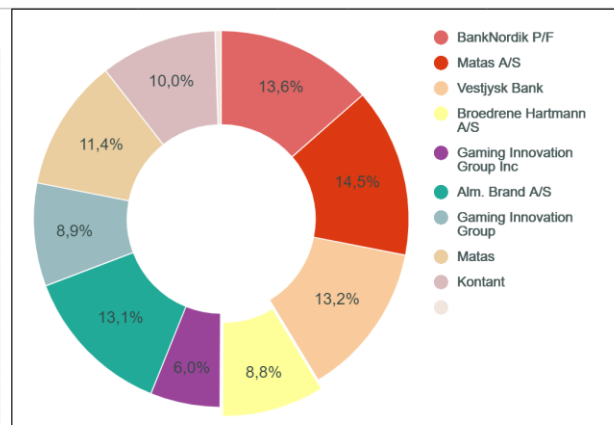
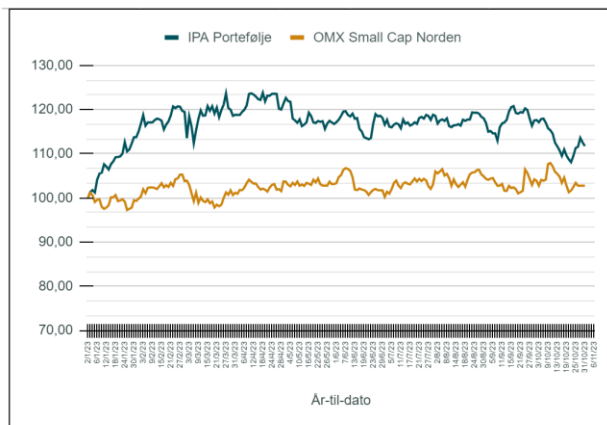


## Performance

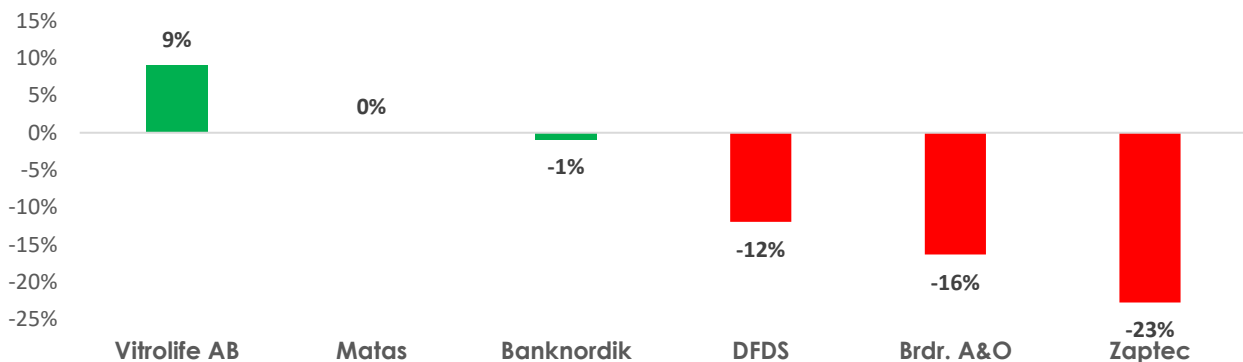
**Markedsværdi Portefølje**  
111.754,54 kr.

