

Sendt den 27. november 2023

Fonden er i dag børsnoteret og du har nu mulighed for at blive medinvestor

Investeringsforeningen "PortfolioManager Panorama Invest KL" er børsnoteret pr. den 27. november 2023



PortfolioManager Panorama Invest KL bliver budt velkommen af Nasdaq på Times Square i New York

Tak for din interesse i Panorama Invest

Del 1 (praktisk information og korte budskaber):

- Børsnotering – sådan investerer du
- Hvordan porteføljen er sammensat fra start
- Kort om makroøkonomiske og politiske risici de kommende år
- Strategiens afkast
- Overvejelser inden du investerer

Del 2 (hvis du har lyst til flere detaljer):

- Introduktion til vores investering i BMW
- Introduktion til vores investering i SAP
- Introduktion til vores investering i Pandora
- Uddybning af makroøkonomiske og politiske risici

Del 1:

Børsnotering – sådan investerer du

Investeringsforeningen "PortfolioManager Panorama Invest KL" (herefter "Fonden") er nu børsnoteret og klar til handel på Nasdaq. Du kan investere ved at købe investeringsbeviser via din netbank. I enkelte banker kan der gå en dags tid, før de er klar. Du investerer på samme måde, som når du køber aktier eller beviser i andre investeringsforeninger.

Den letteste måde at købe beviser på - via din netbanks investeringsunivers - er ved at indtaste eller blot kopiere følgende ISIN/Fondskode:

DK0062612727

Derefter kontrolleres, at navnet er korrekt. Du kan også bede din bankrådgiver om hjælp ved at oplyse samme ISIN/Fondskode. Man kan investere for både små og store beløb.

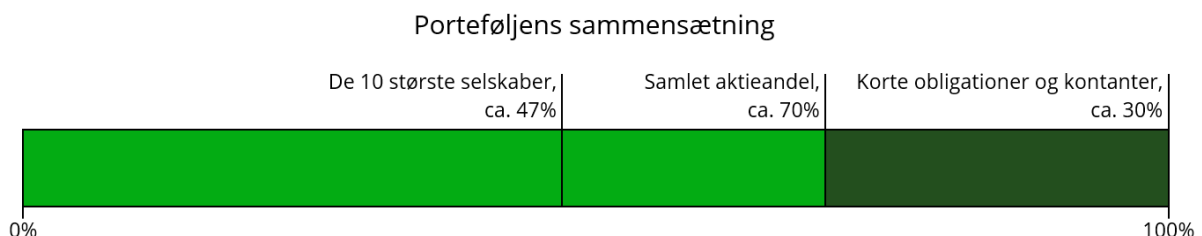
Særlige forhold:

- Nordea: Du kan pt. ikke finde Fonden i netbanken, men du kan gå via din bankrådgiver.
- Saxo Bank: Vi forventer at Fonden vil være på platformen i løbet af få dage.
- Nordnet: Fonden vil ikke være at finde på platformen foreløbig, men du kan investere via anden bankforbindelse.

Fonden venter nogle få dage efter den 27. november med at investere, sådan at vores medinvestorer har mulighed for at investere med os til emissionskursen, som er kurs 100,25.

Hvordan porteføljen er sammensat fra start

Porteføljen kommer fra start til at indeholde 25 nøje udvalgte undervurderede kvalitetsselskaber. Vi forventer et højt fremtidigt afkast af porteføljens investeringer. Den samlede aktieandel er fra start ca. 70 pct., og andelen af korte obligationer og kontanter vil være ca. 30 pct. Det er værd at bemærke, at aktieandelen på 70 pct. i risikoterminologi (beta) svarer til en aktieandel på ca. 85 pct.



Fonden kan have en aktieandel mellem 20 og 100 pct., og den nuværende aktieandel på ca. 70 pct. afspejler antallet af væsentligt undervurderede selskaber af tilstrækkelig kvalitet, vi kan finde, samt vores syn på makroøkonomiske muligheder og risici. Mere om makro senere i nyhedsbrevet.

Antallet af porteføljens selskaber opdelt på sektor og geografi:

	Danmark	Tyskland	Japan	USA	Frankrig	Holland	Spanien	Procent af porteføljens (ca.)
Diskretionært Forbrug	1	3	2	2				26%
Stabilt Forbrug						1		1%
Teknologi	1	2			1		1	11%
Kommunikation				1				2%
Finans		1			3	2		17%
Sundhed								
Industri		2						4%
Forsyning								
Energi								
Materialer	1			1				9%
Ejendomme								
Procent af porteføljens (ca.)	11%	27%	4%	9%	13%	5%	1%	70%

Porteføljen har de største koncentrationer af investeringer i Diskretionært Forbrug og Finans, og dette er et udtryk for, at vi ser de bedste investeringsmuligheder i netop disse sektorer.

