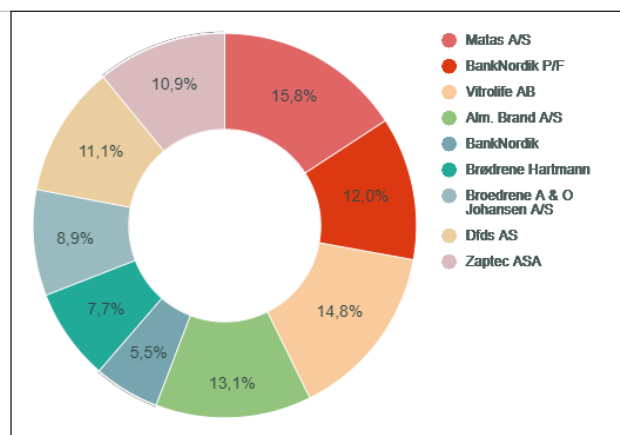
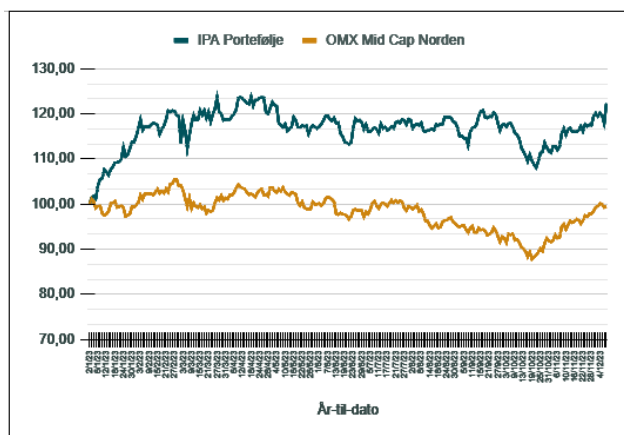


Performance

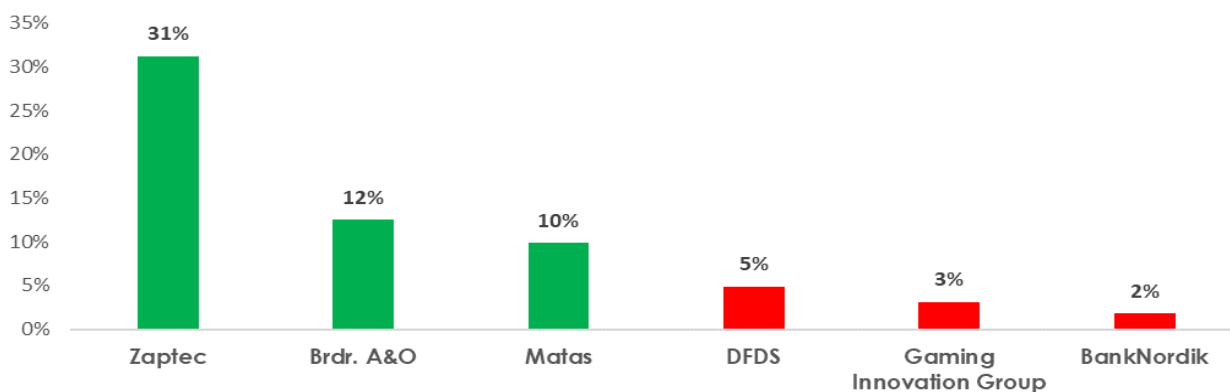
Markedsværdi Portefølje
127.019,49 kr.