**IPA portefølje**  
**År-til-dato**  
11,75%

**Benchmark**  
**År-til-dato**  
2,76%



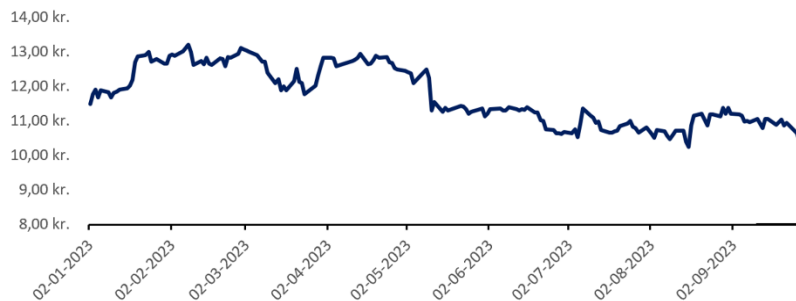
## Månedsoptjæring



## Månedskommentar November 2023

I oktober foretog vi ændringer i vores investeringsportefølje ved at sælge vores positioner i Hemmet, Vestjysk Bank og Grønlandsbanken. Samtidig øgede vi vores investeringer i BankNordik og tilføjede Vitrolife til porteføljen. Porteføljen oplevede et fald på 6,9% i løbet af måneden, hvilket er større end benchmarkets tilbagegang på 2,7%. Det største pres på porteføljens præstation kom fra Zaptec, Brdr A&O og DFDS. Af alle vores aktier bidrog kun Vitrolife, som er vores seneste tilføjelse, med positivt afkast. Det har været en udfordrende måned for vores portefølje, men vi ser frem til at modtage opmuntrende nyt fra virksomhederne i porteføljen, når de rapporterer deres resultater for tredje kvartal, hvilket forventes at ske i november for de fleste af dem.

## Alm. Brand

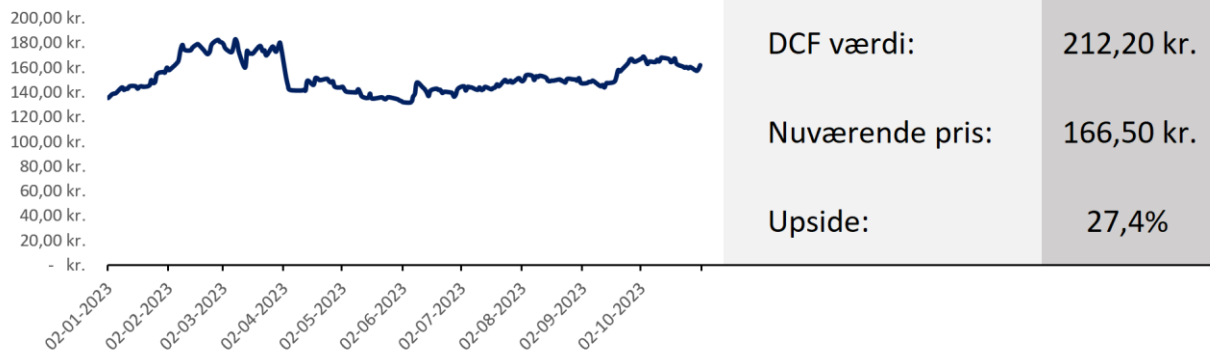


DCF værdi:	16,40 kr.
Nuværende pris:	10,49 kr.
Upside:	56,3%

### Månedskommentar - Alm Brand

I den forgangne måned har der ikke været særligt signifikante nyheder for Alm. Brand. Seneste udmelding fra Alm. Brand er Kristian Hjort-Madsen, som var Executive Vice President for deres privatkundeafdeling har forladt virksomheden. Derfor er det nu Kim Bai Wadstrøm, som midlertidigt har taget positionen, indtil de finder den rette kandidat. Dette er i sig selv ikke alarmerende, men det er alligevel noget vi er opmærksomme på. Aktiekursen har flyttet sig relativt sidelæns, og aktien er derfor på samme niveau som sidste måned. Aktuelt, venter vi spændt på deres Q3 regnskab, som kommer d. 9. november, hvor vi forventer at vores forventninger bliver manifesteret og afspejlet i rapporten.

