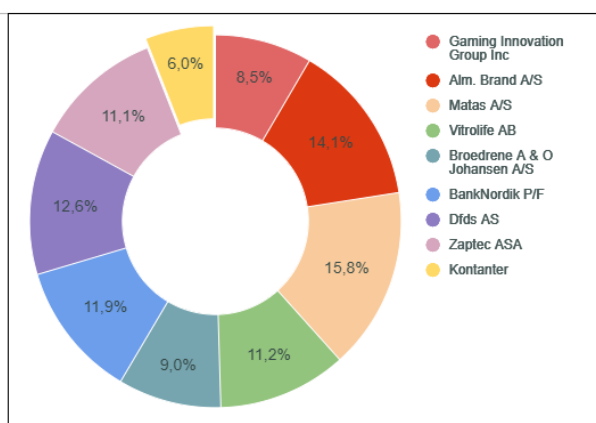
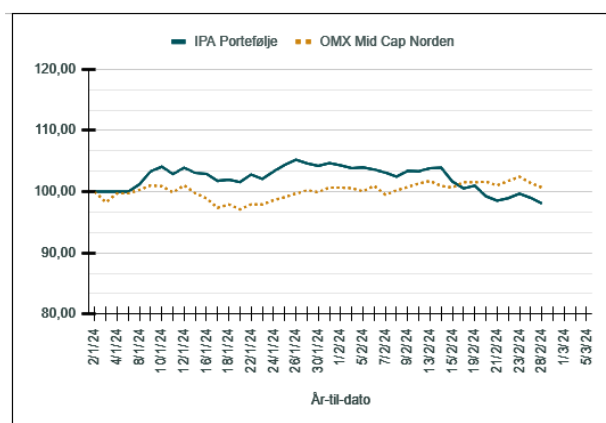


## Performance

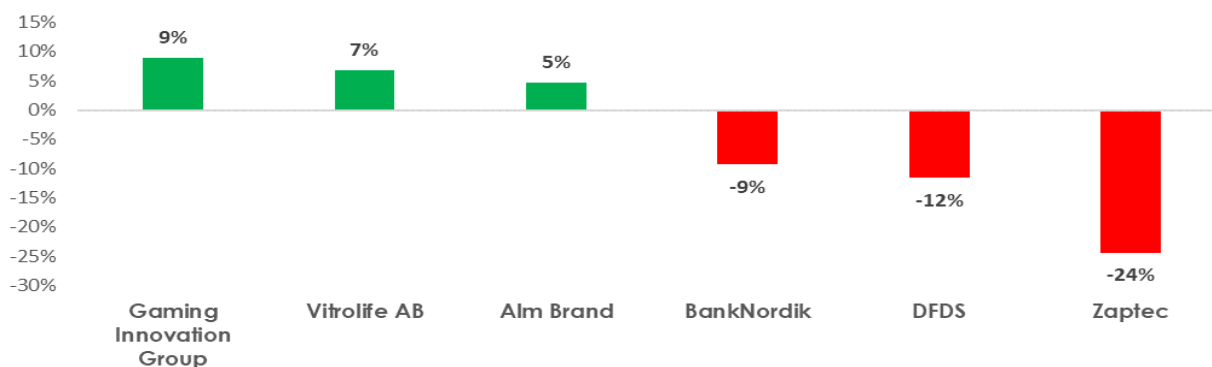
Markedsværdi Portefølje  
98.060,49 kr.

