
symmetry
Investering i balance
ÅRSBREV
2025



Disclaimer

Denne rapport er skrevet af Symmetry og er baseret på research, regnskaber, interviews, feltundersøgelser, analytikerrapporter osv. Rapporten indeholder udtalelser fra Symmetry og som er vores egne meninger. Symmetry garanterer ikke nogen korrekthed skrevet i denne rapport, da der kan være væsentlige fejlberegninger.

Denne rapport skal på ingen måde ses som en anbefaling om køb, hold eller salg af virksomheden. Symmetry Administration ApS er af danske tilsynsmyndigheder bemyndiget til at rådgive afdeling Symmetry Invest under Kapitalforeningen Wealth Invest. Vi er ikke autoriseret som investeringsrådgiver for andre fonde eller enkeltpersoner, og derfor bør denne rapport på ingen måde tolkes som investeringsrådgivning, men som journalistisk forskning og vores egen begrundelse for at eje aktier.

Symmetry er på ingen måde ansvarlig for eventuelle tab på investeringer baseret på denne rapport. Læsere af denne rapport bør forstå, at fonden rådgivet af Symmetry ejer aktier i de selskaber, der er nævnt i denne rapport. Symmetry bevarer retten til at handle med alle værdipapirer nævnt i denne rapport til enhver tid uden yderligere oplysning om dette. Derefter beholder Symmetry retten til at købe eller sælge aktien uden yderligere meddelelser om det. Vores målpriser for aktierne kan ændre sig væsentligt forårsaget af faktorer, der enten er i eller uden for virksomhedens kontrol. Vi er ikke forpligtet til at udsende en ny rapport eller nogen meddelelse, hvis eller målpriser ændres.

Denne rapport udsendes til følgende parter:
• Vores hjemmeside www.symmetry.dk
• Fondsforvaltere eller investeringsrådgivere rundt om i verden, da det er normalt 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 AIF-akkrediterede investorer. Derfor bør denne rapport på ingen måde tolkes som markedsføring for fonde, der rådgives af Symmetry, men alene tolkes som et informationsbrev til investorer i fonden, som rådgives af Symmetry.
I nogle tilfælde vil Symmetry udsende en opfølgningsrapport om væsentlig ny information om aktierne, men er på ingen måde forpligtet til det.

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 aktieejerskab i de nævnte virksomheder.

Kære aktionærer i Symmetry

I 2025 leverede vi et afkast på 14,7 %. Siden stiftelsen i marts 2013 har vi således leveret et afkast på 659 %, som giver et årligt afkast på 17,1%.

Tabel: Historiske afkast i procent*

I tabellen fremgår historiske afkast og nettoeksponering siden stiftelsen i 2013

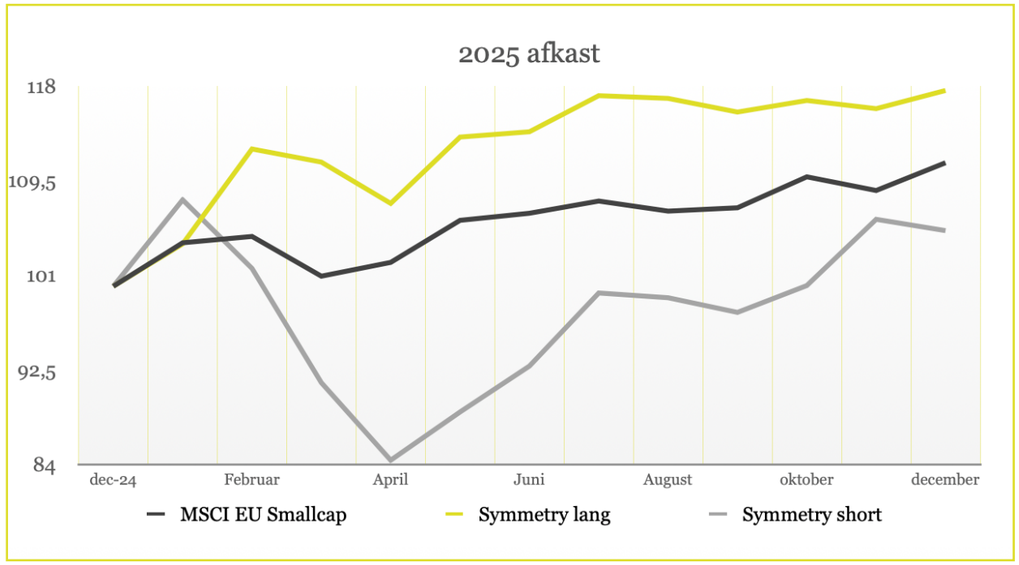
	Jan	Feb	Mar	Apr	Maj	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dec	ÅTD	Nettoeks-ponering
2013						8,1			7,9			15	**34,1**	N/A
2014			3,2			10,2			2,8			17	**36,8**	N/A
2015			6,8			23,2			-13,3			5,7	20,5	76
2016			1,3			10,6			3,5			3,4	19,9	44,3
2017	6,2	3,2	0,7	4	5,1	-2,7	1,1	-2,7	0,6	3,3	-2,1	-0,7	16,8	46,5
2018	1,9	-4,5	-4,4	0,8	-0,8	-5,9	-4,5	-1,8	-0,9	-12,8	1,9	0,3	-27,7	75,2
2019	7,3	6,4	4,5	4,5	-2,4	6,3	0,5	-7,1	5,8	0,3	10	2,5	44,4	73,3
2020	2	-4,1	-37,2	22,6	14,5	10,1	1,2	9	-0,2	1,8	17,1	12,9	40,4	74,9
2021	9	8,3	8	5	0,1	-0,5	2,2	4,8	-2,7	3,9	-5,4	0,9	37,8	75,6
2022	2	-6	-2,3	-7	-1	-3,7	3,5	0	-7,9	8,2	-0,1	-2,3	-16,4	77,7
2023	4,4	5,1	-6,6	0	2,6	-2,2	5,2	0,9	-0,6	-6,6	6	7,5	15,4	75,8
2024	0	3,7	3	1,4	2,2	-3,2	2,4	3,1	-1,8	-2,3	0,7	0,3	9,6	77
2025	0,8	10,8	1,9	-1	3,7	-1,5	0,4	-0,2	-0,6	0,3	-1,6	1,3	14,7	79

Overordnet set, så er vi pænt tilfredse med, hvordan året gik i vores portefølje. Som man kan se af tabellen var størstedelen af vores afkast samlet i første halvdel af året, hvor vores investeringsstrategi virkelig havde medvind, mens det var sværere for os at levere afkast i andet halvår, hvor markedet havde en større risikoappetit, især indenfor AI-relaterede investeringer. Det er noget, vi altid har været gode til at affinde os med. Vores strategi kan ikke altid have medvind. Vi træffer de beslutninger vi mener giver mest værdi over tid. Aktiemarkedet har altid belønnet os for vores tålmodighed.

Vi ser pt. ind i et marked som er fyldt med gode muligheder. Krige, AI og andre events er med at flytte aktier markant mere end deres underliggende værdier. Investorer som Symmetry, kan drage fordel af disse udsving og optimere den langsigtede værdiskabelse herfra.

En af de ting vi gerne som forvalter vil, er at levere alpha på begge sider af markedet. Vi prøver at finde lange positioner der stiger mere end markedet, mens vi arbejder på at finde shortpositioner der stiger mindre/falder mere end markedet. I den henseende var 2025 et godt år for os. Vores lange positioner formåede at levere forholdsvis konsistente afkast henover året, mens vores korte positioner faldt markant mere end markedet i marts/april, hvilket var en af hovedårsagerne til at vi kom godt igennem uroen omkring liberation day.

Vi har henover slutningen af 2025 og ind i 2026 haft en lavere bruttoeksponering end normalt. Dette som følge af at markedet ikke var enige i vores strategi og vi derfor over kortere perioder havde modgang på begge sider af bogen. Dette har været til vores fordel her i marts 2026, hvor vi virkelig har kunnet drage fordel af de store kursfald i small-cap markedet og gå fra defensiven til offensiven igen.



Symmetry nyhedsbrev

De fleste af jer ved, at vi udgiver halvårlige investorbreve, hvor vi går i dybden med forskellige temaer, der direkte eller indirekte omhandler investeringsverdenen. I vores nyhedsbreve kommenterer vi kun sporadisk på vores portefølje og enkeltaktier, men i stedet fokuserer vi på temaer, som vi mener kan være relevante for vores læsere.

En gang årligt udsender vi dette årsbrev, hvor det er lige omvendt. Her reflekterer vi over det foregående år og bruger tiden på at gennemgå de vigtigste begivenheder for os samt går mere i dybden med vores portefølje.

For de af jer, der skulle have lyst til at genlæse vores nyhedsbreve, findes der nedenfor et link hertil, samt en kort overskrift over det pågældende emne, der behandles.

Nyhedsbrev	Tema
2025 H1	"5 sources of wealth – the week as a hedge fund manager"
2024 H1	"Short-selling, fragility of unit economics"
2023 H1	"Learn to live with fear, retreat to attack, why share?"
2022 H2	"The FOMO cycle", Be agnostic and choosing your partner
2022 H1	Terminal value risk, short selling
2021 H2	Emerging manager, being unique? The use of a performance coach.
2021 H1	"Deep Work", time optimization, internal capital allocation
2020 H2	FOMO, CEO Interactions, Inflection point investing
2020 Q2	"All Weather portfolio", Invest in yourself (sleep, health & happiness)
2020 Q1	Covid 19, volatility, staying calm and looking ahead
2019 Q4	Alpha, fund size, primary research?
2010 Q3	Public vs. private equity, follow up on cases
2019 Q2	Short selling, changing your mind
2019 Q1	Personal money vs. running a fund, the stock market over time



Strategi (Build to last)

Symmetry kan i marts 2026 fejre 13-års fødselsdag. Det er kun meget få investeringsselskaber, der får den ære at eksistere så længe. Størstedelen lukker indenfor kort tid, enten som følge af dårlige afkast, eller fordi de ikke kan rejse nok AUM. Andre lukker undervejs, når de uundgåelige udfordringer, der mødes på vejen resulterer i en forretning der ender med ikke at være bæredygtig længere.

En af grundene til at Symmetry kan fejre 13-års jubilæum er vores stærke tro på og eksekvering af den langsigtede strategi. Jeg kalder den "build to last". Det skal forstås på den måde, at størstedelen af de beslutninger vi træffer er rodfæstet i et ønske om at opbygge noget langvarigt. Noget, som er skabt til at levere langsigtede afkast til investorer og modstå kortvarig modgang.

Investeringsstrategi:

Den første byggesten hertil er vores måde at udvælge aktier. Vi tror på at en aktie afspejler ejerskab af en virksomhed og dermed adgang til en procentuel del af virksomhedens langsigtede pengestrømme. Vi er ekstremt tæt på de selskaber vi følger, da vi ved, det er en omskiftelig verden vi lever i. Vi prøver samtidig at guide og hjælpe ledelserne i de firmaer vi investerer i bedst muligt. Vi stiller aldrig ultimative krav eller forlanger resultater. Vi indgår i en konstruktiv dialog. Er vi ikke enige i retningen sælger vi vores aktier. Vi prøver så vidt muligt at investere i selskaber som har en forudsigelig løbende vækstskabelse. Hvor udefrakommende faktorer som renter, råvarepriser, krige og inflation ikke påvirker selskabets fundamentaler væsentligt. Vi diversificerer vores investeringer nok til at vi opnår fordele af spredning samtidig med at vi kan være koncentreret i vores bedste ideer.

Vores investorbase:

Vi gør alt for at vælge de rigtige investorer til vores fond – samt få de rigtige investorer til at finde og vælge os. Vores investorer er primært formuende privatpersoner, små familiekontorer og holdingselskaber. En stor andel af dem er virksomhedsejere selv. Vi har bevidst undgået at gå efter institutionelle penge fra pensionskasser, fonde, forsikringsselskaber, fund-of-funds etc. Vi har fokuseret på det segment vi har, fordi det er der vi tror vi får de bedste langsigtede medinvestorer. Investorer der ser det som et partnerskab når de vælger at allokere midler til Symmetry. Et partnerskab hvor de investerer deres penge sammen med vores på lige vilkår. Og et partnerskab hvor vi bliver betalt for at levere resultater, ikke for at vokse. Vores investorbase er også blevet testet over tid. Vores afkast har ikke været en lige linje op. Vi hører ofte om fonde der får masser af inflow når det går godt, blot for at se alle deres investorer forsvinde ved den mindste modgang. Symmetrys investorbase agerer langt mere rationelt. I alle de kortvarige kriser vi har oplevet fondens levetid, har vi altid set at vores investorer er blevet hos os. Og at de er blevet belønnet herfor efterfølgende.



Kommunikation:

Vi kommunikerer tydeligt og ærligt hvad vi vil. I perioder med modgang går vi ikke i flyverskjul. I stedet øger vi mængden af orienteringer og opdateringer, således investorer føler de bliver fuldt orienteret omkring hvordan vi kommer igennem denne modvind. Vi ser det som et stort ansvar at forvalte andre folks penge. De har derfor krav på at vide hvordan vi agerer, hvad vi tænker og hvordan vi forholder os til forskellige situationer. Vi ønsker altid at være så åbne som vi overhovedet kan uden at skade fondens resultater. Vi gør alt hvad vi kan for at uddanne og forklare vores investorer hvad Symmetry går ud på inden de investorer. Vi er ikke interesserede i investorer der køber sig ind, blot for at gå ud efter få måneders kursfald. Det er hverken en god deal for os eller investorerne. I det tilfælde har vi fejlet som manager. For vi har enten ikke forklaret hvad vi laver og risikoprofilen tydeligt nok, eller investoren har bare ikke valgt at lytte (hvorved vi nok ikke skulle have taget dem ind i første omgang). Vi tager både åbne dialoger med alle investorer og individuelle møder. Vores målsætning er dog altid at sørge for at alle investorer får den samme information på samme tidspunkt.