Mange af vores selskaber har hovedsæde i Tyskland, men dette er blot et produkt af, hvor vi ser, at mulighederne er størst. De fleste af vores selskaber er store globale virksomheder, der har kunder, ansatte og omsætningskilder over hele verden.

I nyhedsbrevets anden del har du mulighed for at læse om tre af vores spændende selskaber - BMW, SAP og Pandora. Vi ønsker hermed at give dig indblik i, hvilke selskaber du som medinvestor i Panorama Invest bliver medejer af, samt at give et indblik i hvordan vi tænker investering i praksis.

Læs eventuelt mere om vores investeringsstrategi på hjemmesiden.

Kort om makroøkonomiske- og politiske risici de kommende år

Vi investerer med udgangspunkt i det enkelte selskab. Men som investorer med fokus på absolut langsigtet afkast er der store fordele i at have et godt indblik i væsentlige makroøkonomiske risici, idet især store recessioner typisk har stor betydning for mange virksomheders indtjening og for prisfastsættelse af aktier og andre risikofyldte aktiver. Dette uddyber vi i nyhedsbrevets anden del.

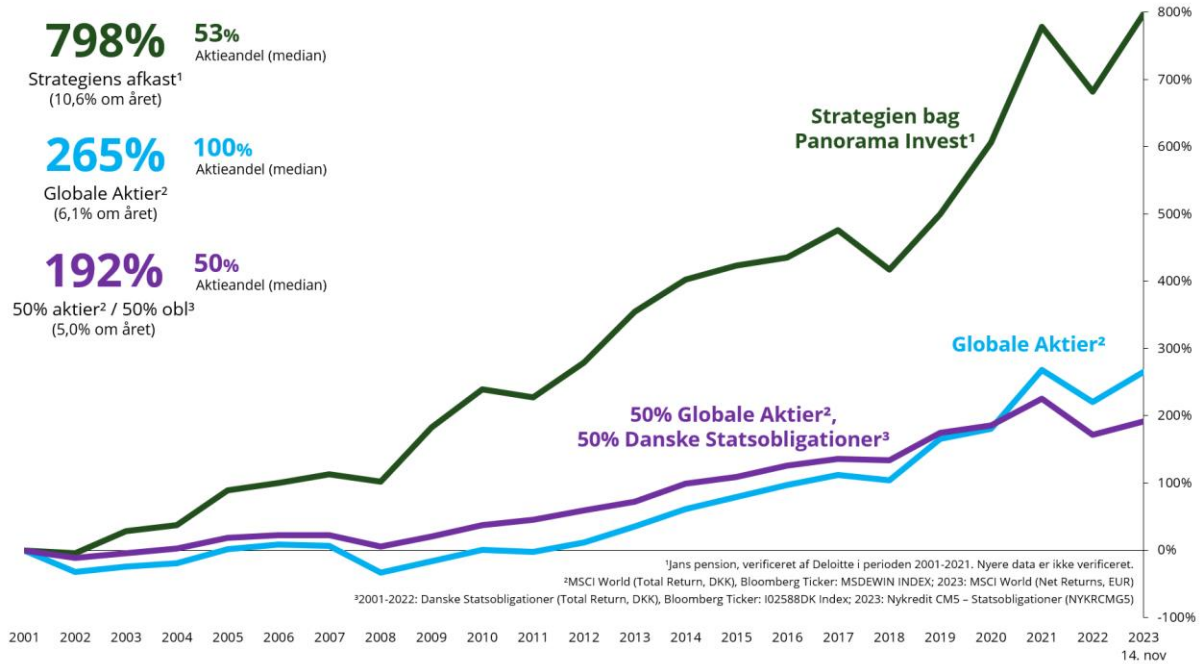
Globalt er risiciene betydelige, men vi forventer ikke en dyb recession som under Finanskrisen over de kommende år. Mindre recessioner er derimod ikke usandsynlige. Vi forventer en relativ lav gennemsnitlig økonomisk vækst i udviklede lande og en inflation over de nærmeste år, der mere sandsynligt ligger lidt over centralbankernes mål på 2 pct. i gennemsnit. Endelig forventer vi ikke, at renterne kommer tilbage nær niveauerne fra 2020 - 2021, men forbliver væsentligt højere.