IPA portefølje
År-til-dato
27,02%

Benchmark
År-til-dato
6,43%



Månedsopt performance

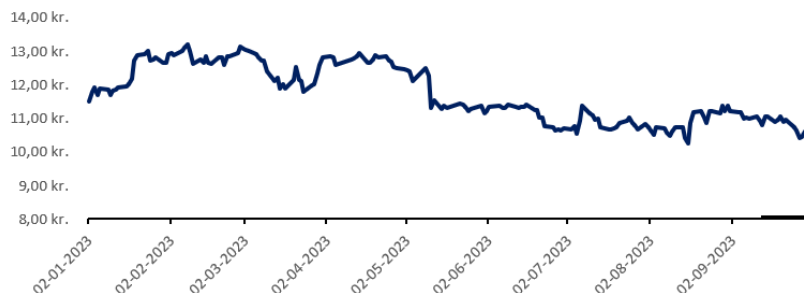


Månedskommentar Januar 2024

Vores portefølje har i december måned leveret et afkast på 8%, hvilket gør, at vi i 2023 har opnået et samlet afkast på hele 27% mod et afkast på benchmarket på 6,4%. Vi i Investment Panel er yderst tilfredse med dette resultat, specielt ovenpå et skuffende 2022. Denne måneds højdespringer var Zaptec, der gjorde et stort comeback med et afkast på hele 31% for måneden. Generelt har aktiemarkedene været stærke i december oven på spekulationerne om mulige rentenedsættelser i 2024. Dette kan også ses på porteføljens performance, hvor der ikke var et eneste selskab, der leverede negativt afkast. Herfra Investment Panel Aarhus skal der lyde en tak til alle, der har fulgt med i vores arbejde, og vi håber, I vil fortsætte med dette i det nye år.

Alm. Brand

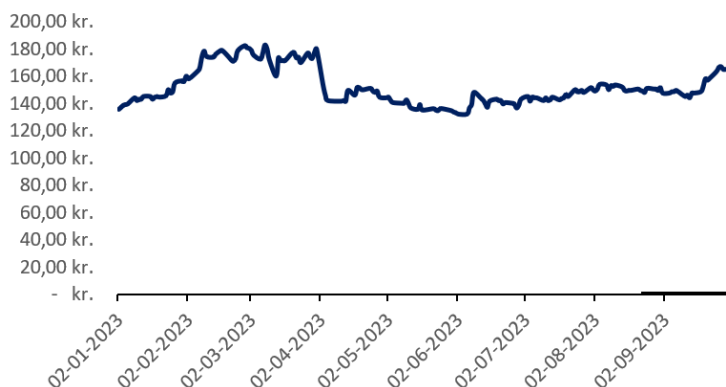
Månedskommentar - Alm Brand



DCF værdi:	16,40 kr.
Nuværende pris:	11,93 kr.
Upside:	37,5%

Alm. Brand har leveret et afkast på ca. 4,5% for december måned. Dette har primært været drevet af deres aktietilbagekøbsprogram, som blev offentliggjort på generalforsamlingen i april måned, men som nu endelig er begyndt. Her vil de indtil april 2024 købe aktier tilbage for ca. 250 millioner kroner: 200 millioner gennem direkte tilbagekøb og 50 millioner til medarbejderaktier. De er begrænset af, at de maksimalt må købe aktier for 25% af den daglige handelsvolumen, hvorfor tilbagekøbet bliver gjort over flere måneder. Alene i december måned har de købt aktier for ca. 52,5 millioner kroner.

BankNordik



DCF værdi:	212,20 kr.
Nuværende pris:	164,50 kr.
Upside:	29%

Månedskommentar - Bank Nordik

Der har ikke været nyt på BankNordik siden sidste måned. Aktien har, sammen med de andre bankaktier, gjort det kanongodt i 2023 og er faktisk den bedste af alle de danske banker med et afkast på 41%. Gående ind i 2024 kan BankNordik dog blive negativt påvirket af eventuelle rentefald, som selvfølgelig vil være negativt for indlånsmarginen. Dog kan aktien blive holdt oppe af dens position på et geografisk nichemarked, hvor en stor del af indtjeningen kommer fra bloktilskuddet. Vi er dog opmærksomme på, at et miljø med faldende renter ikke nødvendigvis vil være fordelagtigt for bankerne, især ikke hvis dette bliver koblet med en nedgang i den økonomiske aktivitet.