IPA portefølje  
År-til-dato  
-1,91%

Benchmark  
År-til-dato  
0,67%



## Månedsoptidering

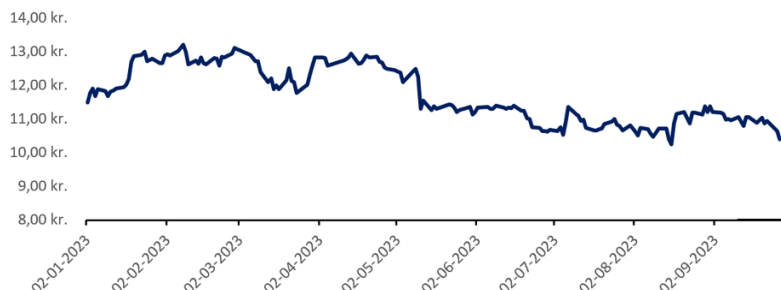


## Månedskommentar Marts 2024

Vores portefølje har i februar måned leveret et afkast på -1,91%. Det betyder, at den stærke start, vi fik på året, desværre er blevet vendt på hovedet. Den største årsag til den dårlige performance skal findes hos DFDS og Zaptec, der begge faldt med henholdsvis 12% og 24%. Der er flere årsager til dette, som er beskrevet i de enkelte cases. I den anden ende har vi Gaming Innovation Group, Vitrolife og Alm. Brand, der alle er steget på fornuftige regnskaber. Den dårlige performance tager vi selvfølgelig alvorligt, og vi har flere cases, der skal gennemgås for at se, om vi stadig ser potentiale, eller om vi skal begynde at kigge andre veje.

# Alm. Brand

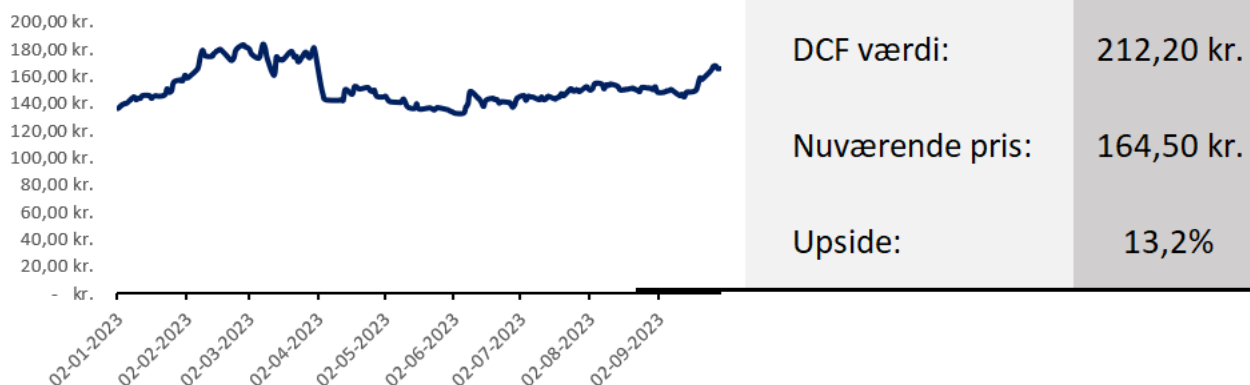
## Månedskommentar - Alm Brand



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

I februar måned offentliggjorde Alm. Brand deres Q4- og helårsresultat for 2023. I denne periode steg aktien ca. 6,5%, primært drevet af positive nyheder, herunder et udbytte per aktie på 0,55 kroner og yderligere 100 millioner i aktietilbagekøb. Overordnet set er investorerne tilfredse med selskabets udvikling. Regnskabsmæssigt noterede man et forsikringsresultat på 1.412 mio. kr. mod 1.005 mio. kr. i 2022. Resultatet afspejler en tilfredsstillende udvikling, selvom året bød på udfordringer, herunder en høj frekvens af småskader, især et øget antal autoskader, samt flere perioder med store nedbørsmængder, hvilket forårsagede flere vejrligsskader end normalt. Implementeringen af Codan Forsikring og udnyttelsen af synergieffekter har også bidraget til det positive resultat.