Vores forretning:

Vi opbygger tillid og systemer der virker. Vores filosofi er at alle de løbende management fees vi får ind skal geninvesteres i forretningen. Vi investerer både i ansatte og systemer der skal være med til at sikre at vi kan levere de bedst mulige afkast. Samt investerer i IT, events og arrangementer der skal sikre en god investoroplevelse af at være med i Symmetry. Vi strukturerer vores aflønning sådan at den er baseret på langsigtet performance. Vi giver de ansatte medejerskab af forretningen for at sikre at alles interesser er fuldstændig ens. Vi ønsker at opbygge en forretning som kan imødegå kriser og modgang og komme stærkere ud på den anden side og hvor målet er at opbygge noget der kan vare i flere årtier.

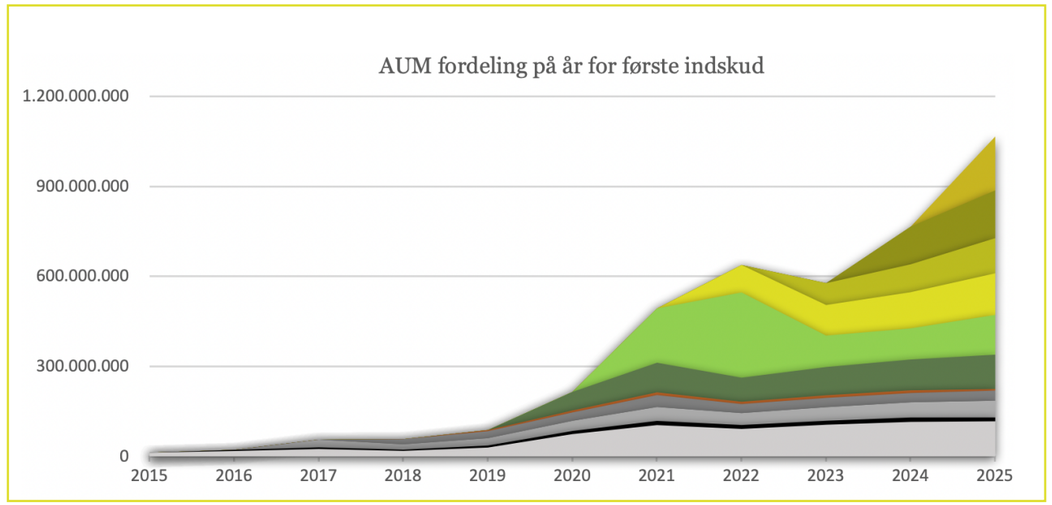
Symmetry større og stærkere

2025 var kendetegnet ved et stærkt afkast, samt et pænt inflow af nye investorer og kun meget få udtrædelser. Vi har således fortsat med at opbygge og diversificere vores investorbase, hvilket skaber et endnu stærkere fundament for fremtiden.

I 2025 steg vores AUM med ca. 300 millioner kroner, fra 766 ved årets start til 1.066 ved årets slutning. At runde en milliard DKK i AUM var en milepæl vi aldrig havde turdet drømme om da vi startede Symmetry Invest. Vi tilskriver dette til vores konsistente fokus på at gøre de rigtige ting. Selvom afkast kan variere år fra år, ved vores investorer hele tiden hvad de kan forvente fra os.

Vi er aldrig glade for udtrædelser, men udtrædelser er i praksis uundgåelige i en investeringsverden. Vi forsøger blot at minimere dem mest muligt og ønsker at vores investorer er langsigtede. Jo flere investorer, som ønsker at være investeret hos os i en længere periode, jo bedre. Det giver en afledt effekt på antallet af investorer og størrelsen heraf. På antal nye investorer havde vi også et godt år, da vi bød velkommen til 90 nye investorer og kun 6 valgte at forlade os.

På mange måder minder en Asset Management forretning om en SAAS-forretning – forstået på den måde, at ens mål er at få nye investorer ind, levere fantastiske ydelser til dem og dermed vokse med kunderne over tid.

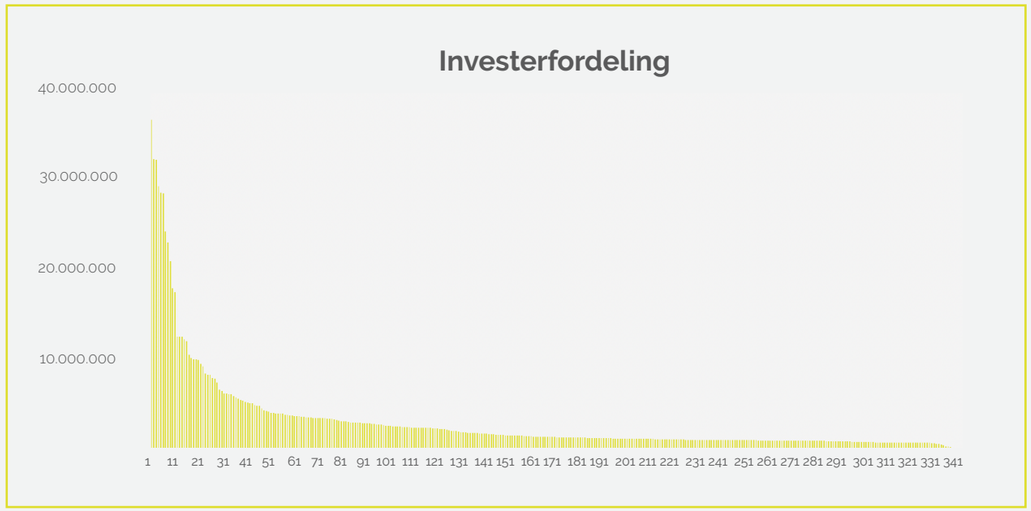


En af de ting, man ønsker at se som forretning er, at man fastholder sine investorer og de vokser deres kapital og skyder mere ind over tid. Hvis man har en burn and churn strategi i denne branche – så kommer man aldrig langt over tid. Vi er derfor grundlæggende meget tilfredse med, at vi kan se, at de ældre kohorter konsistent vokser i værdi. Det har kun været vores 2021 kohorte (investorer, der gik ind lige inden faldet i 2022), som har mistet værdi for os. Vi har dog klart "churnet" størstedelen af den kohorte nu. For os er det en hjørnesten i forretningen at vi konsekvent kan blive ved med at vækste, selv de ældre kohorter – fordi det illustrerer den underliggende styrke af vores aktionærbase.

Der vil uundgåeligt altid være investorer der køber hos os lige inden markedet oplever kortsigtet modgang. Vi har dog gang på gang bevist at vi altid kommer stærkere retur når der er kortsigtet modgang.

symmetry
Investering i balance





En anden vigtig ting ved en Asset Management forretning er, ikke at være afhængige af enkelte investorer. Hos Symmetry har vi valgt at fokusere på HNW (high net worth individual) segmentet samt mindre familiekontorer. Det gør at opbygningen af AUM tager langt længere tid kontra hvis man fik to-tre store investeringer fra pensionselskaber, forsikringsselskaber, fund of funds, endowments etc. Men det skaber også en langt mere bæredygtig forretning over tid.

Som det kan ses ovenfor er Symmetrys ca. 1.066 mio. kr. i AUM ultimo 2025 fordelt på 347 investorer. Den største investor udgør kun ca. 3,5 % og de fem største udgør tilsammen kun ca. 15 %. Tre ud af de største fem er repræsenteret i ejerstrukturen/bestyrelsen. Det har den fordel, at Symmetry ikke er afhængig af enkelte investorer, der kan rive tæppet væk under vores forretning. Det betyder også, at vi kan tænke langsigtet, fordi der ikke er enkelte investorer, som kan påvirke vores holdninger i en retning, som vi ikke er enige i.

Vi er klar over at denne strategi nok gør at vi aldrig kommer til at forvalte 5-10 mia. DKK. Vi har det helt fint med dette. Vi kører med en Smallcap strategi, der alligevel har begrænset kapacitet. Derfor vil vi hellere vokse på den rigtige måde og få de rigtige investorer ombord.

2025 har brudt på et par ændringer til vores organisationer. Vi havde et skifte på CFO-posten i midten af året, hvor Michael Hougaard tog over fra Casper Thomsen. Overgangen har kørt smidigt og uden problemer, hvilket vi er super tilfredse med. Sebastian forlod os midtvejs i løbet af året. Han er i stedet blevet erstattet af både Thomas Richard og Isaac Rein-Saunders, som er startet hos os her i marts 2026. Vi kørte en grundig rekrutteringsproces med over 200 ansøgere, hvor Thomas og Isaac til sidst skilte sig positivt. De besidder begge det rigtige mindset, er vokset op med value-investor tankegangen og er smarte hårdtarbejdende unge mænd, som vi er sikre på vil levere et positivt bidrag til Symmetry de kommende år.

Samtidig har videreudviklet mange nye løsninger til vores IT-platform. Vores software håndterer alt fra porteføljestyring, risikostyring, researchoptimering, CRM, investorrapportering, compliancerapportering mv. I og med, at vi har al vores software in-house, kan vi også løbende udvikle de funktionaliteter vi ønsker, relativt hurtigt. Vi kan bruge dette som en konkurrencemæssig fordel i et Smallcap marked, hvor vores konkurrenter enten ikke anvender software eller køber mere generisk 3party software eksternt.

I 2025 er vi fortsat med, at bygge på vores software og har øget brugen af forskellige AI-løsninger og AI-integrationer. Disse skal gerne være med til, at løfte vores effektivitet og arbejdsgange endnu mere i fremtiden.

Investeringsteam



Andreas Aaen
Founder and CEO



Henrik Abrahamsson
Portfolio manager, partner



Thomas Richard
Investment Analyst



Joseph Isaac Rein-Saunders
Investment Analyst

Administration



Michael Hougaard Sølvkjær
Head of Finance and Administration



Kim Hoberg Nielsen
Head of Client Relations, partner



Jon Højlund Arnfred
CTO



“I 2025 er vi fortsat med at bygge på vores softwa-re og har øget brugen af forskellige AI-løsninger og AI-integrationer. ”

Alpha

En faktor er at levere høje afkast. En anden faktor er hvordan disse afkast leveres.

Nedenfor er vist en oversigt over vores afkast på henholdsvis long og short siden stiftelsen (bruttoafkast).

	Long	Short	LS Alpha	Long Alpha	Short Alpha
2025	17,6 %	-5,0 %	12,6 %	6,5 %	6,1 %
2024	10,6 %	-5,7 %	4,9 %	7,8 %	-3,0 %
2023	13,8 %	-7,1 %	6,7 %	4,0 %	2,7 %
2022	-24,0 %	43,0 %	19,0 %	-6,5 %	25,5 %
2021	57,3 %	-30,0 %	27,3 %	38,1 %	-10,8 %
2020	41,0 %	3,9 %	44,9 %	28,7 %	16,2 %
2019	43,7 %	-10,2 %	33,5 %	19,9 %	13,6 %
2018	-24,5 %	11,0 %	-13,5 %	-15,0 %	1,5 %
2017	27,0 %	-12,9 %	14,1 %	9,5 %	4,6 %
2016	22,9 %	-4,5 %	18,4 %	16,1 %	2,3 %
2015	7,2 %	8,8 %	16,0 %	7,9 %	8,1 %
2014	36,8 %			29,7 %	
2013	34,1 %			19,5 %	
Average	***21,4 %***	***0,2 %***	***18,5 %***	***13,8 %***	***7,1 %***

I både 2023 og 2024 skrev vi, at vi var glade for at levere positiv alpha (hvilket i sig selv er svært), men at vores ambitiøse mål er, at levere 2-cifret alpha.

Heldigvis var 2025 et år, hvor vi her var "back on track" med en positiv alpha på 12,6 %. Dette blev leveret ved at vi havde et positivt afkast på de lange positioner på 17,6 %, mens vi tabte ca. 5 % på vores korte positioner. Dette var et godt resultat, hvor vi formåede at outperforme på begge sider af markedet.

De stærke resultater vi fik leveret var delvist på grund af god stock-picking samt risikostyring omkring de makroevents vi så henover året, herunder især omkring Liberation day. Vi havde en forholdsvis defensiv allokering gående ind i marts/april, hvilket gjorde at vi kunne være aktive til at udnytte flere af de muligheder markedet gav os, både i henhold til at dække short positioner ind, samt til at købe op i nogle af de mest attraktive lange positioner.



Hele målsætningen for en long/short fond er at skabe alpha. Det man ønsker at se, er at ens lange positioner gør det bedre end markedet og at ens korte positioner underperformer markedet. Kombinerer man de to strategier (lang & short) samtidigt, kan man ofte opnå et endnu bedre afkast, end de to strategier havde leveret hver for sig.

På dette område har Symmetry virkelig leveret varen i vores nu 13-årige historie. Som man kan se har den akkumulerede alpha år efter år været en af hovedårsagerne til vores stærke langsigtede resultater.

Vi er klart over at dette ikke kan være resultatet hver eneste år eller henover hver eneste periode. Nogle gange er markedet ikke enig med os. Men som vi har vist, viser det langsigtede arbejde vi laver, resultater over tid.

Portefølje

Symmetry har en portefølje, der er forholdsvis koncentreret i vores bedste ideer, men samtidig er nok diversificeret til at give os muligheder for at være agile og reducere volatiliten. Vores top 5 positioner ved slutningen af 2025 er:

Top 5 positioner:
IAC
CTT - Correios de Portugal
Howard Hughes Holdings
IWG - International Workplace Group
JDC Group

Det, der kendetegner de ovenstående aktier er selskaber der generer et højt cash flow, er drevet af dygtige ledelser, har stærke markedspositioner og investerer overskydende kapital attraktivt.