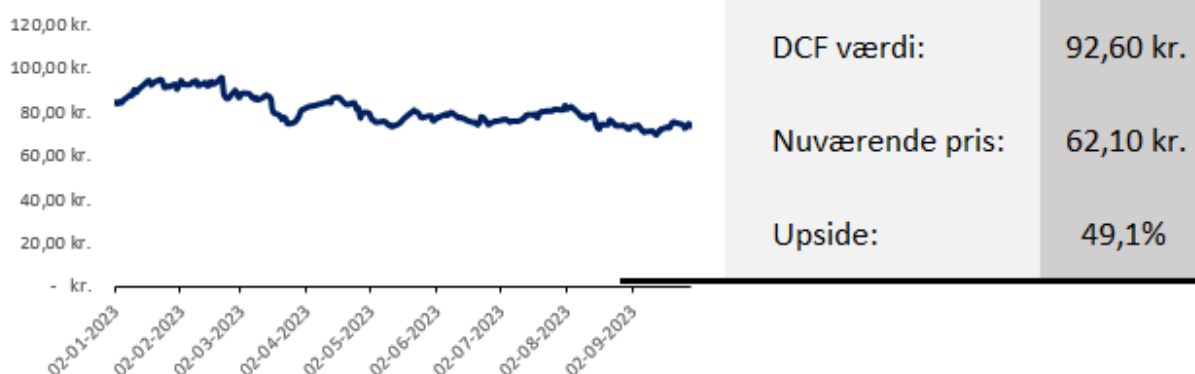
## BankNordik



### Månedskommentar - Bank Nordik

BankNordik præsenterede tredje kvartalstal den 2. november med en indtjening for de første 9 måneder dobbelt så høj som i 2022, primært pga. stigende renter. Dette motiverede vores køb af BankNordik. Forsikringsafdelingen Tryg præsterer også godt med en combined ratio på 85%. Med en dividend yield på 19,2% for 2023 finder vi aktien attraktiv. Vores justerede DCF-vurdering øger forventet udbytte for 2023 og 2024 med 3 kr., og med et øget afkastkrav på 10% pga. øget recessionsrisiko, sætter vi fair værdi på aktien på 212,5 DKK

## Brødrene A&O Johansen



### Månedskommentar – Brødrene A&O Johansen

I oktober måned udkom rapporten for 3. kvartal hvor Brødrene A&O Johansen præsenterede resultater som var betydeligt bedre end forventet. Selskabet fortsætter med at levere rimelige profitabilitetstal. Dog oplever vi et omsætningsfald på 7,5% i kvartalet i forhold til forrige år. Dette er langt over forventningen.

Reduktionen i bruttomarginen til 23,0% (25,6%) er drevet af positive engangseffekter fra leverandørdrevne prisstigninger i 2022. Der var én salgsdag mindre i tredje kvartal 2023 end i samme periode sidste år. I september oplevede vi et skarpt fald i dag-til-dag-salgsindekset, hvilket bevirkede, at resultaterne for tredje kvartal blev lavere end ventet.

Dog virker resultaterne for september til at være betydeligt ringere end forventet og det kan bevirke at vi måske bliver ramt af nedgangen i byggeriet snart.

Vi bibeholder en -20% omsætningskorrektur fra TTM-omsætningen indtil vi ser bedre tider og holder den langsigtede EBIT-margin omkring 6% da vi ser potentialet for at den kan bibeholdes på dette niveau på lang sigt.

Gælden er ikke alarmerende på 1,6 NIBD/EBITDA. Dette er et godt tegn. Vi afventer og ser udviklingen.

Ledelsen udtaler selv: "Den finansielle gearing er i kvartalet faldet fra 2,0 til 1,7 og forventes at falde yderligere i 2023" Dette er tegn på godt mådehold i disse usikre tider.