## BankNordik



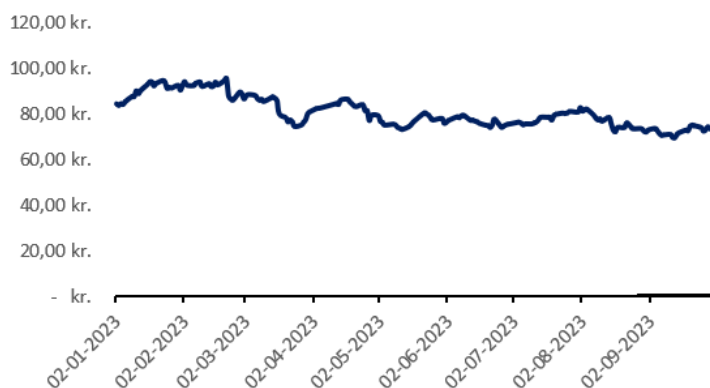
### Månedskommentar - BankNordik

BankNordik rapporterede et robust år med et nettoresultat på 307,5 mio. kr. I lyset af det usikre boligmarked på Færøerne og i Grønland, foreslår BankNordik et konservativt udbytte på 8,33 kr. per aktie, hvilket afspejler en udbetalingsrate på 26% af det samlede overskud. Dette skridt, som er lavere end bankens sædvanlige udbetalingspolitik, kommer efter anbefalinger fra Finanstilsynet og en nøje risikovurdering.

BankNordik fastholder en forsigtig forventning til 2024 med et forventet nettoresultat på 225-255 mio. kr. Banken har øget sine hensættelser med 100 mio. kr. som en proaktiv tilgang til at navigere i et volatilt finansmarked præget af høj inflation, stigende renter og geopolitisk usikkerhed.

Den forsigtige tilgang fra BankNordik, særligt i lyset af den øgede risiko i boligmarkedet, signalerer en velovervejet reaktion på både nuværende og potentielle fremtidige udfordringer. Det er her vigtigt at bemærke bankens robuste præstation i 2023 kombineret med en konservativ tilgang til fremtidige udfordringer kan ses som en styrke i usikre tider, og vi fortsætter med at overvåge udviklingen tæt.

## Brødrene A&O Johansen



DCF værdi:	92,60 kr.
Nuværende pris:	72,00 kr.
Upside:	28,6%

### Månedskommentar – Brødrene A&O Johansen

Brdr. A&O Johansen A/S fremlagde i februar måned deres årsrapport for 2023 med en omsætning på 5.261 millioner DKK, med et lille fald fra 5.375 millioner DKK i 2022. Selskabets EBITDA endte på 405 millioner DKK, hvilket svarer til en forventet tilbagegang fra 492 millioner DKK året før. Det resulterede i en marginkontraktion i EBITDA-marginen til 7,7% fra 9,1%. På trods af disse udfordringer har selskabet faktisk leveret opløftende resultater i det nuværende makroøkonomiske miljø med faldende hussalg og derved opbremsning i byggeriet. Selskabets B2B-segment udgør stadig 88,5% af forretningen, der servicerer byggeindustriens professionelle håndværkere.

Byggebranchen har været under pres på grund af de makroøkonomiske faktorer: inflation, stigende materialeomkostninger og forsyningskædeafbrydelser igennem de sidste år og dette har sat sine spor på selskabets performance og derved også selskabets kursudvikling. Men Brdr. A&O Johansens præstationer i det forgangne år afspejler selskabets modstandsdygtighed. Selskabets fokus på at opretholde en solid soliditetsgrad og dets strategiske bestræbelser på at vinde markedsandele har båret frugt.

For 2024 forventer Brdr. A&O Johansen fortsatte udfordringer og projekterer et omsætningsinterval på 5.000-5.200 millioner DKK, med en EBITDA mellem 340-370 millioner DKK. Investment Panel Aarhus forventer, at den negative væksttendens øger risikoen for yderligere pres på selskabets aktiekurs, givet den forventede kontraktion i markedsaktivitet og den hårde konkurrence, der sandsynligvis vil påvirke bruttomarginen.