For IAC, CTT og IWG gælder, at de hver især returnerer mellem 8-15 % af deres markedsværdi til aktionærerne i form af primært aktietilbagekøb og delvist udbytter. Dette samtidig med at der investeres i vækst. Det giver os en stærk vækst i indtjeningen pr. aktie.

For JDC og HHH, er der tale om selskaber med høje underliggende cash flows i deres kerneforretninger, som de kan geninvestere i attraktive muligheder primært i form af M&A.

Vi vil på de efterfølgende sider kort gennemgå vores investeringscase for hver af aktierne.

Af vores mindre positioner, som ikke gennemgås her, ejer vi stadig aktier i Protector Forsikring, FBD Group, Origin Enterprises, Par Technology, Freetrailer, Ondo Insurtech, Catella, American Coastal, Gentoo Media, Nekkar, Westaim og Flatex for at nævne nogle af dem.

AKTIERNE GENNEMGÅS I ALFABETISK ORDEN – OG IKKE I FORHOLD TIL DERES ANDEL AF AUM.



IAC

”IAC er et finansielt holdingselskab stiftet af Barry Diller. Selskabet har over årene køb og opstartet en hel del selskaber som siden er blevet distribueret til aktionærerne, herunder Expedia, Match, Angi, Vimeo, Ticketmaster etc. I dag består IAC primært af to attraktive segmenter, en ejerandel i MGM Resort samt 100 % ejerskab af People Inc.”

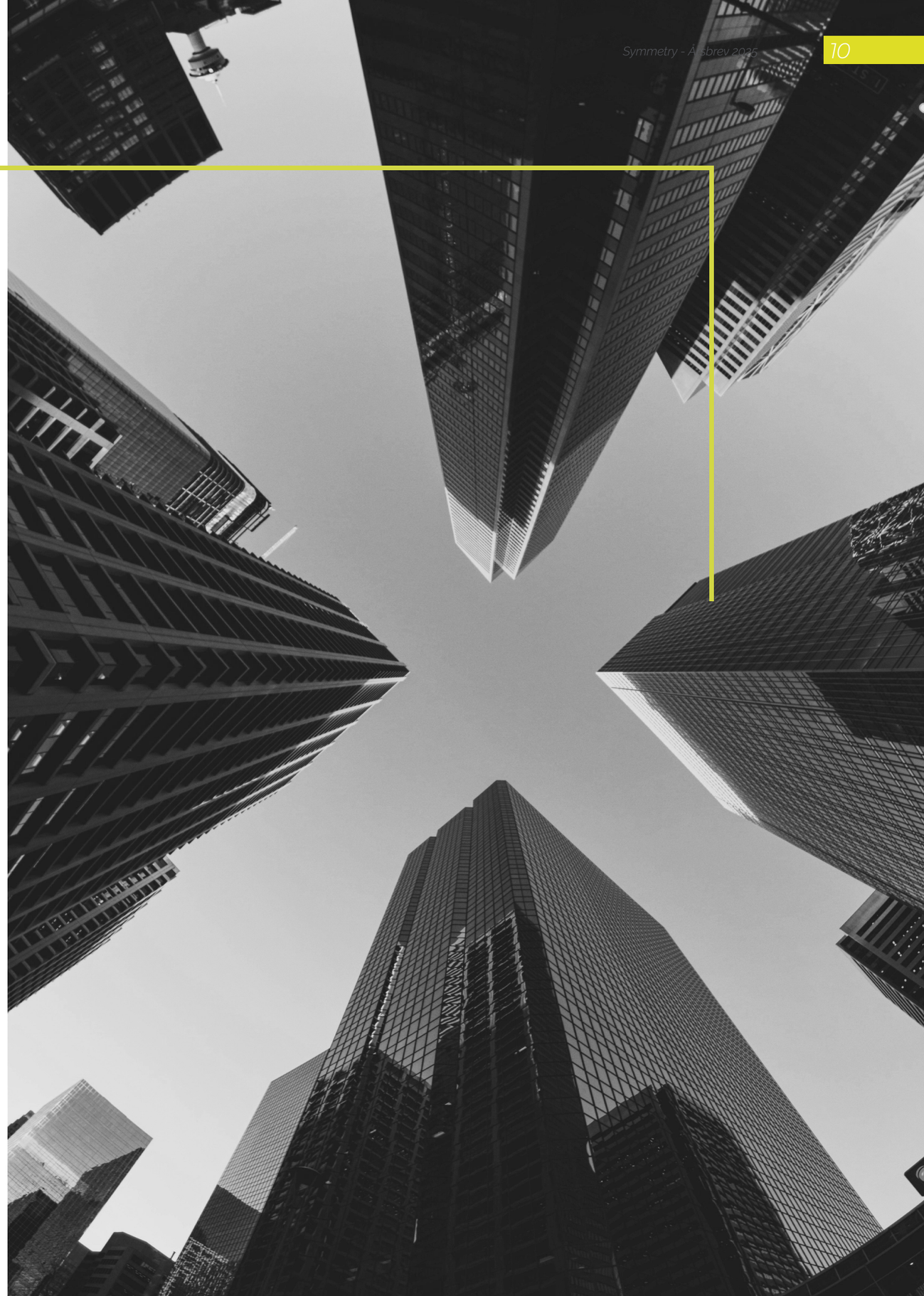
Vores investering i IAC er baseret på 2 faktorer. Den ene, er at vi er super positive på MGM Resorts, en aktie vi finder markant undervurderet. Grunden til, at vi ejer IAC kan skæres ned til det her statement fra Barry Diller fra deres Q3 call:

Barry Diller
Chairman & Senior Executive

Thank you. I'm very glad to be with you all today. I've been talking to investors lately and I more than get everyone's desire for more clarity about IAC's future. With the departure of our CEO and the spin-off of Angi, it's understandable that there are questions about our direction and our future. And I'm going to address those this morning, both in my remarks and in answering any of your questions. There are 2 core parts to IAC today. They're underpinned by a strong cash position and our balance sheet. They are people and our investment in MGM.

Broadly, we have been, and we will continue to slim down IAC's assets and our overhead. We'll get lean and crystal clear that People and MGM are IAC until something else wildly compelling comes along. What we want to do is, first, reimagine People Inc. from defense to offense. Second, help MGM's excellent management teams simplify its businesses and change its pitiful multiple. Next, we'll divest our noncore holdings and reduce our overhead and finally, continue to be opportunistic on share purchases -- repurchases. It certainly seems to me that opportunistic is now, as is increasing our ownership of MGM. There's this huge discount in the value of our shares and a mind-blowing discount in the value of MGM. I mean it's selling at an emergency multiple. There's no chance that is going to continue to infinity.

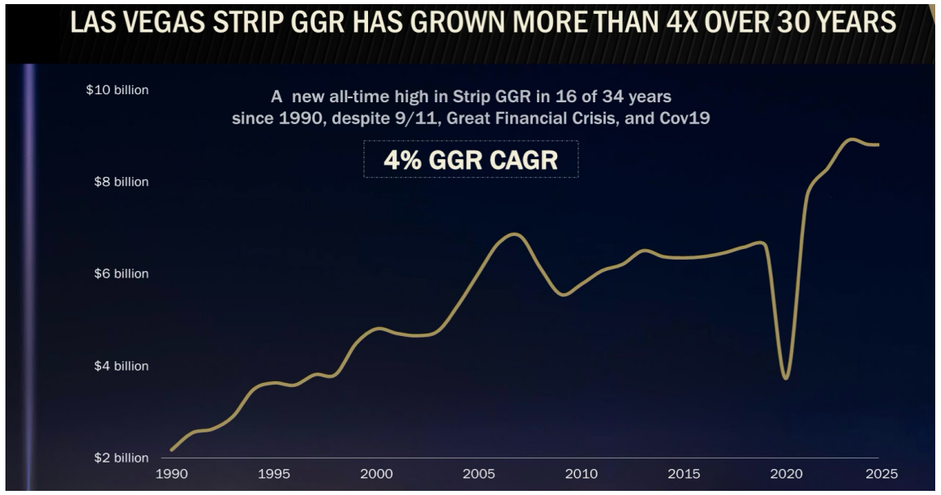
Sagt på en anden måde. Man får en kæmpe stor discount på MGM ved at købe IAC aktier. Herudover har IAC en masse andre spændende aktiver og de køber egne aktier tilbage. Sidste år købte IAC ca. 10 % af deres egne aktier tilbage og MGM købte ca. 15 % af deres egne aktier tilbage. Som IAC aktionær ender man derfor med at have en indirekte ejerandel af MGM der er 25 % større end ved starten af året.



MGM

En af de faktorer, der gør at MGM er så undervurderet som aktie er, at markedet er ekstremt fokuseret på den kortsigtede udvikling i Las Vegas. Aktien handles ofte op og ned baseret på forventninger til det kommende kvartals udvikling i Las Vegas.

Vi mener det fuldstænding er, at overse både den værdiskabelse der sker rundt om Las Vegas hos MGM, men også at Vegas over tid har vist sig at være en attraktiv destination.
Udviklingen i 2024 og 2025 har været flad i Las Vegas ovenpå det kæmpe boom der var efter Covid genåbningen. Vi ser dette som en midlertidig afmatning inden vi begynder at se vækst igen. Vi har set dette mange gange over tid i Vegas:

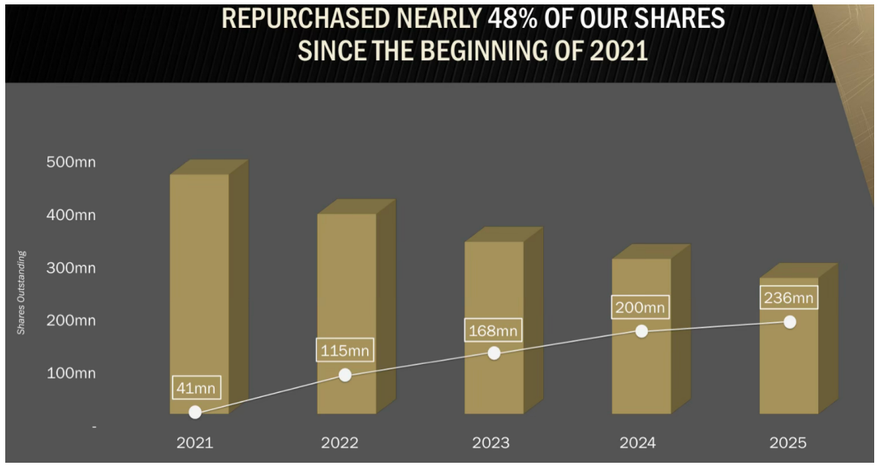


Ledelsen forventer selv, at se vækst igen i Las Vegas YoY i H2 2026 og fremover. Selvom vi er enige i ledelsens vurdering heraf, er vækst i Vegas ikke en nødvendighed for et godt afkast. Aktien handles til så lave multipler, at selv en flad udvikling i Vegas de næste 10 år vil sikre et attraktivt afkast til aktionærerne.

MGM består pt. af 7 forskellige value drivers.

- Las Vegas
- Regional Casino
- MGM China
- MGM China Royalty
- BetMGM
- MGM Digital
- MGM Osaka

Værdien af de enkelte dele overstiger markant den nuværende aktiekurs i MGM. Ledelsen er klar over dette. Derfor er de aggressive i at købe deres egne aktier tilbage. Over de sidste 5 år har de købt 48 % af deres egne aktier tilbage. Da IAC ikke har solgt aktier (men har købt mere op) ejer de i dag over 25 % af MGM. En ejerandel der bare vokser kvartal efter kvartal, i takt med, at MGM støvsuger markedet for aktier.

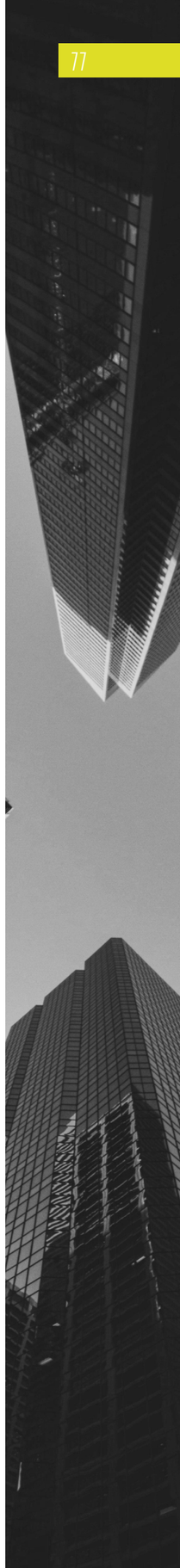


Her er hvad deres CFO sagde om deres værdiansættelse for nyligt:

Jonathan S. Halkyard MGM Resorts International – CFO & Treasurer

It's all of the above, but you don't really have to go too deep to really understand where the value is. And the market value of our holdings in MGM China is about $3.5 billion right now, roughly $13 to $15 a share. And depending upon your assumptions around BetMGM, a business that has guided to over $300 million of EBITDA this year, our 50% stake of that is probably worth another $13 to $15 a share in our view. So that leaves our domestic opco, a business that's generating over $2 billion in EBITDA. That's 2.5, 3x EBITDA, and Bill wasn't kidding when you just apply the simple math that was reported in the press yesterday around multiples being in the market for Caesars, that gets to a pretty healthy valuation for our company as compared to where we're trading today. That's the reason we've been so ambitious in our share repurchase activity, and we'll continue to do that so long as we see that value. .

En anden faktor markedet slet ikke har fokus på, er selskabets resort i Japan - MGM Osaka. Fordi det først er færdigt i 2030 er der ikke rigtig nogen der tillægger det værdi i dag. Men en forsigtig beregning fra ledelsen estimerer, at de vil tjene +800 millioner $ årligt herfra. MGM skal investere ca. 2,5-3 milliarder USD i projektet over 2025-2028 perioden. En stor del af dette kan de dog funde med billig YEN gæld. Selskabets IRR på projektet bliver derfor skyhøjt.