## DFDS

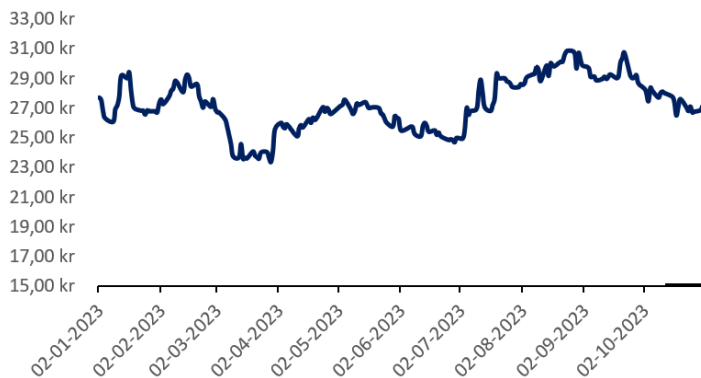


DCF værdi:	360,00 kr.
Nuværende pris:	203,80 kr.
Upside:	76,6%

### Månedskommentar - DFDS

Højere oliepriser samt en smule lavere passagertal har presset DFDS den seneste måned, og på trods af at begge udviklinger presser profitabiliteten, så anser vi disse udviklinger som midlertidige markedsudsving. Fra en mere positiv vinkel så annoncerede DFDS midt oktober, at de sælger og tilbageleaser tre fragtfærger med en avance på 145 mio. kr.. Grundlaget for dette er at øge virksomhedens finansielle fleksibilitet og at nedbringe rentebærende gæld. Dette er i vores øjne endnu et kvalitetsstempel til DFDS's ledelse, der forstår både at skabe værdi og øge robustheden af selskabet.

## Gaming Innovation Group



DCF værdi: NOK 38,60

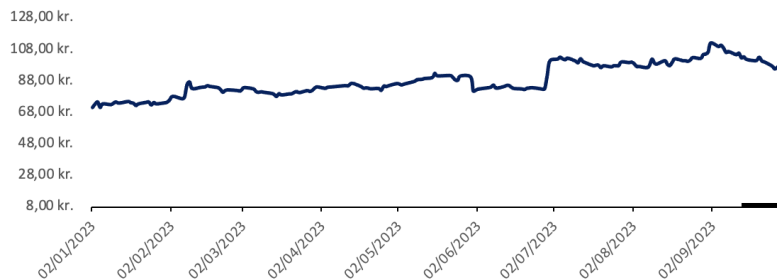
Nuværende pris: NOK 27,05

Upside: 42,7%

### Månedskommentar – Gaming Innovation group

Gaming Innovation Group har i oktober måned formået at henholdsvis forlænge og udbygge to aftaler med eksisterende partnere. Der er her tale om en forlængelse af en aftale med den kendte online betting side Betway, der bruger GIG's compliance software (GIG Comply) og en udbygning af partnerskabet med selskabet Goldenpark. Udbygningen indebærer at Goldenpark vil udnytte GIG's position til at trænge ind på det canadiske marked hvor GIG i forvejen har 5 partnervirksomheder. Begge aftaler viser at tilliden til GIG fortsat er stor blandt partnervirksomhederne. GIG kommer med regnskab d. 8 november.

## Matas



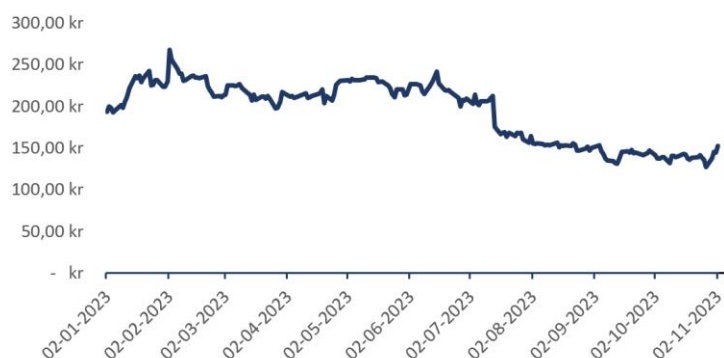
DCF værdi:	122,10 kr.
Nuværende pris:	93,60 kr.
Upside:	30,4%

### Månedskommentar - Matas

Siden vores sidste månedsoptdatering om Matas-aktien har der ikke været markante ændringer i selskabets position på markedet. Aktien fortsætter med at handle på samme niveau som for en måned siden, hvilket indikerer en stabil investorinteresse og en fortsat tro på virksomhedens fremtidige potentiale.