Selskabet handler for øjeblikket til x7.4 EV/ Normaliserede EBIT\* og vi ser derfor at selskabet på trods af de kortsigtede udfordringer handler til under, hvad vi anskuer som fair value for et kvalitetsselskab som vedholder deres marginer og bibeholder deres omsætning på et respektabelt niveau på trods af ridser i lakken og den branchemæssige udfordringer.

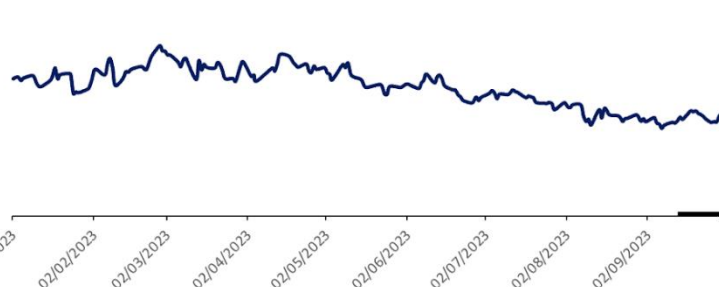
Vi i Investment Panel Aarhus vedholder derfor vores position i selskabet.

\*: En normaliserede x7.4 EV/EBIT kan fortolkes som et udtryk for forventet årligt afkast på 13,5% for al fremtid under antagelse af at selskabets omsætning forbliver uændret og at marginerne forbliver uændret.

## DFDS

310,00 kr.  
290,00 kr.  
270,00 kr.  
250,00 kr.  
230,00 kr.  
210,00 kr.  
190,00 kr.  
170,00 kr.  
150,00 kr.

02/01/2023 02/02/2023 02/03/2023 02/04/2023 02/05/2023 02/06/2023 02/07/2023 02/08/2023 02/09/2023



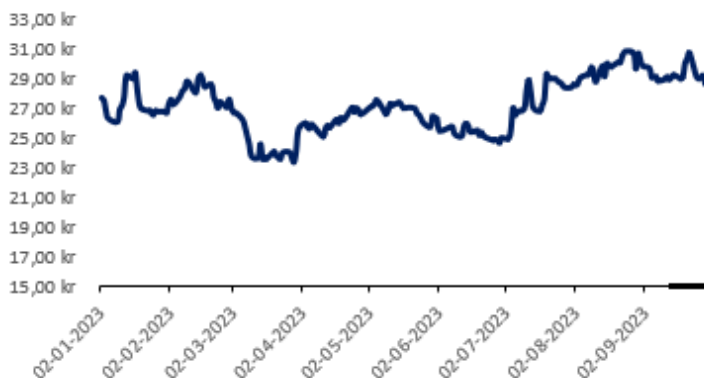
DCF værdi:	360,00 kr.
Nuværende pris:	205,60 kr.
Upside:	75,1%

### Månedskommentar - DFDS -done

Den 9. februar aflagde DFDS deres Q4- og årsregnskab. Regnskabet viste stærk omsætning, men var dog lavere end forventet på driftsresultatet. Desuden er det blevet tydeligt, hvordan DFDS' gearing begynder at presse overskudsgraden, idet guidance for 2024 forventer, at effekten af de stigende renter vil påvirke deres bundlinje. Dette er den primære årsag til aktiens underperformance i februar. Fra vores perspektiv rettes nu sjældent kritik mod DFDS' ledelse for deres beslutning om at igangsætte et aktietilbagekøbsprogram på op til 431 mio. kr. Selvom dette ofte er en god og aktionærvenlig beslutning, som vi ser positivt på, mener vi ikke, det er den korrekte prioritering, da deres rentebærende gæld er steget med 662 mio. kr. i 2023 (til i alt 7,8 mia.), og vi vurderer, at deres nuværende gearing, med de nuværende renteomkostninger, ligger i den høje ende. Guidance for omsætningsvækst forventes dog at vokse med 5-8%, fordelt organisk og uorganisk, hvilket vidner om en stærk kerneforretning.