And I do want to put a little color on Japan for a second because I think it's really important longer term. I'm betting my career on it literally, pull me on that, because I've been told that. Look, there's a market, if it just manifests itself what's going on today in Singapore, if we start with a $2 billion cash flow business, we're going to net about $800 million given our stake and given our share. It's a meaningful business. I think it potentially could be bigger than that, but time to tell, but if you put it in perspective, 120 million people, 6 million people. We are an 1.5 hours closer from Shanghai and Beijing, the Macau.

En hurtigt SOPT-vurdering af MGM giver os en fair value omkring 90 $ pr. aktie. Langt over de 35-40 den pt. handles til. Her anvender vi 7x EBITDA multipel for deres operating assets i USA. Dette er en del under, hvad Caesers er ved, at blive opkøbt til og samme pris som MGM lige har solgt et mindre regionalt casino til.

For BetMGM anvender vi en 20x multipel, som er det samme deres mest direkte peer Rust Street handles til. Det er også ca. samme multipel som deres større peer Draftkings handles til.

		Multipel	Value	
Vegas & Regional EBITDA	2.000	7	14.000	
Value MGM China stake			3.500	market value
MGM China License income	150	15	2.250	
BetMGM	350	20	3.500	50 % ownership
MGM Digital			800	Estimated cost
MGM Osaka			2.000	NPV
		Total NPV	26.050	
		Domestic debt	-3.500	
		Fair value	22.550	
		Shares out	250	
		Per share	**90,2**	

Vi estimerer det frie cash flow i MGM (uden at tillægge værdi til MGM Digital og Japan), at være ca. 1.600-1.800 mio. USD. Det svarer til at aktien handles til 5 - 5,5 x frit cash flow. Vi finder stadig dette alt for billigt. Især henset til, at der lige har været en direkte peer transaktion til markant højere multipler.

Vi forstår at markedet er usikre på Vegas de kommende 6 måneder, at markedet ikke kan gennemskue værdierne i MGM China og BetMGM eller at markedet ikke vil indregne værdi for Japan der kommer i 2030. Vi har intet problem med dette. Jo længere der går før markedet begynder, at sætte pris på de underliggende aktiver, jo flere egne aktier kan MGM købe tilbage til spotpris.



People

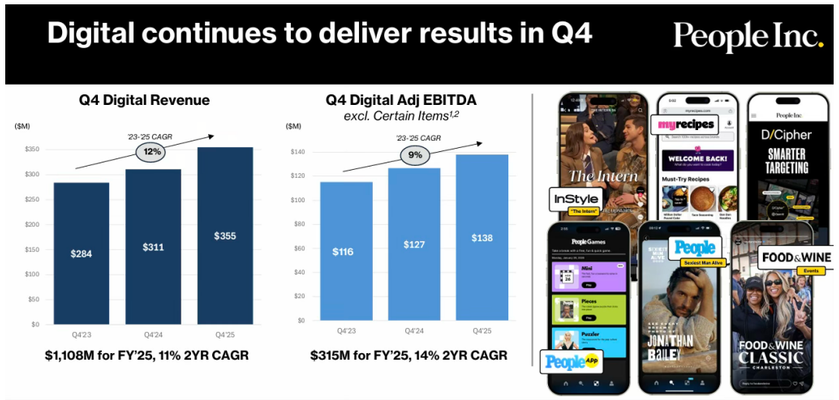
Som nævnt er det største aktiv hos IAC deres ca. 27 % ejerskab af MGM Resorts. Værdien af deres aktier svarer stort set til hele markedsværdien af IAC og en del mere end enterprise value. Man får dermed alle de andre ting "gratis" ved at eje IAC, herunder:

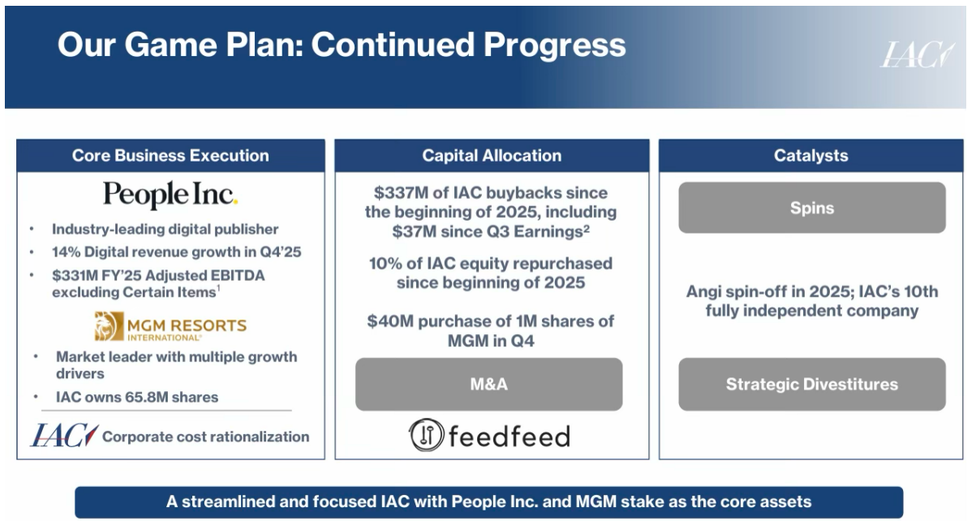
- People Inc
- 30 % af Turo
- Vivian & Daily Beast
- Deres HQ på Manhattan

IAC ejer 100 % af People, det største online publishing firma i verden. People ejer nogle af de største brands såsom Food&Wine, Better Homes & Garden, People, Allrecipies, Brides, Southern Living, Travel & Leasure, Investopedia etc. Dette er brands, der er bygget op over mange årtier, først som fysiske blade/magasiner og nu i dag i en online version.

Markedet er nervøst for at faldende traffik fra Google, samt AI-content vil ende med at skade People på lang sigt. Dette har vist sig ikke at holde stik.

People har formået, at overkomme disse udfordringer de sidste 3 år. På trods af en halvering af deres traffik fra Google har de vokset omsætningen med 12 % årligt i gennemsnit og øget deres EBITDA.





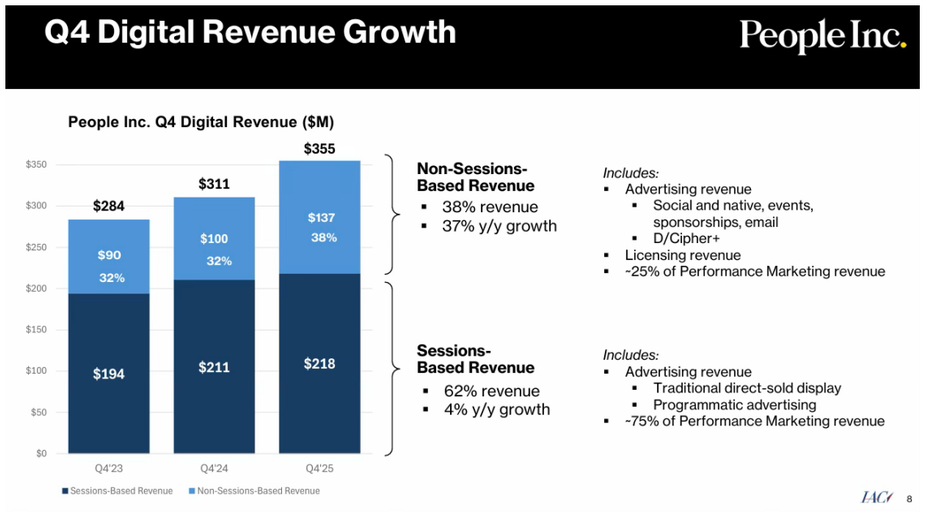
People under ledelse af Neil Vogel har vist en fantastisk evne til, at justere deres forretning i et volatilt marked. Det seneste skift minder om skiftet fra fysiske magasiner til online, hvor mange også forudse en langsom død for People. I dag har de tæt på 100 % af deres overskud online.

Historisk kom størstedelen af omsætningen for People fra såkaldt Session-based revenue. Det er reklameindtægter der kommer via annoncering på deres egne hjemmesider. Størstedelen (+75%) af al den traffik de fik ind på deres hjemmesider kom fra Google. Da Google begyndte at sende mindre traffik og efterfølgende også lave deres egne "AI-overview" så People ind i en usikker fremtid.

De har over de seneste 3 år fuldstændigt transformeret deres forretning. Selvom de stadig ser faldende traffik fra Google, er denne nu under 50 % af den samlede traffik. Og de formår stadigvæk, at vokse deres omsætning fra deres egne sider (session-based) på trods af faldende Google trafik.

Men endnu mere vigtigt er det, at de har sørget for at få deres content hen, hvor læserne er. De har over de seneste 3 år set eksplosiv vækst i non-session based views. Dvs. hvor brugere læser People Content andre steder end deres egne websites. Det kan være via Apple News, Meta, TikTok etc. De formår, at tjene penge på dette via performance baseret markedsføring, licensindtægter og andre former for reklamer.

Denne del af deres forretning voksede i Q4 med 37 % YoY og udgør nu 38 % af omsætningen.



I Q4 2025 voksede den digitale omsætning med 14 %. Det er den højeste vækst People har haft i 3 år. Man er kommet over på den anden side af den store omstilling der har været med Google, AI osv. Man accelererer nu væksten og indtjeningen. People står stærkere end nogensinde og det er slet ikke afspejlet i IAC aktien.

IAC

For at summere op på IAC ser vi stadig en stor discount, som delvist er et resultat af at markedet er bange for at Barry Diller vil træffe dumme beslutninger med kapitalallokering.

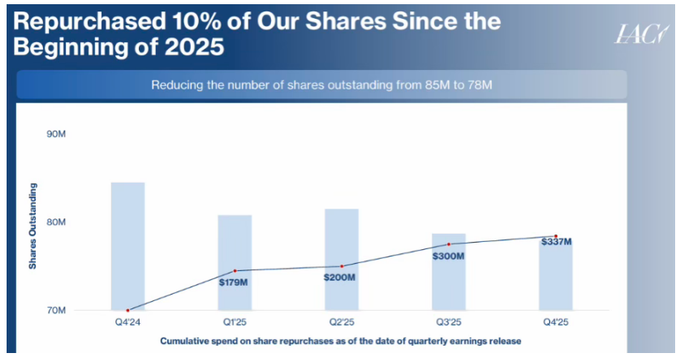
Vi har svært ved at se hvad markedet grunder den frygt i. Barry har en forholdsvis stærk track-record med kapitalallokering historisk. Herudover er alle hans offentlige kommentarer krystalklare omkring, at overskydende cash er aktietilbagekøb og der skal optimeres værdier.

> *"So I am -- I can't -- if I look around and you say, what would interest me in M&A would be to find another opportunity like this one. By the way, I haven't found it. I don't think it's on the horizon, by the way. I don't really think that right now is the time for us to be, I wouldn't -- we never squander around but putting like bets down on things that are not -- that do not have -- it's kind of a bromide, you never want to do it if you don't have potential. But right now, I really don't see anything at a price that would be rational to pay. And I don't see anything that's really particularly exciting. We've got a company that's got People, which I can only overdue, so I'll not do more than I did before in what I think of the potential of People. And we've got MGM, and we've got cash to continue to increase our ownership in both of those. And yes, an opportunity may come along. But I like the hand we have right now."*

Barry Diller
Chairman & Senior Executive

Well, I mean, I kind of think I talked about that. I don't know what we call it, a signal or a giant flag, green flag going down or saying, we're opportunistic. The opportunity is now. We're going to be buying stock in IAC. We're going to be buying stock in MGM. That's what we're going to do with our capital at this point as far as acquisitions go. I've said before, I said it earlier, a lot of things are too pricey.

And we're not anxious. We're always interested. We're always curious. We're always digging around and seeing what's on the -- what's around the next corner, which we've been doing fairly interestingly for 30 years. I expect there'll be more of that, but I ain't out there banging at things that are overpriced, of which many are. We are wildly underpriced. So I want to stay on that track.



MGM US		1.100	
MGM China		400	
BetMGM		200	
Total MGM		1.700	
MGM 27 % ownership			**459**
People:			
People EBITDA		340	
Capex		-10	
Interest		-60	
Tax		-20	
People FCF			**250**
Emerging (Vivian + Daily Beast)			20
Corporate cost			-80
SBC			-40
IAC Total look-through FCF:			**609**
Market cap			2.850
Cash at corporate			-1.100
Enterprise value			1.750
EV/FCF			**2,9**

Den måde vi vælger, at anskue IAC på, er at se på deres såkaldte "look-through" FCF. Altså hvor meget underliggende frit cash flow IAC har, i forhold til deres enterprise value. Her viser det os at IAC kun handles til 2,9 x det underliggende frie cash flow. Vi har nærmest aldrig set dette i et selskab før!

Især fordi de underliggende cash flow, der primært kommer fra MGM og People er vækstområder. Samtidig tillægger ovenstående ingen værdi til MGM Osaka, MGM Digital eller IAC's 33 % ejerandel af Turo.

Så længe både IAC og MGM fortsætter med, at investere i og vokse deres kerneforretninger (MGM og People) og bruger al deres cash flow på at købe +20 % af deres egne aktier tilbage årligt, ser vi det som meget svært ikke at få et betydeligt positivt afkast på aktien over de kommende år.

IAC har for nyligt annonceret et salg af Care.com til 320 millioner USD (11-12 % af markedsværdien). Dette viser, at de fortsætter med at trimme forretningen og frigøre midler til, at kunne købe aktier tilbage.

Hvis IAC fortsætter med at levere på det de har gjort de sidste par år, mener vi at vi kan se ind i mangedobling af aktien. De kan stadig frasælge Turo, Vivian og Daily Beast. De kan fortsætte med at vokse People og skære i faste omkostninger og købe alle de egne aktier tilbage de kan.