Brødrene A&O Johansen



DCF værdi:	92,60 kr.
Nuværende pris:	70,30 kr.
Upside:	31,7%

Månedskommentar – Brødrene A&O Johansen

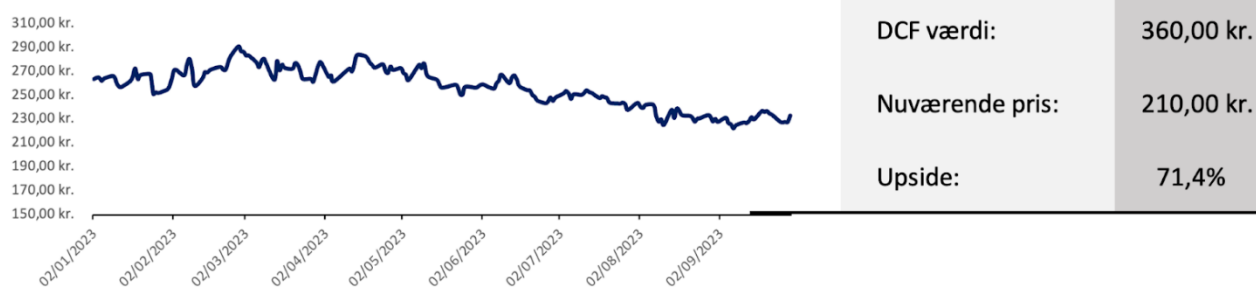
Siden oktober måned, hvor selskabet offentliggjorde kvartalsregnskabet for Q3 2023, har der ikke været den store udvikling på nyhedsfronten for selskabet. Vi henviser læseren til månedsoptdateringen for oktober måned for at få et bedre indblik i den mere uddybende udvikling heraf.

Dog skal det stadig nævnes, at selskabet i den sidste måned er steget fra 62,4 kr. til 70,3 kr., en stigning på 12,7%. Dette kommer på baggrund af bedre makroøkonomiske udsigter, idet vi nu har set, at inflationen er begyndt at falde, og centralbankernes retorik er blevet mere blød, hvilket kan betyde lavere renter fremover.

Heldigvis har Brødrene A&O Johansen en relativt ugearet balance med en gearing ratio på 1,6x (NIBD/EBITDA eksklusiv finansielle leasingforpligtelser). Dette giver mulighed for, at selskabet kan blive ramt endnu hårdere, end det er for nuværende, uden at komme i problemer med deres kreditorer.

Vi anser stadig Brødrene A&O Johansen for at være et kvalitetsfyldt, B2B-orienteret byggemarked i Danmark og ønsker at beholde selskabet i vores portefølje på trods af de usikre tider, fordi vi tror på selskabets langsigtede værdiskabelse. Den ovenstående værdiansættelse tager for eksempel højde for en eventuel omsætningsnedgang på yderligere 20% i 2024 og en diskonteringsrente på 9% (WACC) for at tage højde for selskabets mere risikofyldte branche.

DFDS



Månedskommentar - DFDS

Den 13. december havde DFDS kapitalmarkedsdag, som blev taget godt imod i markedet, dog med et par dages forsinkelse. Højdepunktet på dagen var DFDS' makeover af deres strategiplan "Moving together toward 2039", hvor de skifter deres væksthfokus fra inorganisk til organisk. På trods af skiftet i fokus har DFDS opnået myndighedsgodkendelse i Tyrkiet til at købe Ekol Logistics; dog er den endelige beslutning ikke truffet endnu. DFDS' finansielle ambitioner på kort sigt er at øge deres ROIC til over 10%, investere for 1,5-2,0 mia. kr. om året og at realisere justerede frie pengestrømme på 1,5 mia. kr.