I forhold til porteføljen forventer vi, at kombinationen af det skitserede scenarie og kvaliteten og undervurderingen af porteføljens selskaber vil være tilstrækkelig til at skabe attraktive afkast over de kommende år.

Strategiens afkast

Afkastet for indeværende år (til og med d. 14. november) for den tidligere portefølje har været tilfredsstillende med 14,8 pct., men fremover vil vi naturligvis rapportere Fondens afkast.

Strategiens afkast visualiseret:



Strategiens afkast i tabel:

	(31. dec – 14. nov) 2023	2022	Fra 31. december 2001 til 14. nov 2023		Aktieandel ⁴
			I alt	Annualiseret (CAGR)	
Strategien bag Panorama Invest ¹	+14,8 %	-11,0 %	+798 %	+10,6 %	53 %
50% Globale Aktier ² 50% Statsobligationer ³	+7,5 %	-16,5 %	+192 %	+5,0 %	50 %
Globale Aktier ²	+13,8 %	-12,8 %	+265 %	+6,1 %	100 %
Merafkast (vs. 50/50)	+7,3 %	+5,5 %	+606 %	+5,6 %	
Merafkast (vs. Globale Aktier)	+1,0 %	+1,8 %	+533 %	+4,5 %	

¹Jans pension, verificeret af Deloitte i perioden 2001-2021. Nyere data er ikke verificeret.

²MSCI World (Total Return, DKK), Bloomberg Ticker: MSDEWIN INDEX; 2023: MSCI World (Net Returns, EUR)

³2001-2022: Danske Statsobligationer (Total Return, DKK), Bloomberg Ticker: I02588DK Index; 2023: Nykredit CM5 – Statsobligationer (NYKRCMG5)

⁴Median aktieandel målt på ultimo værdier i perioden 2002-2023.

Overvejelser inden du investerer

Risiko

Vi er meget glade for, at du overvejer at investere sammen med os, men det er endnu vigtigere for os, at du bliver en glad og tilfreds medinvestor. Efter vores opfattelse bør investorer, når de investerer i aktier og aktiebaserede investeringsforeninger, generelt have en tidshorisont på 5 år samt forståelse for, at aktiemarkedet kan have store udsving.

Skat

Fonden er akkumulerende, dvs. udbytter udbetales ikke, men reinvesteres automatisk i Fonden. Afkast (gevinst/tab) opstår således ved kursændringer.

Vi rådgiver ikke om skatteforhold, så vi anbefaler, at skattemæssige spørgsmål afklares med revisor eller anden skatterådgiver. Vi giver nedenfor, i kort format, vores generelle forståelse af nuværende skatteregler ved investering i akkumulerende investeringsforeninger, herunder Panorama Invest.

Pensionsmidler	Fonden er meget velegnet. Beskattes årligt med 15,3 pct uagtet om gevinst er realiseret eller ej.
VSO-midler	Fonden er meget velegnet. Beskattes årligt som del af virksomhedens overskud.
A/S og ApS-midler	Fonden er meget velegnet. Beskattes årligt som del af selskabsindkomsten.
Aktiesparekonto	Ikke muligt at investere i Fonden, da obligationer kan indgå i porteføljen.
Frie midler	Fonden kan være velegnet, men det afhænger af flere individuelle forhold. Beskattes årligt som kapitalindkomst uagtet om gevinst/tab er realiseret eller ej. Kapitalindkomst beskattes som et samlet nettotal (nettokapitalindkomst). Renteudgifter fra f.eks. realkredit- og boliglån kan modregnes i f.eks. kursgevinster fra aktier.

Skat er naturligvis et vigtigt parameter i forbindelse med investeringer. Vi mener dog, alt andet lige, at det vigtigste er at have fokus på den rigtige investering.

I bunden af nyhedsbrevet, og på vores hjemmeside, kan du se link til det lovpligtige dokument "dokument om central information (PRIIP)."

Del 2:

Introduktion til vores investering i BMW



BMW's mission statement:

“To become the world's leading provider of premium products and premium services for individual mobility.”