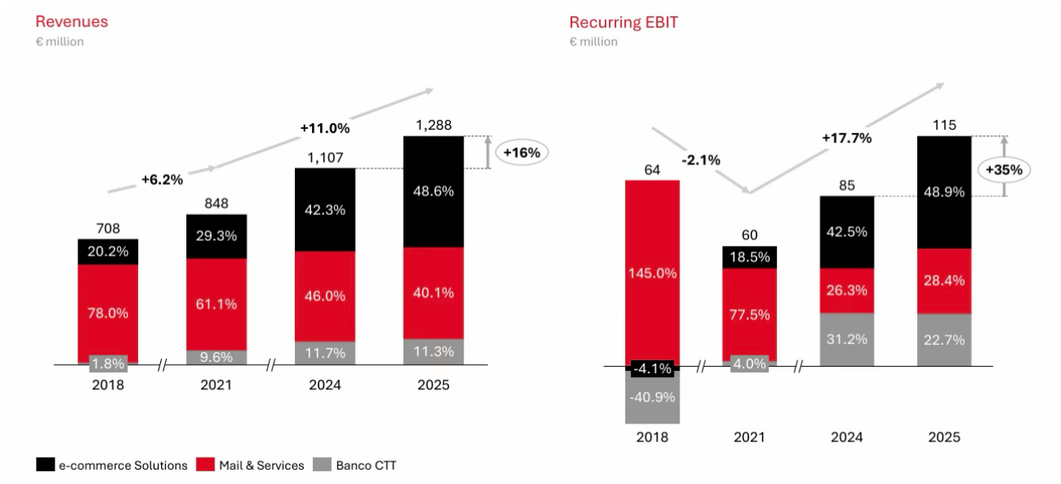
Vi kan muligvis se ind i et scenario, hvor IAC indenfor få år har frasolgt alt andet end People og MGM. De kan derefter lave et spin-off af MGM til deres aktionærer og rebrande IAC til People Inc. I det scenario vil upsiden i aktien være endnu højere end vores allerede positive scenarier.



CTT – Correios de Portugal

CTT er et ledende Portugisisk fragtselskab. Oprindeligt et 500 år gammelt mailselskab som siden er blevet total transformeret. CTT ejer nu det ledende pakkehåndteringsselskab på Iberia samt den hurtigst voksende bank i Portugal.

CTT havde endnu et fantastisk år i 2025. Man formåede, at vokse omsætningen med 16 % i forhold til året før. Og man formåede samtidig, at vokse EBIT med hele 35 % i forhold til året før.



Men endnu mere vigtigt er det, at disse ændringer nu positionerer CTT som et logistikselskab. Ca. 50 % af indtjeningen kommer nu fra Ecpress & Parcels segmentet. Og dette vil fortsætte med, at stige i de kommende år. Vi forventer en gradvis stigning i aktien i takt med at markedet omstiller sig fra at CTT ikke er en mail/bank der skal handles til 5-7x EBIT, men i stedet et ledende logistikselskab der skal handles til +10x.

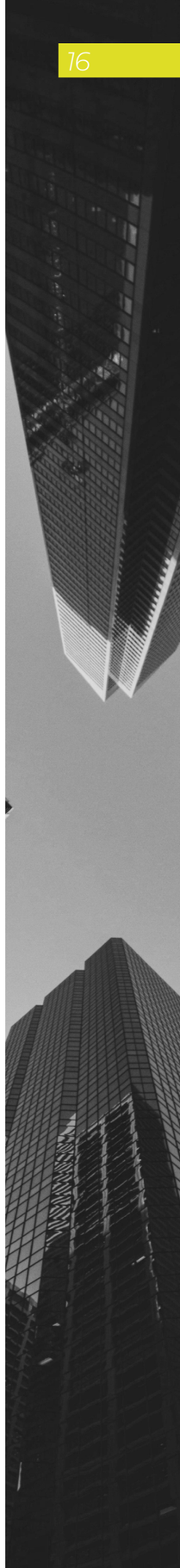
Et andet strategisk step i den rigtige retning for selskabet er, at sælge størstedelen af deres bank. Vi mener stadig at markedet undervurderer, hvor meget kapital der er bundet op i banken. Og dermed også hvor stort provenu der vil komme fra at sælge den. En stor del af den kapital vil blive frigjort til eventuelt, at foretage investeringer i E&P forretningen eller til aktietilbagekøb. Her er hvad deres direktør sagde, da han blev forholdt at Bloomberg var ude med en nyhed om at de havde hyret strategiske rådgivere til at sælge banken:

"Finally, on the Bank, I would -- if you allow me, correct your statement, Bloomberg does not say that we have hired consultants to discuss the selling of the Bank. We would have denied such a statement. They say that advisers were contacted for -- if I'm not wrong, discuss options for the Bank. I don't know. I don't care actually. What I may say is that we are very happy with the development of the bank. But I must also add that we keep receiving manifestations of interest. And of course, we look at them very seriously. And that's it. We don't want to add anything more. But the statement that has been used several times that we would like to -- we see ourselves in the long term mostly as an e-commerce logistics player, and that we'd like to have a lower importance of the bank in our portfolio stands. Having said so, we are first rational agents and react to demonstrations of interest that I must say are probably today more frequent than before."

Vi mener stadig at det smarteste for CTT er, at sælge størstedelen af banken til en ekstern spiller. Måske kan de fortsætte med at eje 10-20 % og lade køberen beholde navnet/brandet. Samtidig kunne de lave en aftale om at de fortsat bruger og distribuerer produkter fra logistiknetværket CTT har.
Men vi mener det er vigtigt man sælger sig ned under 50 % ejerskab. Det betyder nemlig at banken kan blive dekonsolideret i regnskabet og man derefter kun skal vise 1 linje i både resultatopgørelsen og balancen. Det vil gøre CTT meget nemmere at forstå og give øget fokus på deres attraktive logistikforretning.

En anden positiv faktor for CTT var, at man endelig fik regulatorisk godkendelse af Joint Venture aftalen med DHL. Dette er en aftale der blev annonceret i december 2024 og derfor har været længe undervejs. Alene konsolideringen af DHL Portugal giver 2 millioner ekstra i EBIT i år.
Men, herudover er der ca. 35 millioner EUR i ekstra estimerede synergieffekter, som vil komme over de kommende 18 måneder og dermed smitte betydeligt af på indtjeningen hos CTT.

"Selvom CTT kan have kortsigtede udfordringer fra Krigen i Mellemøsten (primært adgang til varer via luftfragt) vil det kun være kortsigtet støj. Vi ser stadig CTT positioneret som en langsigtet vinder, der handles til en meget lav værdiansættelse og som har en masse strategiske muligheder for at optimere værdierne på længere sigt."



Howard Hughes Holdings

Howard Hughes er den største ejer i USA af såkaldte master-planned-communities. Dette kan bedst forstås som ejerskabet af enorme mænger land der drives som små byer, hvor HHH udvikler alt infrastruktur, bygninger etc. og sælger land til husbyggere der bygger private boliger inde i disse byer.

Vi har længe beundret Howard Hughes som forretningsmodel. Deres Master-Planned-Communities er, efter vores mening den perfekte måde at investere langsigtet i ejendomssektoren. Der er 3 årsager til, at vi aldrig har ejet aktien før nu.

1. Vi var negative overfor deres aktiver i New York (Seaport). Alle disse aktiver blev distribueret til aktionærerne i slutningen af 2024, hvorefter HHH ikke havde eksponering hertil længere.

2. Mens vi er super positive på Master Planned Communities segmentet (MPC) – har vi ikke været helt overbevist om, at det var korrekt at geninvestere alt overskuddet heri til hvad vi tror vil blive lavere og lavere ROE. Dette ændredes med transitionen til et diversificeret holdingselskab, hvor frit cash flow altid allokeres til højest ROE mulighed.

3. Aktiekursen var udover under covid-krisen aldrig rigtig billig ud fra et risk-reward perspektiv. Dette har ændret sig nu.

HHH handlede omkring 50-60 USD under Covid-19 krisen, hvor ejendomsmarkedet var stærkt udfordret og selskabet havde gældsproblemer. HHH var ligeledes nede og handle omkring 60 USD under inflationskrisen i 2022, hvor salget af ejendomme i US faldt markant.

Man kan i dag købe HHH til næsten samme kurs som under de to kriser, på trods af at selskabet i dag er totalt transformeret. Man har rekordhøj indtjeningen i MPC-segmentet, rekordhøj Net Operating Income (NOI) fra porteføljen af ejendomme, rekordhøj salg af Condo-units i Hawaii samt en diversificeret portefølje med købet af Vantage Group og en meget bedre balance.



En anden måde an, anskue værdiansættelsen på er, at se på, hvordan aktien har handlet til en Price/Book (P/B) de sidste 10 år. Igen kan man se, at aktien er historisk billig. Dette giver for os ingen mening af flere grunde:

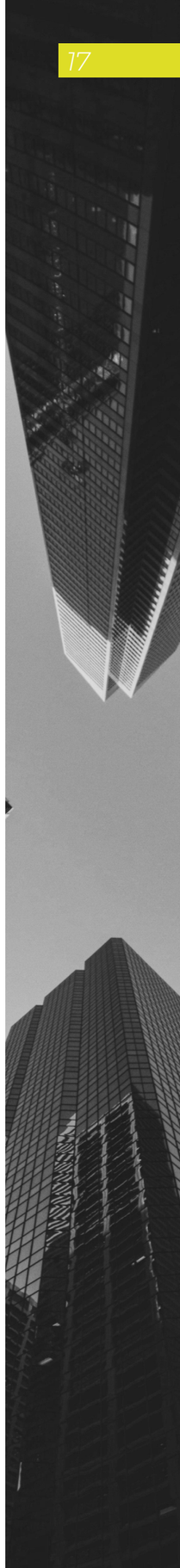
1. Selskabets aktiver er mere undervurderet end nogensinde på balancen (Stort set al deres land står til kostpriser på balancen og deres operationelle aktiver bliver afskrevet hårdt hvert år – på trods af at de løbende bliver mere værd).

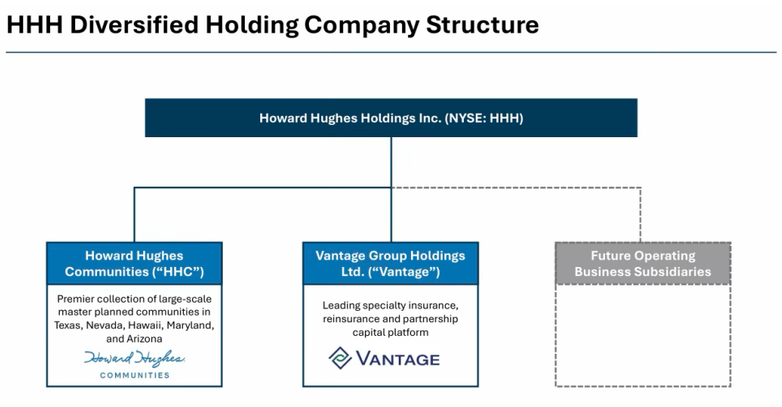
2. Man har fjernet alle dårlige/underskudsgivende aktiver (Seaport etc.).

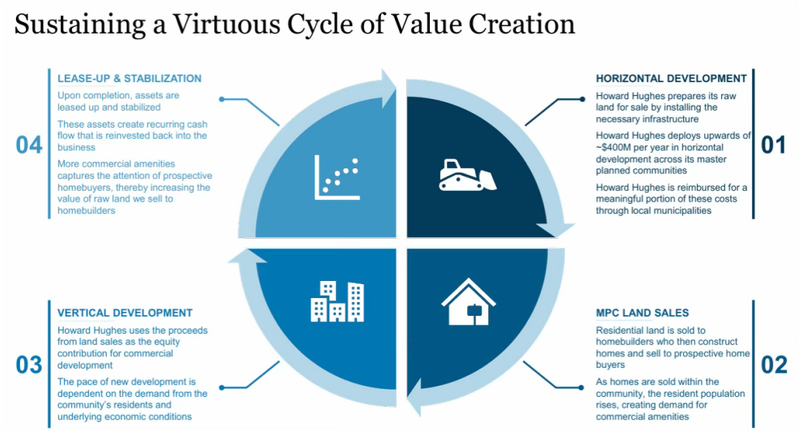
3. Man har en stærkere balance og er mere diversificeret via Vantage opkøbet.

4. De løbende SG&A (Selling, General & Administrative) omkostninger er nedbragt og rentespændet på gælden er historisk lav.

5. Man har en masse kontraktuelle overskud de næste 5 år fra salg i Hawaii der ikke er afspejlet i balancen.







HHH undergik i 2025 en vigtig transformation, hvor man i stedet for udelukkende at være et ejendomsselskab blev et diversificeret holdingselskab. Dette skete med en investering fra Pershing Square, hvor de købte nye aktier svarende til 15 % af selskabet til en kurs på 100 USD (50 % over hvor aktien handles i dag).