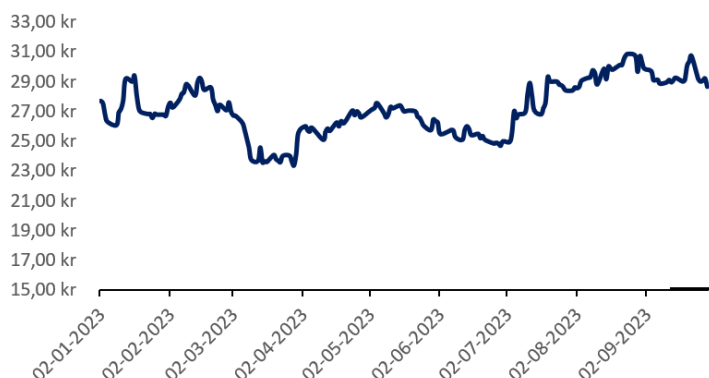
Frem mod 2026 er det deres mål at sænke gearingen til 2,5 gange driftsindtjeningen (fra 2,9), hvilket i det nuværende rentemiljø er en klog beslutning i vores øjne.

DFDS har derudover en ambition om at have seks "grønne" færges i havnene inden 2030. Denne kapitaltunge beslutning er medregnet i deres årlige investeringsmål på 1,5-2 mia. kr., og DFDS venter, at disse færges vil bane vejen for selskabets finansielle mål. Dette er en klog, nødvendig og fremtidssikker beslutning, dog må tiden vise, om denne investering reelt kan levere på deres målsætning om en ROIC på over 10%.

Vi kommer til at holde øje med udviklingen af opkøbet af Ekol, hvilket vi ser som en klar kurstrigger for aktien, givet at de ikke betaler overpris. Dog har DFDS løftet sløret for, at de vil hæve deres gearing med 0,2, hvis opkøbet gennemføres.

DFDS er i vores øjne en lukrativ og sund forretning og handler til en pris godt under fair value.

Gaming Innovation Group



DCF værdi:	39,02 kr.
Nuværende pris:	29,50 kr.
Upside:	32,3%

Månedskommentar – Gaming Innovation group

Den største nyhed for Gaming Innovation Group i december er, at de har gennemført købet af KaFe Rocks Ltd., et affiliate selskab med base i Nordamerika. Opkøbet minder på mange måder om opkøbet af AskGamblers, der har base i Europa, og skal være med til at cementere GIG's dominerende position på det lukrative affiliate marked i Nordamerika. Vi ser opkøbet som oplagt baseret på GIG's succes med at inkorporere og udnytte ressourcerne i AskGamblers og forventer, at det kommer til at bidrage positivt til væksten fremadrettet. GIG forventer selv, at selskabet kommer til at bidrage med MEUR 23 til omsætningen i 2024, og med en EBITDA-margin på mere end 45%, giver det en 2024 EV/EBITDA-multipel på ca. 3,6x for opkøbet, et stykke under GIG's 2024 EV/EBITDA på 4,4x.

Derudover har der i december været nogle insiderhandlinger, hvor CEO Jonas Warrer har købt 270.000 aktier, således at hans beholdning nu er oppe på 670.886 aktier. Derudover er der kommet en ny storaktionær; Optimus Invest Limited har købt 10.000 aktier, hvilket øger deres beholdning til 6.456.988 aktier. Dette betyder, at de nu ejer 5% af aktierne i GIG, og derfor skal indberette deres position til myndighederne. Vi ser opkøbene fra CEO og Optimus Invest som positive og et signal om, at der er stor tiltro til virksomheden fremadrettet.