BMW er en af markedslederne indenfor produktudvikling, design og produktion af premiumbiler og motorcykler af høj kvalitet. Herudover har BMW en finansdivision, som står for leasing og finansiering af selskabets biler. Motorcykelsegmentet fylder meget lidt i den samlede vurdering, så vi omtaler det ikke yderligere.

BMW beskæftiger ca. 150.000 medarbejdere globalt og omsatte i 2022 for 142 mia. EUR. Overskuddet ventes for 2023 at blive omkring 11,5 mia. EUR, og markedsværdien er ca. 60 mia. EUR.

BMW bliver af mange betragtet som “a drivers car”, velkørende, sportslig og af høj kvalitet. Vi mener, at BMW har været dygtige til at bibeholde dette sportslige “DNA” gennem den elektriske omstilling.

Selskabet blev grundlagt i 1916 som producent af flymotorer. I 1994 købte BMW Mini brandet, og i 1998 købte man Rolls Royce brandet. Fra år 2000 besluttede BMW kun at fokusere på premiumsegmentet, og netop denne beslutning er årsag til, at vi i dag er medejere af BMW. BMW introducerede sin første elbil i3 i 2013 (og sin første prototype i 1972).

Bilindustrien producerer årligt ca. 92 mio. biler, men industrien er ikke i sig selv en industri, vi er “forelskede” i. Der er dog stor forskel på årsagerne til købsbeslutning inden for de billigste biler og inden for premiumsegmentet. Lidt firkantet kan man sige, at pris og holdbarhed spiller den største rolle blandt billige biler, mens udseende, kvalitet, brandets signalværdi og begejstring spiller den største rolle i den helt dyre ende af skalaen. BMW spænder fra lidt over middel prissegment til det højeste segment med Rolls Royce.

Den skitserede forskel i kunders købsparametre giver, som vi ser det, BMW en vis grad af “pricing power”, lidt højere profitmarginer, højere afkast på den investerede kapital og lidt mindre konjunkturfølsom indtjening – og bedre relative kvalitetskarakteristika end industrien.

Forretningsmodel, konkurrencefordele, kapitalstruktur og kvalitet

BMW fokuserer på at bevare sin position som en af de førende inden for udvikling og produktion af biler og serviceydelser inden for premiumsegmentet. Selskabet har de senere år investeret tungt i forskning og udvikling, og i 2023 bruger BMW 7 mia. EUR på forskning og udvikling.

Store investeringer i forskning og udvikling har betydet, at BMW leverer elbiler af høj kvalitet, og selskabet oplever en årlig vækst i salget af rene elbiler på knap 100 pct. til ca. 15 pct. af totalt salg i 2023. Fra 2025 kommer BMW med helt nye elbiler, som de kalder Neuer Klasse, som bliver en stor opgradering på performance (kapacitet og ladetid) og underholdning. Selskabet er i dag også langt fremme med selvkørende biler.

BMW har en global tilstedeværelse, og omsætningen fordeler sig Europa 36 pct., USA 18 pct., Kina 32 pct. og resten af verden 14 pct. Den globale tilstedeværelse giver kritisk masse i forhold til udviklings- og produktionsomkostninger og mindre udsving i omsætning og pengestrømme.

Overskuddet fordeler sig med omkring 80 pct. for biler (og motorcykler) og omkring 20 pct. for finansdivisionen. Selskabets finansdivision er i sig selv profitabel med højt afkast på divisionens egenkapital, og den supporterer salget af premiumbiler gennem leasing, finansiering og forsikring.

Kapitalstruktur: Vores vurdering er, at BMW har en sund kapitalstruktur med en egenkapital på 91 mia. EUR ved udgangen af 2022, hvoraf produktionsanlæg (anlægsaktiver) udgjorde 32 mia. EUR. Regnskabet er specielt, da det bør ses som sammenlagte regnskaber for en bilproducent og en bank/finansdel. Dette betyder, at en række nøgletal og beregninger af nettogæld skal ses i dette lys. I årsregnskabet 2022 kan interesserede, fra side 153 til 158, se de enkelte segmenters resultat, balancer og egenkapital.

BMW's konkurrencefordele består af:

- BMW er et stærkt brand som er kendt for sportslighed, kvalitet og høj forbrugertilfredshed og Rolls Royce er det ultimative luksusbrand.
- Skalafordele i forhold til produktion af kvalitetsbiler og mulighed for deling af premiumteknologiske opfindelser og udviklingsomkostninger på tværs af modeller.