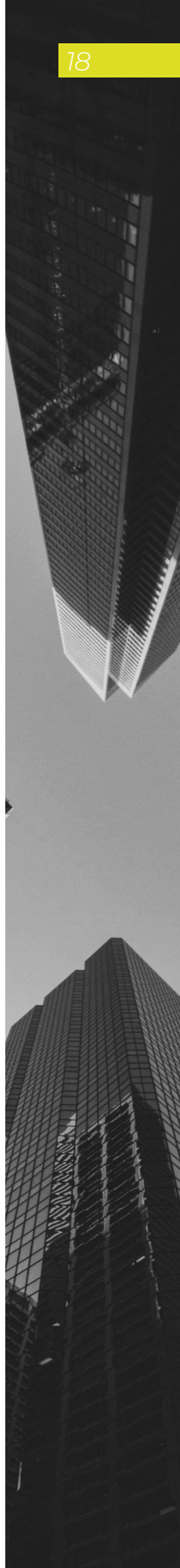
Man annoncerede samtidig i slutningen af 2025 at man havde opkøbt forsikringsselskabet Vantage Group, som ville blive det første selskab til at diversificere HHH.
Der er flere årsager til, at vi mener den langsigtede værdiskabelse for HHH vil blive markant højere med denne struktur:

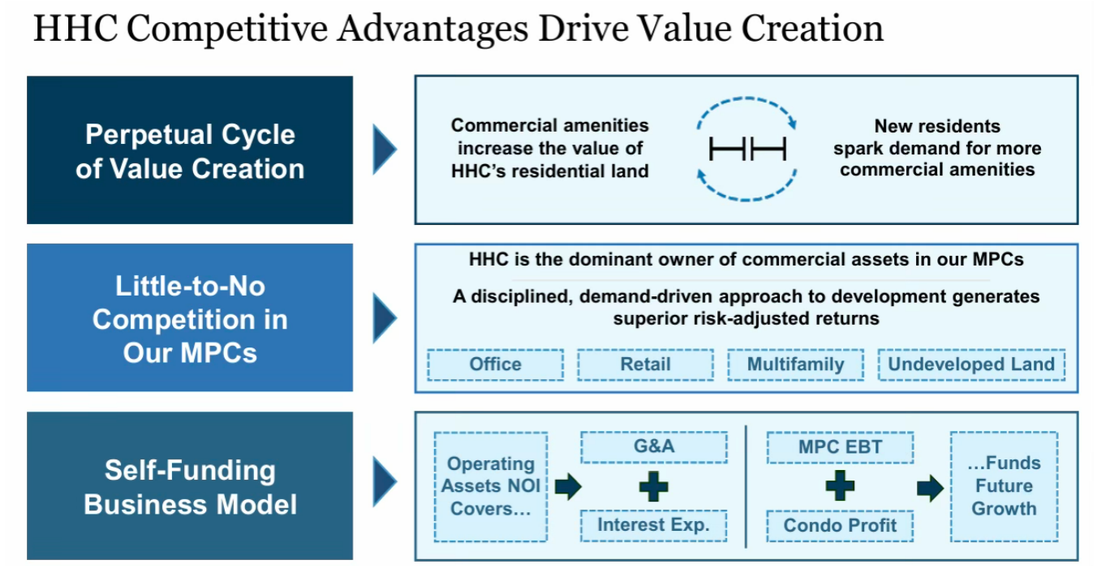
1. De første mange år af HHH havde de negative frie cash flows, fordi man skulle opbygge sine communities. Man er nu i en situation, hvor man hvert år har høje frie cash flows. Ved en diversificeret holdingstruktur kan man kan altid allokere frit cash flow til de højeste ROE muligheder, uanset om de er indenfor forsikring, ejendomme eller andre selskaber.
2. Man får sin 47 % ejer i Pershing ind som aktive ejere i selskabet til, at drive værdiskabelsen.
3. Forsikring og ejendomme diversificerer hinanden godt. I og med at ejendomsselskaber foretrækker lavere renter mens forsikringsselskaber foretrækker højere renter.

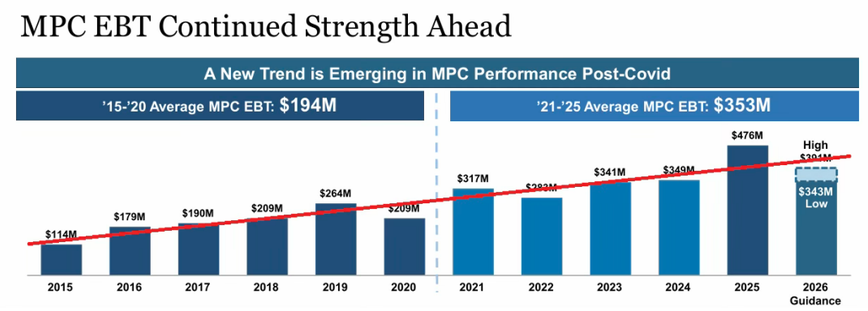
Det der tiltrækker os ved deres MPC-aktiver er, at de er i fuld kontrol over hele værdiskabelsen der sker. Ejendomsmarkedet er ofte kendetegnet ved hård konkurrence og boom/bust cyklusser. Ved, at eje og dermed kontrollere de her MPC-aktiver kan HHH styre udviklingen.

Det betyder konkret at de kan:

1. Kun sælge den mængde land til husbyggere, som dækker efterspørgslen. Det optimerer både prisen HHH får pr. kvadratmeter, men det er også mere attraktivt for husbyggerne, fordi de kan købe land og vide der ikke pludselig kommer en stor mængde ny konkurrence ind.
2. Man ejer selv alle de operationelle bygninger i communities. Især alt kontor/erhverv, men også residential udlejning. Det betyder at HHH altid kan bestemme hvilke bygninger der skal bygges, hvordan de skal se ud og hvem der skal leje sig ind. Det betyder også at de fungerer som den eneste udlejer, og der derfor ikke er en masse ejere af bygninger der kan presses op imod hinanden. HHH kan derfor sætte lejepriserne direkte ifht. efterspørgslen uden at tænke på konkurrence.
3. Man har mulighed for, at tænke langsigtet og optimere værdiskabelsen på 5-10 års sigt i stedet for på kortsigtet basis.





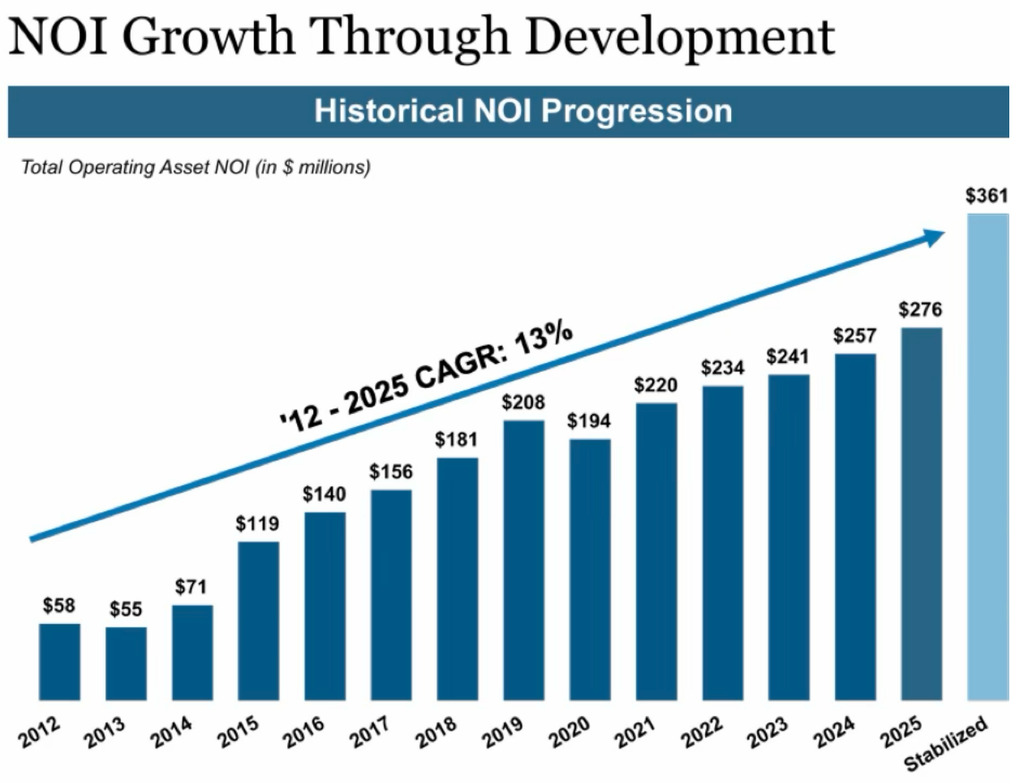


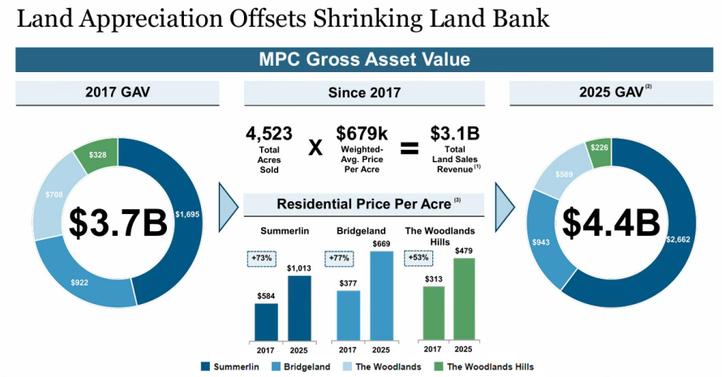
HH, har som nævnt en politik om, at eje alle udlejningsaktiver indenfor deres MPC. Det eneste der bliver solgt er land til husbyggere der bygger huse og sælger til beboerne.

HHH har derfor over årene formået, at vokse deres "net operating income" eller NOI årligt. Selv uden at bygge yderligere bygninger, vil de se deres NOI vokse betragteligt de kommende år, i takt med at de fuldt ud får udlejet alle de bygninger de har bygget.

Selskabets MPC-forretning er fortsat med at levere stigende overskud år efter år fra salget af deres land til husbyggere. I 2025 havde man en rekordindtjening herpå. Der var en engangsindtægt inkluderet, men selv uden denne ville der være sat en ny rekord. Hvis man ser på deres guidance for 2026 vil de igen have et rekordår (hvis man ser bort fra den ekstraindtjening der var i 2025).

Det der er interessant er, at værdien af al det land, som HHH ejer er steget i værdi. På trods af de løbende sælger ud og realiserer overskud. I 2017 var værdien af deres land 3,7 milliard USD. De har de sidste 8 år solgt for 3,1 milliard USD heraf. Alligevel er værdien ultimo 2025 over 4,4 milliard USD.

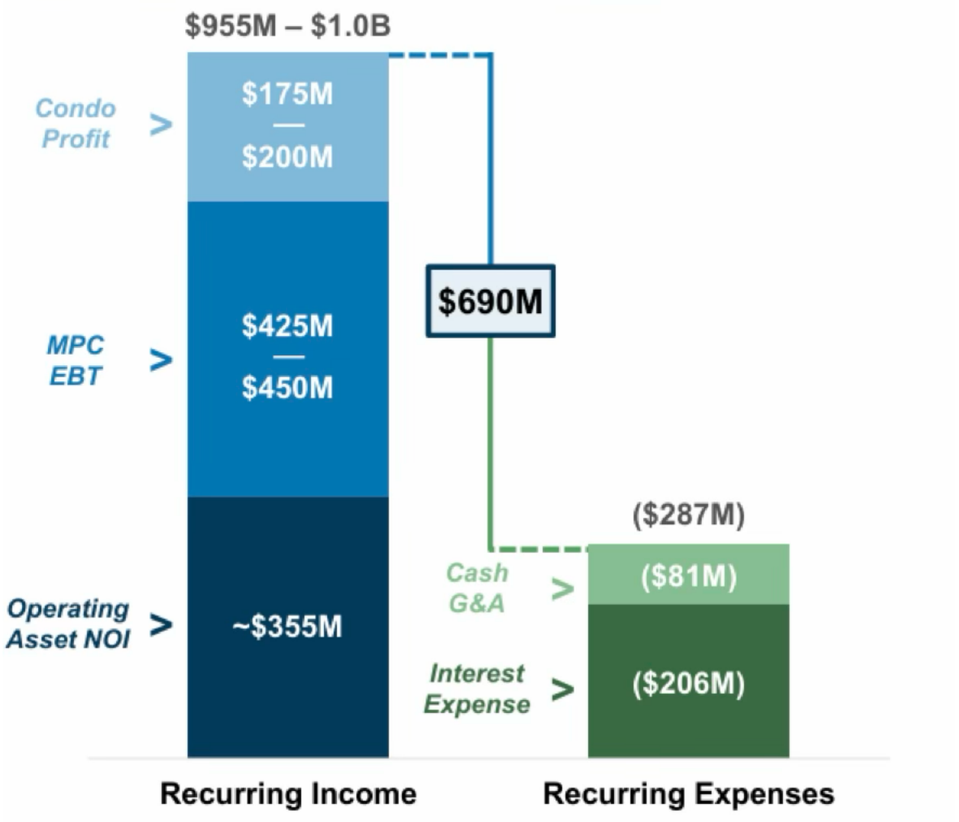




HHH er en forholdsvis svær aktie at værdiansætte. Vi mener dog det er tydeligt, at den er alt for billig.

HHH guider for et underliggende cash flow på 690 millioner USD årligt. Hertil kommer hvad de kan tjene på deres ca. 1,3 mia. investeret i Vantage (kostpris fratrukket Pershing prefererd). Vi estimerer konversativt dette til 160 million $.

Det giver et total årligt cash flow på ca. 850 millioner USD. Det finder vi strukturelt alt for billigt for et selskab, der handles til en markedsværdi på ca. 3,8 millard USD eller ca. 4,5x cash flow. Især sammenholdt med, at aktien handles til under book value som er meget konservativt bogført.



IWG - International Workplace Group

IWG er den ledende operatør af kontorfællesskaber i hele verden. Man har transformeret forretningen fra at eje og betale for centrene til i dag primært at være en operatør af centrene. Det har gjort forretningsmodellen langt mere attraktiv og potentialet langt større.