En anden nyhed, der har presset aktien, har været anbefalingen fra en politisk nedsat ekspertgruppe til staten om at fjerne skattefordelen for søfolkenes løn. Både DFDS og Torm har varslet, at det ville koste arbejdspladser i Danmark, hvis det bliver en realitet, da lønomkostningerne vil stige markant. Dette vil være en negativ trigger på kort sigt, hvis denne ændring bliver vedtaget, men også en positiv trigger, hvis den bliver afslået, da markedet allerede har reageret og korrigeret for denne nyhed og risiko.

# Gaming Innovation Group



DCF værdi: 38,50 kr.

Nuværende pris: 32,25 kr.

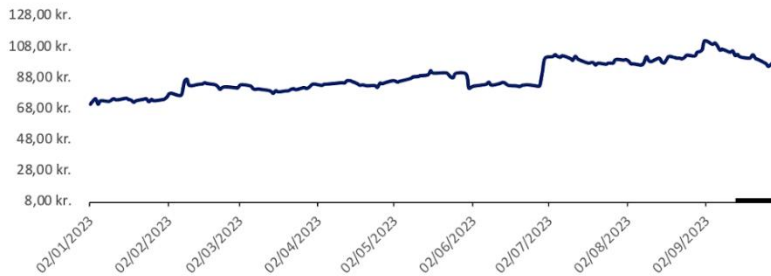
Upside: 19,4%

## Månedskommentar – Gaming Innovation group

Gaming Innovation Groups (GiG) resultater for Q4 2023, der understreger deres fortsatte momentum og strategiske ekspansion. GiG har endnu engang overgået forventningerne med rekordhøje omsætninger på €35,6 millioner i kvartalet, hvilket markerer en vækst på 37% sammenlignet med samme periode sidste år. Dette resultat er kulminationen på det tolvte kvartal i træk med rekordomsætning, hvilket tydeligt demonstrerer GiGs robusthed og forretningsstyrke.

Vi ser med spænding frem mod 2024, hvor både GiG Media og Platform & Sportsbook er strategisk positioneret til at generere yderligere aktionærværdi som selvstændige enheder. Den planlagte opdeling forventes at blive afsluttet i slutningen af andet kvartal 2024, hvilket vil fremme både operationel fleksibilitet og markedstilpasning. Med disse fundamentale styrker bekræftet igennem Q4 resultaterne og deres proaktive tilgang til innovation og markedsudvidelse, ser GiG frem til et år med fortsat vækst.

# Matas

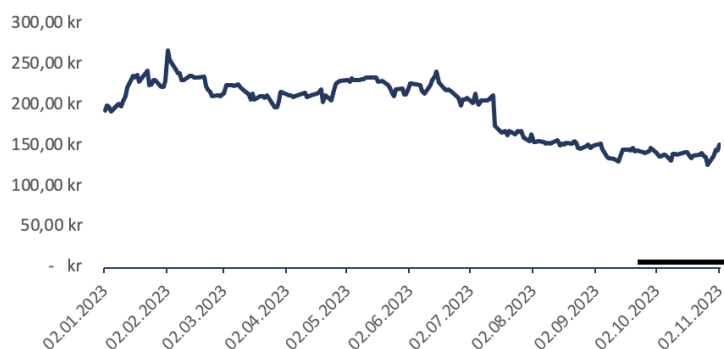


DCF værdi:	127,30 kr.
Nuværende pris:	118,20 kr.
Upside:	7,7%

## Månedskommentar - Matas

Siden den sidste månedsopdatering har der ikke været nogen væsentlige nyheder omkring Matas-aktien. Den er steget med lidt over 1,5% siden sidst. Vi holder fortsat et vågent øje med aktien og vil sørge for at holde jer opdateret.