Andre store fordele:

- Et stærkt ledelsesteam og en strømlinet organisation med et klart DNA.
- Selskabet er langt fremme på elbiler og på selvkørende biler.
- Global tilstedeværelse, som til en vis grad udjævner udsving i omsætning og pengestrømme.
- Rimeligt loyale kunder.

Ledelse og strategi

Vi har et godt indtryk af BMW's ledelse. De tænker langsigtet, og der ser ud til at være et godt samarbejde mellem ledelsen og en aktiv bestyrelse. Selskabet er konservativt i dets udbytteudlodning (30-40 pct. payout ratio) og aktietilbagekøb, men det giver finansiell robusthed i omstillingen til elbiler. Ligeledes guider BMW også langsigtede profitmarginer på et niveau (8-10 pct.), som ikke indbyder til for meget konkurrence.

BMW har gennem mange år satsset på bæredygtighed og scorer 91 point ud af 100 på ESG (kilde: LSEG)

Vores forventninger til fremtidige pengestrømme i BMW

Der er mange ting som taler for stigende pengestrømme i BMW, men vi estimerer - konservativt – kun svagt stigende pengestrømme i vores værdiansættelsesmodeller. Følgende forhold kan dog tale for pænt stigende pengestrømme:

- Uafhængige researchhuse forudser en noget højere langsigtet vækst for premiumbiler i forhold til almindelige biler (f.eks. McKinsey).
- Voksende middelklasse globalt.
- Selvkørende biler – bliver markant produktivetsforøgende for erhvervsliv – og formentlig en mere oplagt ekstraudgift i premiumbiler.
- Geografisk ekspansion gennem højere markedsandele.
- Faldende investeringsniveau i kapitaludstyr og forskning og udvikling, når elektrisk omstilling er tilendebragt.

- Stærk kapitalstruktur kombineret med lav værdiansættelse kan med en vis sandsynlighed hæve de frie pengestrømme per aktie gennem aktietilbagekøb, men det kræver en aktiv beslutning fra BMW's ledelse.

Risici ved BMW som investering

Vi ser de største risici ved en investering i BMW som:

- Gensalgsværdier efter endt leasingperiode i forbindelse med en hurtig overgang til elbiler, dog har BMW historisk været meget dygtige til at begrænse tab til et minimum - også under kriser.
- Risiko for nedbrud af forsyningskæder som følge af krig eller andet.
- Den kinesiske økonomi, hvor BMW omsætter for 32 pct. Vi er skeptiske på den kinesiske økonomi og ser væsentlige risici, men der vil fortsat være en stor middelklasse, som BMW kan servicere. Vi tager højde for denne risiko gennem afkastkrav (cost of capital).
- For selskabets "entry level premium" ser vi en risiko for tab af markedsandele pga. større konkurrence fra Tesla og måske nogle af de kinesiske aktører. Men Tesla leverede kun i alt 67.000 model S og X i 2022 (Teslas topmodeller). Til sammenligning leverede BMW i 2022 mere end 750.000 topmodeller og 39.000 alene i den nye store SUV IX. I 2025 kommer BMW med Neuer Klasse.
- BMW er et cyklisk selskab, så en meget dyb recession vil være noget, vi holder øje med.

Vi følger naturligvis disse risici, men ingen er tæt på at "afspore" investeringstenen.

BMW som investering

I værdiansættelsen af BMW adskiller vi segmenterne bilproduktion og finans, hvorefter vi prisfastsætter dem enkeltvis. Vi modellerer vores forventninger til frie pengestrømme via omsætning, profitmargin, behov for geninvestering og skat – som vi altid gør. Da BMW er et cyklisk selskab med en kvalitet lidt over middel, arbejder vi med en højere tilbagediskonteringsrente/et højere afkastkrav som afspejler denne risiko.

De fremtidige forventede pengestrømme giver en forrentning af den investerede kapital, som væsentligt overstiger vores relativt høje afkastkrav til selskabet, selv i mindre gunstige langsigtede scenarier. Dermed ser vi et væsentligt stigningspotentiale for selskabet og konklusionen er, at BMW – for os – er et væsentligt undervurderet selskab af tilstrækkelig kvalitet.

En introduktion til vores investering i SAP



SAP's mission statement:

"SAP's purpose is to help the world run better and improve people's lives with sustainability at the core. Our promise is to innovate to help you run at your best."