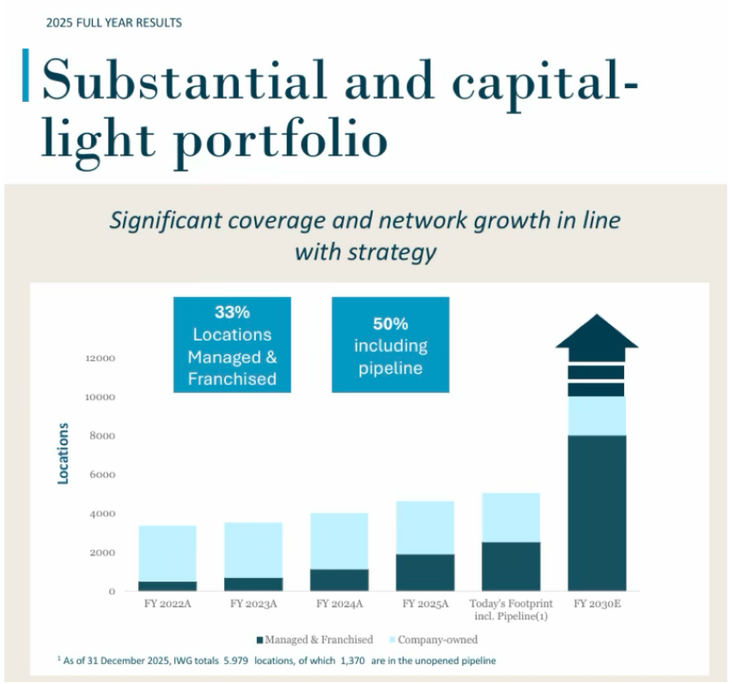
IWG havde et stærkt 2025. Man leverede på alle de mål man satte i starten af året og aktien reagerede positivt med en pæn stigning. En del af denne stigning er forsvundet i starten af 2026, hvor aktien er faldet en del, på trods af at IWG leverede en stærk guidance for 2026 og fortsat køber en stor mængde egne aktier tilbage. Det betyder at IWG målt på en frit cash flow (FCF) multipel er tæt på historisk billig, på trods af at selskabet aldrig har haft det bedre fundamentalt.

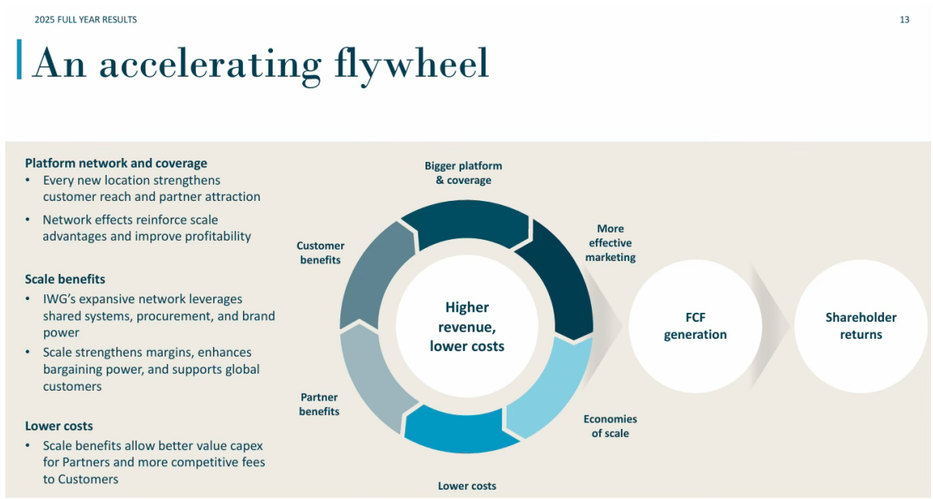
IWG er midtvejs i deres transformation fra at have company-owned centre til at blive manager af andres centre. Hvis man inkluderer deres pipeline de har underskrevet, er de allerede på 50 % her. Over de kommende år vil dette tal blot stige, i takt med at de underskriver nye aftaler og får åbnet nye centre. Samtidig er det værd at huske at deres company-owned centre nu er ekstremt cash flow positive fordi man ikke åbner nye centre her, man optimerer den eksisterende base.

IWG har bygget en platform der er 10x størrelsen af de nærmeste konkurrenter og stadig vokser hurtigere. Det gør det nærmest umuligt at konkurrere med. IWG kan bruge denne skalafordel til, at øge indtjeningen pr. center for både dem selv og ejerne, samt optimere deres egen kost-struktur mens de kan investere massivt i IT-udvikling.

Dette gør IWG i stand til, at vokse forretningen og øge deres cash flow samtidig med, at de konstant kan købe deres egne aktier billigt tilbage og dermed øge cash flow pr. aktie.

Et af de historiske problemer med IWG var, at de konstant lovede mere end de kunne holde. Så selvom de løbende havde momentum og fremdrift, endte de med ofte at underperforme de mål og forventninger de fortalte aktiemarkedet. Men i takt med, at de er overgået til Managed & Franchise (M&F) fokus og reduceret Capex markant, har det gjort forretningen nemmere at forudsige. Samtidig fik de en ny troværdig CFO i 2022, hvis mål var konstant at levere på de ting de lovede markedet.





2025 FULL YEAR RESULTS 16

What we set out for 2025

At our Full Year 2024 results, we set out clear guidance for 2025 which has been delivered

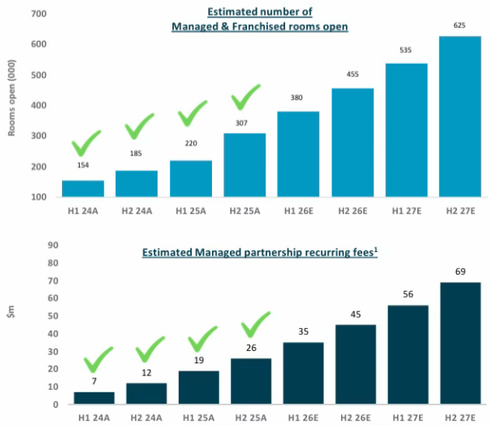
KPI	pre-IFRS 16[1]	US GAAP[2]	Result
Adjusted EBITDA	$585m - $625m	$525m - $565m	+6% to $531m
Cashflow from operations before corporate activities	"At least $140m"	"At least $140m"[3]	+60% to $162m
Net Debt	"Around $710m"	"Around $730m"	$715m
ND / EBITDA	Continuing to fall	Continuing to fall	1.45x to 1.35 x
Recurring management fees	$45m in 2025	$45m in 2025	+140% to $45m
Centre openings	Above 2024 levels	Above 2024 levels	+25% to 782
Centre signings	Above 2024 levels	Above 2024 levels	+26% to 1,132

2025 FULL YEAR RESULTS 20

1. Managed & Franchised

Very strong growth in recurring management fees

- Recurring management fees generated from Managed Partnerships expected to grow significantly due to the maturity curve of the existing open estate, the unopened pipeline and new locations yet to be signed
- Incremental investment in the division in 2025 led to an acceleration in the number of locations being signed and opened
- Recurring management fee income expected to be $80m in 2026, a four-fold increase vs the 2024 outturn
- Whilst forecasting has been accurate to date there may be some short-term variation to these estimates



Dette har de gjort igen i 2025, hvor de leverede på alle de mål de satte for året. Det er dette, som over tid gør at de vil vinde aktiemarkedets tillid og begynde at handle til helt andre multipler end de gør i dag.

Overgangen til M&F har som sagt også medført en mere forudsigelig forretning, som de kan forudsige frem i tid. I 2025 voksede de deres management fees med 137 %. For 2026 forventer de en fortsat vækst på næsten 100 %. Disse royalty/ management fees kommer med en EBIT-margin på ca. 70 %, hvilket vil betyde rigtig meget for en fortsat marginforøgelse.

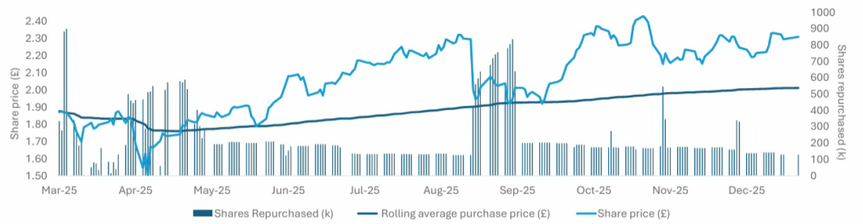
En anden fordel for IWG ved at have overgået til M&F fokus er at capex til at åbne nye centre er meget lille. Det gør selskabet FCF positivt og giver dermed mulighed for, at de kan købe egne aktier tilbage. Sidste år købte de ca. 5 % af alle udestående aktier tilbage.

De har mulighed for, at udnytte kortvarige svagheder i selskabets aktie til at købe deres egne aktier tilbage billigt, og dermed skabe yderligere kursværdi. Som man kan se af grafen var de primært aggressive købere af deres egen aktie i april under liberation day, samt i efteråret, hvor markedet reagerede negativt på deres H1 rapport.

Vi har set dem fortsætte deres tilbagekøb her i 2026, hvor de startede året forsigtigt, men hvor de her i marts virkelig er begyndt at købe aggressivt op i takt med at aktiekursen har været svag.

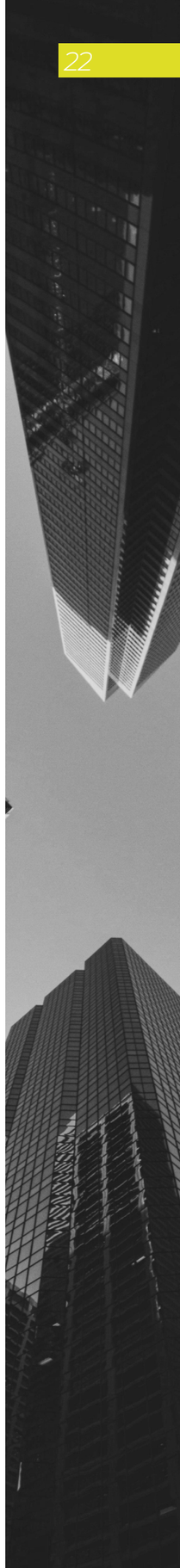
Significant returns to shareholders

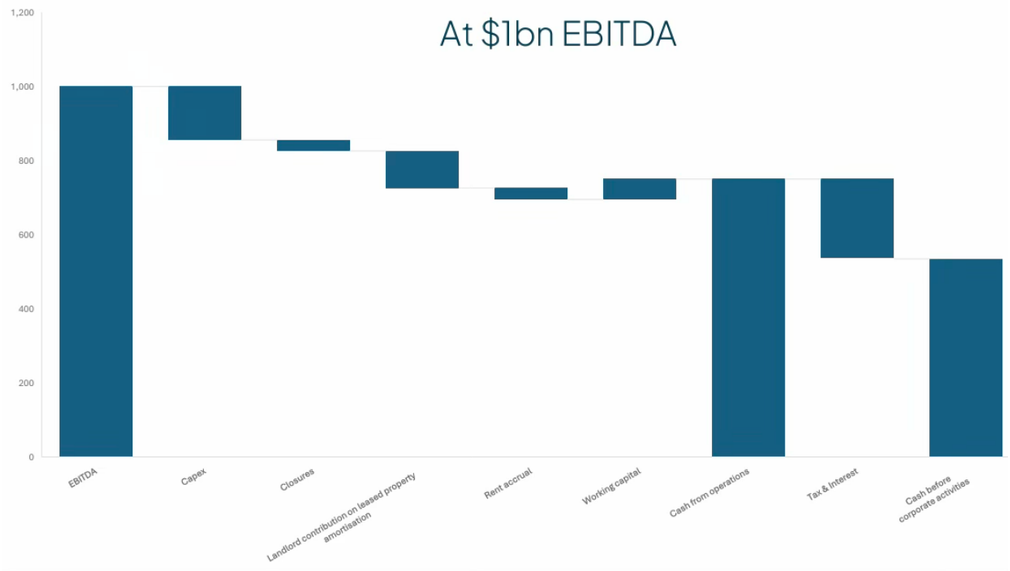
Fully executed $130m buyback programme augments healthy dividend



Programme details	
Target programme repurchase amount ($)	**$130,000,000**
Start date	4 March 2025
End date	29 December 2025

Programme performance	
Total Repurchase amount	**£97.6m / $130.0m** *(100% of the programme)*
Shares purchased[1]	48,512,425
Programme average purchase price[2]	**£2.0113**
Discount to share price as of 31st Dec	**13.1%**





Det store spørgsmål er selvfølgelig hvad IWG vil være værd på lang sigt?
Selskabet har en medium-term guidance på at ramme 1 milliard USD i EBITDA. De har ikke sat eksplicit årstal på, men baseret på vores estimater vil de ramme dette i 2030. De estimerer selv, at de vil have en FCF conversion på ca. 60 % heraf, dvs. levere ca. 600 millioner i frit cash flow på det tidspunkt.

Hvilken multipel skal aktien så handles til? Andre asset-light forretninger med pæn vækst og højt frit cash flow, som for eksempel hotel-operatører (Hilton, Marriot etc.) handles til 15-20x EBITDA og 25-30x FCF. Vi mener IWG bør have en lignende multiple, da de vil have højere vækst, være markedsledere i deres marked, samt have en mere forudsigelig forretning.
Men lad os til at starte med antage, at selskabet skal handles til 9x EBITDA og ca. 15x FCF. Det giver en markedsværdi på 9 milliarder USD i 2030 vs. ca. 2 mia. USD i dag.

Hvor mange aktier har de så udestående i 2030? Vi estimerer, at IWG over de næste 5 år (2026-2030) vil genere ca. 2 milliarder USD i frit cash flow. Samtidig har de planer om at fastholde en NIBD/EBITDA på ca. 1x, hvilket vil give yderligere 300 millioner fra ekstra gæld. Størstedelen af disse 2,3 milliarder vil over de næste 5 år blive brugt på at købe egne aktier tilbage.
Det svarer stort set til den nuværende markedsværdi af hele selskabet ved kurs 185p. Hvis vi antager at selskabet gennemsnitligt vil betale ca. 370p pr. aktie, vil de ende med at tilbagekøbe ca. halvdelen af deres udestående aktier inden 2030.

De 9.000 millioner USD / 500 millioner udestående aktier svarer til 18 USD pr. aktie eller ca. 1.350 GPX. Det svarer til en upside på over 500 % på 5 år eller ca. 45 % årligt afkast. Vi er ikke sikre på at de når deres targets, de kan både overgå dem eller skuffe på dem. Men margin of safety er ekstremt stor og selv, hvis de kun når halvdelen af det de tror (hvilket vi antager som meget forsigtigt) vil aktien stadig blive en fantastisk investering.