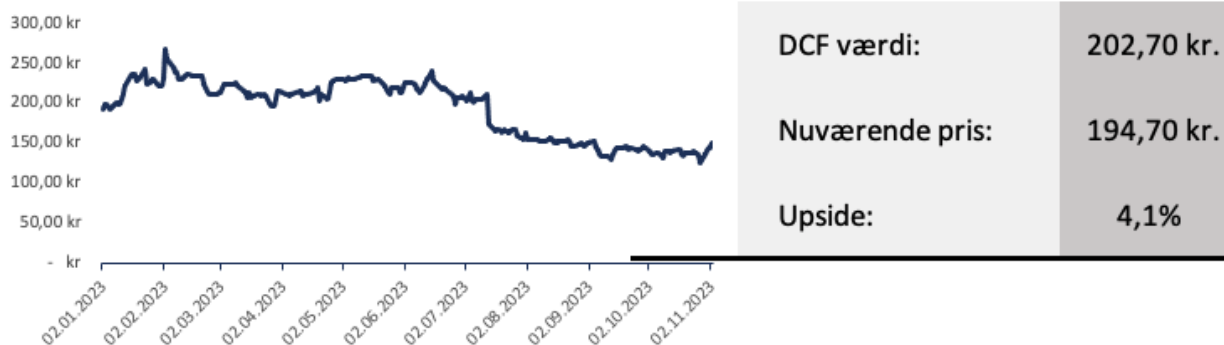
Matas

Ny værdiansættelse på vej!

Månedskommentar - Matas

Siden vores sidste månedsoptdatering om Matas-aktien har der ikke været nogle markante nyheder. Aktien er dog steget 10% i december hvilket indikerer at investorerne stadig er interesserede i aktien. Der vil efter eksamensperioden komme en update på Investment Panels syn på casen, og om vi stadig ser Matas som værende en interessant del af vores portefølje.

Vitrolife AB

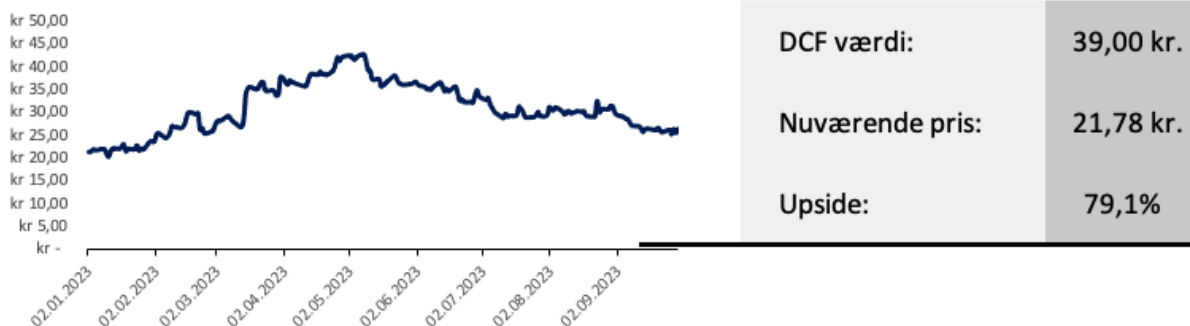


Månedskommentar – Vitrolife AB

Vi købte Vitrolife-aktien den 11. oktober til en pris på 144 SEK. Siden da har aktien givet et afkast på 38,6%, idet kursen pr. 30. december er 194,7 SEK, hvoraf prisen er steget med 6,8% i december. Vitrolife afholdt d. 12. december en kapitalmarkedsdag, hvor de præsenterede en ny strategi med missionen om at blive den ledende globale spiller inden for reproduktion.

Da der kun er en smal upside i DCF-modellen, vil vi, efter eksamensperioden, internt diskutere, hvorvidt vi beholder Vitrolife i porteføljen.

Zaptec



Månedskommentar - Zaptec

Zaptec er steget 31% i december måned, hvor den primære årsag til væksten skyldes, at Zaptec har underskrevet en aftale med DNB (Norges største bank- og finanskoncern, jf. Wikipedia) om at øge likviditetsreserven med 230 MNOK. Ydermere er produktionsaftalerne med West Control, som er den primære produktionspartner i Norge, og Samina Corporation, som er den primære produktionspartner i Tyskland, blevet tilpasset, således at disse også giver mere fleksibilitet. Zaptec solgte Charge365 til Wattif i slutningen af sidste måned for 31 MNOK kontant. Dette skete som led i strategien om at flytte fokus tilbage på kernekompetencer. I forlængelse heraf er Wattif og Zaptec blevet samarbejdspartnere. For at runde 2023 af, er Zaptec nu til stede på 19 europæiske markeder.

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