SAP laver software til virksomheder og er mest kendt for sit ERP-system. Et ERP-system (Enterprise Resource Planning) er en softwareløsning, der integrerer alle afdelinger og funktioner i en virksomhed i et enkelt system. SAP specialiserer sig i software til store virksomheder, hvor kompleksiteten og behovene er størst. 350 af de 500 største virksomheder i verden er kunder af SAP.

Selskabet blev grundlagt i 1972 af 5 tyske entreprenører. De kom alle fra IBM og startede med en enkelt kunde, en håndfuld medarbejdere og en drøm om at revolutionere softwareindustrien. I dag, 50 år senere, har virksomheden over 400.000 kunder og 100.000 ansatte. De gør forretning i mere end 180 lande og har et netværk af ca. 24.000 partner-virksomheder som har gjort det til deres levebrød at specialisere sig i SAP-software. Selskabet annoncerede i 2010 deres første større cloudsatsning, og i 2012 blev deres nuværende flagskibsprodukt "S/4HANA" annonceret.

Forretningsmodel, konkurrencefordele og kvalitet

Forretningsmodellen går på at få foden ind ad døren hos så mange store virksomheder som muligt, ofte ved hjælp af SAP's kerneprodukt, ERP-systemet, og så sælge dem en række supplerende produkter og serviceydelser. De komplementerende softwareprodukter er f.eks. software til håndtering af virksomhedens forsyningskæde, HR, software til rejse- og udgiftsadministration, og en række industrispecifikke softwareprodukter. Alt SAP-software snakker sammen og giver derfor en masse synergieffekter til kunden. For hver krone, SAP sælger af deres ERP-system, er der mulighed for at sælge for tre kroner i ekstra software og serviceydelser.

SAP besidder en række konkurrencefordele, som vi mener gør det til et kvalitetsselskab fra allerøverste hylde:

- a) "High Switching Costs": Hvis en virksomhed først har implementeret SAP's software, så er det utrolig svært at skifte til et konkurrerende produkt. Dette skyldes bl.a.: 1) kunder videreudvikler SAP's software til deres specifikke behov, 2) en migration kan være risikabel og omfangsfuld og 3) SAP er ikke bare en virksomhed eller et program. Det er også en færdighed og for nogen sågar en karrierevej. Det er sjældent, at kunders SAP-eksperter er lige så kompetente i alternativer.
- b) Stordriftsfordele: 1) lave marginale omkostninger forbundet med software, 2) en større kundebase til at finansiere produktudvikling og 3) meget store mængder af data, der giver indsigt i kunders behov, og hvis værdi kun stiger i takt med, at AI-baserede produkter udvikles.

Et rigtig godt eksempel, der tydeliggør SAP's produktkvalitet og konkurrencefordele, er selskabets forhold til Microsoft. Microsoft er en af selskabets største konkurrenter, da der er stort overlap mellem deres softwareløsninger, og derudover er Microsoft verdens største softwarevirksomhed og markedsleder på hele kategorien Virksomhedssoftware. Det, der er bemærkelsesværdigt, er, at selv Microsoft har valgt at bruge SAP's ERP-system, og ikke deres eget. Det snakker virkelig til, hvor værdifuldt SAP's software er og til selskabets konkurrencefordele.

Ledelse, strategi og kapitalstruktur

Vi har et godt indtryk af SAP's ledelse og deres strategi for selskabet. Vi oplever, at ledelsen tænker og handler langsigtet gennem blandt andet at investere i at udbygge selskabets konkurrencefordel. Ledelsen forventer selv pæn vækst over de kommende år og stigende profitmarginer i takt med, at cloudmigrationen bliver fuldendt.

SAP har i dag en beskeden gæld i forhold til deres årlige pengestrømme, og sammen med selskabets relativt forudsigelige pengestrømme giver dette handlefrihed til kapitalallokering (investeringer, M&A, aktietilbagekøb og udbyttebetalinger)

SAP scorer meget højt på ESG (91 ud af 100) både absolut og relativt til deres industri (kilde: LSEG), hvilket resonerer godt med deres mission statement – "SAP's purpose is to help the world run better and improve people's lives with sustainability at the core. Our promise is to innovate to help you run at your best."