JDC Group

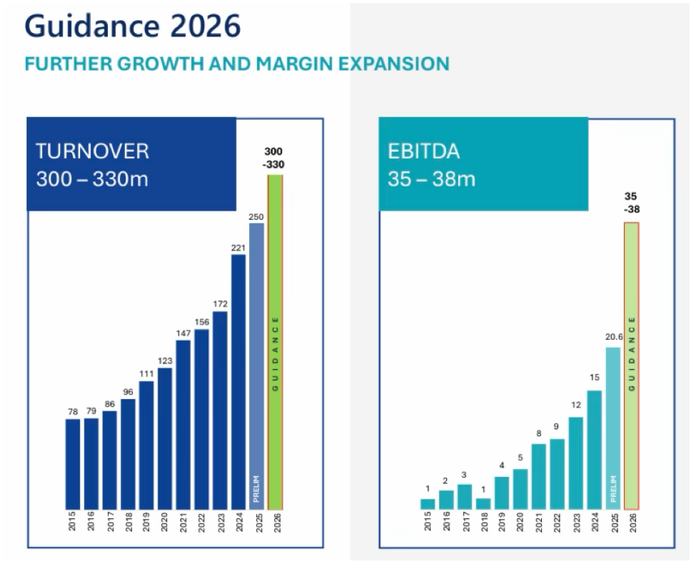
JDC Group er et ledende tysk Insurtech selskab. Man er den ledende platformsløsning indenfor digital håndtering af forsikringskontrakter, forsikringssalg/distribution og porteføljehåndtering. Vi ser JDC som en vinder i takt med at det tyske forsikringsmarked bliver mere og mere digitalt.

JDC Group er et andet af vores selskaber, som havde et super 2025. De voksede omsætningen med 13 % i forhold til 2024. EBITDA steg med 37 % (47 % justeret for engangsudgifter). Skalerbarheden i forretningen begynder at vise sig. Hvilket vi altid har sagt at den ville.

JDC fortsætter med at vokse i 2026. Guidance implicerer en vækst i omsætningen på 26 % og vækst i EBITDA på 77 % i forhold til 2025. JDC handles nu til under 10x EBITDA. Prissætningen af JDC er gået fra at være en vækstaktie til en billig value-aktie.

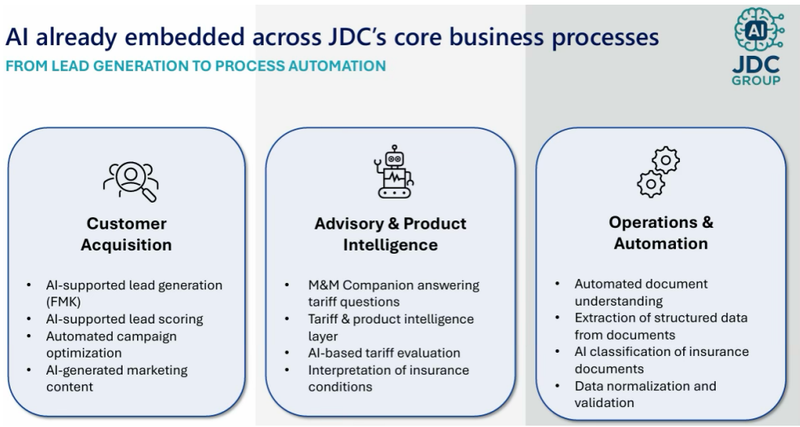
Selskabets ledelse syntes at være enig heri. De to stiftere har efter regnskabet købt aktier i det åbne marked for ca. 100.000 EUR hver.

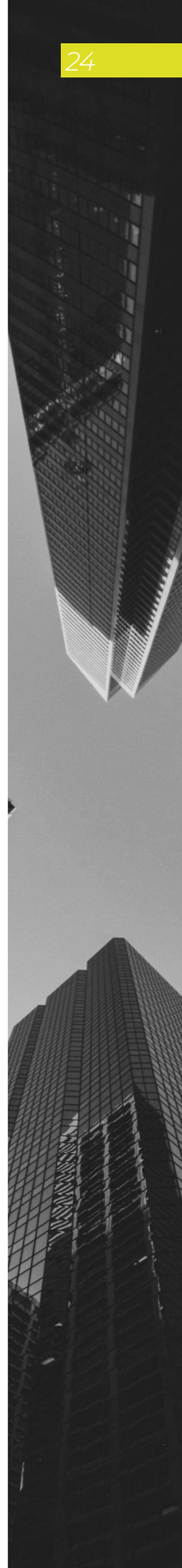
En af de væsentligste grunde til at JDC aktien har været svag i 2026 har været frygten for, at AI vil være en stor disruption for deres forretning. Vi ser dette lige modsat. Vi ser JDC som værende i pole-position til at udnytte AI til at styrke deres forretning og udbygge deres moat.



Den første frygt er, at al forsikring i fremtiden vil blive solgt via AI-agenter og de intermediaries der bruger JDC's platform derfor vil blive presset ud af markedet. Her er hvad ledelsen siger til dette:

> *"But for us, JDC it's very important that we don't care where the contracts come from. So, we're agnostic as to the sales channels. We're not only that's where we come from, from the broker side. But as you know, we expanded quite nicely into the banks and into the insurers trade agent networks that now start to use our platform. And even if it's AI agents, they do need a platform. They need transaction and they need data, and that's what we own already. And therefore, if anybody uses AI agents in the market in the future and regulation is approving, then the JDC platform is the #1 platform to turn to because there, you cannot only choose products, but you can transact these products and you find the data for these AI prompts and searches. So again, right, we think this will change. It will go in the direction of AI agents. We see how fast this goes and how thoroughly. But again, we don't really care whether products are sold via human agents or the agents that are artificial."*





Den anden væsentlige faktor er, at man har brug for de rette data for, at kunne bruge AI-agenter ordentligt. Alle de forsikringsdata der skal bruges. Både fra forsikringsselskaberne og fra de forsikrede er ikke offentligt tilgængelige data. JDC sidder her på en kæmpe kilde af vigtige data for at kunne målrettte AI-agenter.

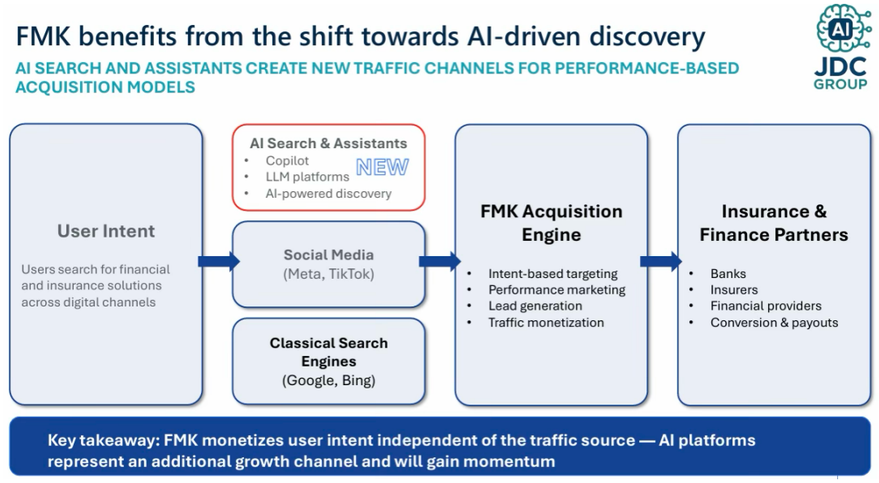
> *"And the GDPR, so that's the data protection, European data protection directives, as a result that other than in the stock market investment markets, data is not readily available. But to the contrary, it's securely stored into the insurance back-end systems or in the paperwork or the minds of the insured clients. So we do collect all these relevant data. We have -- as Ralph showed you, we are the #1 platform for the transfer of contracts. So we have the biggest data bank, not only for the actual contracts, but also the contracts of the historic development over the last 20 years. And this is important when you ask whether my contractor or whether an AI agent finds a better contract, I do need all these data of the old contracts. That means all the data available in the market and no other company has this information. So we are here in the pole position when it comes to data. And the second field is the transaction side, right? So whenever you talk about transactions in insurance financial products, you need the infrastructure. And we, at JDC, we're not a front office company with shiny, blinky websites, but we are a machine room with a huge back office and we access the insurers back and draw out the data or pull it out. And you need hundreds of APIs to these insurers to get all this data out of these insurers and then standardize it and also to fill in your front-office system. So we do deliver this for all kinds of intermediaries and also in the future for all the AI brokers that might come or not."*

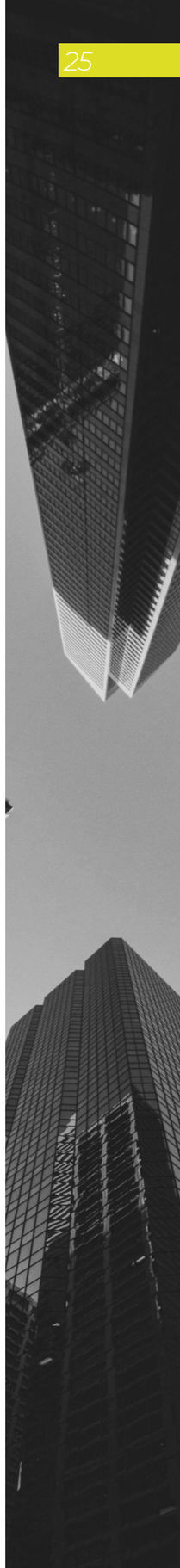
JDC formår at fungerer som den infrastruktur der binder tingene sammen i branchen og dermed kan høste fordele af AI:

> *"We, as a platform, we connect product suppliers and intermediaries. We have interfaces to all the product suppliers and the intermediaries. We deliver the Advisory IT, the processing infrastructure, we manage commission and billing, and we continuously, as Sebastian mentioned, update customer and contract data. And in our stage of the value chain, we think that AI is mostly impacting efficiency. We saw a lot of improvements, and we will see more improvements. We will be the, let's say, service and data hub and infrastructure for AI applications across the broker industry. So I think we will see a new business model, rather as customer of JDC than as a competitor."*

En anden grund til at markedet er nervøse omkring JDC, er på grund af deres seneste opkøb af FMK, som markedet nu er nervøst for vil blive disruptet af AI. Her er vi stadig lidt usikre. Vi kan se, at der kan være nogle kortsigtede issues via mindre google traffik osv. Omvendt er LLM også nogle af de mest spændende nye kanaler, at kunne bruge til markedsføring og lead generation. Her er hvad JDC management siger om det:

> *"Okay. Two more slides on FMK, because a lot of you asked what is the impact of all the AI development on the FMK business. Yes, what does FMK? We have users that are searching for products on classical search engine school being more now on social media, Meta, TikTok and what's new, they also want to have answers from the LLM models, Copilot, Gemini and the ones and FMK then. We target these customers. We do the performance marketing, we generate the leads and we monetize the traffic because we sell the leads to banks, insurers and so on and so on. So the question is, does AI influence the business model of FMK and if how is the influence? So -- and that's what we think we can tell you, similar to search engine providers, LLM providers have 2 models for monetizing the traffic. The first is subscription and the second is advertising. And since we know that the leading search engines like Google did not become successful as subscription models, it's not really surprising that free LLM models such as free ChatGPT are now starting to sell advertising. ChatGPT started in the U.S. 4 weeks ago. And that's what we expect it. It was one of our central investment thesis in the FMK transaction. Yes, and because we were involved here very early in user groups, we already knew at the time of our investment that advertising in LLM converts better than search engine advertising. We have some figures here. The click-through rates are 1.8x higher, conversion is higher from 1.5 to 2.4x. The consumer decides much faster and FMK internal number. The ROAS means return on advertising spend in AI is 5x higher compared to FMK's total ROAS. I have to put a disclaimer because these are very early figures. They need to be validated as the volume will increase in the future. But we can say today that AI advertising is another channel for FMK for lead generation and it definitely offers great opportunities."*





Key Takeaways

AI IS A MAJOR OPPORTUNITY FOR JDC — RATHER THAN A THREAT

DATA ADVANTAGE

- JDC as AI infrastructure layer
- Large insurance data hub
- Enables AI applications across broker ecosystem
- Data scale creates structural advantage for JDC

PLATFORM EFFICIENCY

- AI improving platform efficiency
- Automated document understanding
- Tariff & product intelligence layer
- Operational process automation
- Conversion uplift at FMK expected

FUTURE DISTRIBUTION MODEL

- AI-only for simple products
- AI-assisted brokers for complex products
- Human-in-the-loop (Hybrid) advisory model most likely

JDC in Pole Position for the Transition towards AI

AS WE AT JDC HAVE ALL WHAT IT TAKES

- AI is the biggest structural shift in insurance distribution since the introduction of comparison portals
- And represents one of the greatest growth opportunities in JDC's company history.
- The market will change. Together with Morgen & Morgen and FMK, JDC is in the pole position: **We own the data, the infrastructure, and the operational know-how to lead this transformation – and with FMK, we have the customer access.**

we are building now, STAY TUNED!

Hvis man ikke kender selskabet godt eller kun læser overskrifter, kan vi godt forstå hvorfor nogle personer er utrygge ved JDC's fremtid i en AI-verden. Fremtiden er altid usikker. Men tager man lige et skridt tilbage og ser på JDC, kan man se at det er et selskab der har leveret rekordregnskab i 2025 og guider for endnu en rekord i 2026. Herudover tror vi på, baseret på den viden vi har i dag, at selskabet kommer ud som en AI-vinder på lang sigt.

Det kan man nu købe til under 10x EBITDA.



symmetry

Investering i balance

aa@symmetry.dk

www.symmetry.dk