I august præsenterede Matas en stærk Q1 rapport, hvor højdepunktet var en øget kundetraffic og et bredere sortiment, som har ført til en stigning i både omsætning og indtjening. Derudover styrkede Matas sin position i de nordiske markeder ved at afslutte opkøbet af KICKS Group. Med KICKS som en ledende aktør i Norden, ser Matas' vækstmuligheder endnu mere lovende ud.

## Vitrolife AB



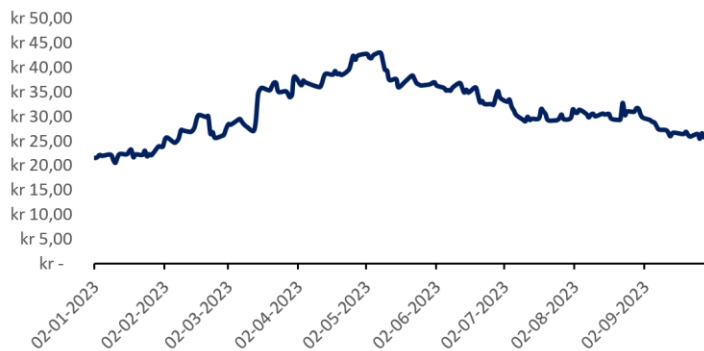
DCF værdi:	199,80 kr.
Nuværende pris:	149,60 kr.
Upside:	33,6%

### Månedskommentar – Vitrolife AB

Vitrolife er det nyeste selskab i vores portefølje, og vi købte aktien den 11. oktober til en pris på 144 DKK. Siden da har aktien givet et afkast på 8%, idet kursen pr. 2. november er 155,5 DKK. Denne stigning skyldes primært deres stærke regnskab, offentliggjort den 29. oktober, som viste en organisk salgsvækst på 9,5%. Dog oplevede deres genetic services-segment et tilbageslag med en negativ organisk vækst på 5%. Dette er i tråd med vores forventninger. De overraskede positivt med en bedre end forventet i markedet stigning i marginerne, der dog flugter med vores forventningerne. Derfor er vi meget tilfredse med, at virksomheden præsterer, som vi havde forventet, og dette har øget vores tillid til, at vores værdiansættelse er fair. Hvis du ikke har læst analysen, kan den findes ved at klikke på 'Vitrolife AB' i overskriften eller på vores hjemmeside.



## Zaptec



DCF værdi:	39,90 kr.
Nuværende pris:	19,49 kr.
Upside:	104,7%

### Månedskommentar - Zaptec

Zaptec faldt 17% i oktober, primært pga. markedsstemningen over for aktier med indtjening langt ude i fremtiden, som er rentefølsomme. Dette blev forstærket af et fald i Q2-ordrebogen, hvilket antyder en mulig afmatning i væksten. Som reaktion har vi nedjusteret vores forventede vækstrater og øget WACC i vores DCF-model, hvilket reducerer vores værdiansættelse fra 50 DKK til 39,9 DKK. Derudover kommer deres regnskab ud midt i November, hvor markedet er bange for, at de ville skuffe på deres forventninger. Vi ser stadig en potentiel upside, idet den aktuelle nedgang i ordre kan være midlertidig og ser et solidt langsigtet afkast i casen. Vi har dog ændret lidt i vores forventninger, hvor vi har øget WACC'en til 9% grundet øget usikkerhed og nedjusteret væksten for 2023 og 2024 ned med 10%. Dette har reduceret DCF-værdien fra 50 NOK til 39,9 NOK

# Organisationen bag

---



**Sonni Damgaard**

Formand



**Andreas Blom**

Formand for investeringer, CIO



**Jeppe Dehlendorff**

Medlem



**Victor Villesen**

Medlem



**Emilie-Marietta  
Soelberg**

Medlem



**Frederik Secher**

Medlem



**Frederik Vig Rask**

Medlem



**Jakob Asmussen**

Medlem



**Tobias Tejsner**

Medlem