Vores forventninger til fremtidige pengestrømme i SAP

Vi mener, at SAP har gode muligheder for at vækste deres pengestrømme, og vi forventer bl.a., at de stigende pengestrømme understøttes af:

- a) Stigende profitmarginer og mere forudsigelig omsætning gennem transformation fra "on-premise", hvor software køres lokalt, til cloudbaseret software. For SAP betyder transformationen også nemmere adgang til at sælge og implementere ekstra-moduler og komplementerende software. For kunden betyder dette: Flexibilitet, skalerbarhed og omkostningseffektivitet.
- b) Stigende omsætning gennem øget efterspørgsel efter ERP-løsninger, der drives af øget behov for digitalisering. Uafhængige researchhuse forventer også væsentligt underliggende vækst.
- c) Gode muligheder for at tage markedsandele via markedslederskab med stærke produkttilbud og nye softwareløsninger. Markant øget efterspørgsel efter AI ventes også at øge efterspørgslen efter SAP's produkter, da AI er dybt afhængig af tilstrækkelige datamængder, og her står SAP et virkelig godt sted.

SAP som investering

I værdiansættelsen af SAP modellerer vi vores forventninger til frie pengestrømme via omsætning, profitmarginer og behov for geninvestering, som vi altid gør vha. vores discounted cash flow (DCF) modeller. Her ser vi væsentlig upside fra, hvad den nuværende aktiekurs afspejler, til vores estimat af selskabets værdi.

SAP er en af de relativt sjældne virksomheder, der både befinder sig i toppen af kvalitetsskalaen, og som kan købes til en attraktiv pris.

Introduktion til vores investering i Pandora



Pandoras mission statement:

Then and today – is to offer women across the world a universe of high quality, hand-finished, modern and genuine jewelry products at affordable prices, thereby inspiring women to express their individuality.

Pandora, grundlagt i 1982, er en dansk smykkevirksomhed, der specialiserer sig i fremstilling, design og salg af smykker. Selskabet er verdenskendt for sine ikoniske charms/armbånd, der giver kunderne mulighed for at personificere smykkerne med deres egne unikke kombinationer.

I år 2000 introducerede Pandora sit charms/armbåndskoncept, Moments, og denne platform er i dag selskabets vigtigste med 66 pct. af omsætningen.

Pandora opererer på verdensplan med tilstedeværelse i over 100 lande, med over 32.000 ansatte og et omfattende distributionsnetværk, der inkluderer både fysiske butikker og en stærk online tilstedeværelse. De største markeder er USA, Storbritannien og Italien, som udgør lidt over halvdelen af salget.

Smykkerne produceres på Pandora's to faciliteter i Thailand, der pumper mere end 100 millioner smykker ud om året, og et tredje på vej i Vietnam, der forventes at udvide produktionen med 60 millioner smykker om året.

Forretningsmodel, konkurrencefordele og kvalitet

I 2006 åbnede Pandora sin første konceptbutik. I dag er der over 2.500 konceptbutikker, hvor størstedelen kontrolleres og ejes af Pandora. I alt kommer ca. 72 pct. af omsætningen fra Pandora-ejede salgskanaler. Udover konceptbutikker sælger Pandora sine smykker via shop-in-shops, online og engros.

Billige produktionsomkostninger i Thailand og et kendt brand betyder, at Pandora er en meget profitabel forretning. I gennemsnit sælger Pandora sine smykker for lidt over fire gange så meget, som det koster at producere dem (76 pct. bruttomargin). Sammenligner man det tal med f.eks. Tiffany & Co. (inden de blev opkøbt af LVMH) eller Cartier-ejede Richemont, er tallene tættere på tre gange produktionsomkostning (65 pct. bruttomargin).

Pandora's meget høje profitabilitet skyldes bl.a. stordriftsfordele, deres effektive produktion i Thailand, et stærkt og velkendt brand, loyale kunder og en høj grad af kontrol over, hvor og hvordan smykkerne sælges.

Pandora's primære konkurrencefordele er:

- Et kendt brand
- Omkostningslederskab pga. produktionen i Thailand

Ledelse, strategi, aktiekursudvikling og kapitalallokering

Pandora ledes af CEO Alexander Lacik og CFO Anders Boyer. Vi har stor tillid til begge personer, til deres tidligere erfaringer og til ledelsens strategi for selskabet. Særligt sætter vi pris på, at de er datadrevne og metodiske i deres tilgang til strategi og til ændringer.

Ledelse og strategi for selskaber er altid meget vigtigt for os, og Pandoras historie er et eksempel på netop dette. Her er et ultrakort og ikke udtømmende overblik.