## Vitrolife AB



DCF værdi:	202,70 kr.
Nuværende pris:	184,00 kr.
Upside:	10,2%

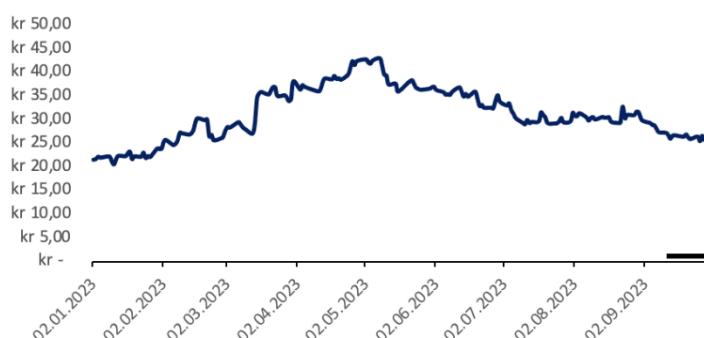
### Månedskommentar – Vitrolife AB

Vitrolife leverede årsregnskab i starten af februar. I sidste månedsoptatering blev dette beskrevet. Vi henviser derfor læseren til seneste månedsoptatering for en detaljeret beskrivelse af Vitrolife.

Månedshigh kurs var 195,5 SEK. Lige nu handler aktien til 184 SEK. Da vi først kom ind i aktien d. 5. januar i år, har aktien for vores vedkommende hverken givet gevinst eller tab. Vi holder et vågent øje med aktien og holder jer opdateret.



# Zaptec



DCF værdi:	39,00 kr.
Nuværende pris:	17,03 kr.
Upside:	129%

## Månedskommentar - Zaptec

Zaptec leverede regnskab den 21. februar, hvor indtægterne er steget med 70% relativt til Q4 sidste år. Ordreindtaget var på 362 mio. NOK, en stigning på 11% i forhold til Q3 '23 og med 31% i forhold til Q4 '22. Den samlede ordrebeholdning er nu på 451 mio. NOK. Lidt skuffende er dog, at indtægterne i Q3 '23 var 407 mio. NOK, og i Q4 '23 var de 408 mio. NOK, altså ingen vækst. Salget af elbiler i Norge er faldet med 56% i forhold til Q4 '22, hvilket kan ses som et udtryk for makroøkonomisk usikkerhed, så privatpersoner udskyder at skifte bil. Salget af elbilsladere følger naturligt salget af elbiler. Norge har historisk været Zaptecs største marked.

På europæisk plan er salget af el- og plug-in-hybridbiler faldet med 7% i forhold til Q4 '22. Europa forventes at blive Zaptecs primære marked i fremtiden, hvor særligt Tyskland skal drive salget.

Som nævnt i en tidligere månedskommentar, frasolgte Zaptec Charge365 til Wattif EV for at fokusere på kernekompetencer. Vi ser gerne, at de vender tilbage til netop kernekompetencerne, at udvikle, producere og sælge ladere, i stedet for at lancere et nyt initiativ som "Zaptec Academy". Charge365 handlede om betalingservice til ladebokse, mens Zaptec Academy er en digital læringsplatform, hvor installatører kan blive undervist i installation af Zaptec ladebokse 24/7. Målet er at få installatørerne til at vælge Zaptec frem for andre, da de kan få bedre support, og på den måde skabe større salg.

Kurt Østrem, tidligere CFO og fungerende CEO, er tiltrådt fast som CEO. Eirik Fjellså Hærem er blevet ny CFO. Eirik har siden 2022 været ansat i Zaptec, hvor han har arbejdet tæt sammen med ledelsen som Chief Strategic Officer og desuden har en baggrund fra finans- og energisektorerne.

## Organisationen bag

---



**Andreas Blom**  
Formand for investeringer, CIO



**Jeppe Dehlendorff**  
Medlem



**Victor Villesen**  
Medlem



**Frederik Secher**  
Medlem



**Emilie-Marietta  
Soelberg**

Medlem



**Frederik Vig Rask**

Medlem



**Tobias Tejsner**

Medlem



**Jakob Asmussen**

Medlem