Perioden før den nuværende ledelse: I perioden efter Pandoras børsnotering i 2010 og indtil april 2019, hvor den nuværende ledelse tiltrådte, levede Pandora-aktien en omtumlet tilværelse (se aktiekursgraf nedenfor). Omsætning, indtjening og aktiekurs voksede markant op til 2016. Fra 2017 bøjede især profitabiliteten af og faldt frem mod 2019.

Pandoras aktiekurs



Source: LSEG Datastream

Dette var der mange årsager til, men måske kan man "noget firkantet" summe det op til, at selskabets tidligere ledelse ville lidt for meget på kort tid. Måske blev der introduceret for mange nye produkter med for få undersøgelser af, hvad der solgte. Måske blev der fokuseret for lidt på kronjuvelen, Moments. Måske lavede man opkøb af franchisebutikker lidt for brutalt til skade for motivationen hos franchisetagere, og måske var der for mange "discountkampagner", som fik forbrugere til at vente med køb til den næste kampagne.

Perioden under den nuværende ledelse: Efter sin tiltrædelse i april 2019, var strategien først at stabilisere selskabet gennem gradvis udfasning af for store discounts, fjerne en række produkter, som ikke solgte, lave store omkostningsbesparelser, som blev geninvesteret i blandt andet markant øget marketing, ved at satse på online salgskanalen og ved at gå tilbage til charms/armbånd. Den markant øgede marketingomkostning sænkede i første omgang profitmarginen. På længere sigt forventer vi at den øgede marketing vil understøtte omsætning og indtjening.

Ledelsens fase to er strategien, Phoenix, hvis mål er at vokse selskabets kernemarkeder samt at øge "brand desirability" og gøre Pandora til et rigtigt/bredere smykkebrand. Det er let at forstå motivationen for denne strategi, da charms/armbånd kun udgør 15-20 pct. af det samlede smykkemarked. Et af de nyeste tiltag er industrielt fremstillede diamanter, eller som Pandora siger "democratizing diamonds", som anvendes i flere smykke kategorier.

Hvis strategien med at gøre Pandora til et "rigtigt" smykkebrand for alvor lykkes, er der et massivt upside potentiale for selskabets aktiekurs, men det er også en vanskelig opgave, da Pandora i dag kun har en stor platform – Moments (armbånd). I vores værdiansættelsesmodeller tillægger vi kun en meget begrænset succes med den del af strategien - både for altid at være konservative, men også fordi, det er en svær opgave.

Kapitalallokering

Pandora har et meget højt afkast på den investerede kapital og en tilstrækkelig soliditet. Derfor kan selskabet konvertere en meget høj procentdel af overskuddet til frie pengestrømme. De frie pengestrømme bruges til udbytte og ikke mindst til aktietilbagekøb, hvilket er værdiskabende for aktionærer, så længe aktiekursen er væsentligt undervurderet.

Selskabet investerer også i nye butikker på de bedste lokationer efter nøje analyser af mange forskellige områder globalt, og den initiale investering i butiksindretning er hurtigt tjent hjem, hvorefter forretningen bidrager til omsætning og indtjening. Samtidig overtager selskabet jævnlige udvalgte butikker fra franchisetagere, når mulighederne er attraktive.

Største risici

- I modsætning til mange mere etablerede smykke-selskaber har Pandora primært en smykkeplatform (Moments). Dette er en risiko, men samtidig en mulighed – jf. tidligere argumenter.
- Pandora er følsom over for uro og store valutakurstigninger i Thailand.
- Hvis sølvprisen stiger markant, kan det have stor betydning for salgspriser og måske profitmarginen, men i forhold til de andre virksomheder i branchen er de muligvis bedre stillet, idet råvarepriser fylder en meget lille del af smykkets salgspris.
- Pandora er et cyklisk selskab, som henvender sig til middelklassen. En dyb recession vil sandsynligvis betyde en væsentlig salgsnedgang, men selskabet kan tåle en stor salgsnedgang pga. deres høje profitabilitet.

Pandora som investering

I værdiansættelsen af Pandora tager vi udgangspunkt i et forsigtigt/konservativt scenarie for omsætning, profitmargin og ser svagt stigende frie pengestrømme. Vi indregner som nævnt ikke, på nuværende tidspunkt, at Pandora for alvor får succes som bredt smykke-selskab.

De fremtidige forventede pengestrømme giver en forrentning af den investerede kapital, som i nogen grad overstiger vores relativt høje afkastkrav til selskabet, og vi ser dermed Pandora som undervurderet. Når det er sagt, er Pandora ikke længere meget asymmetrisk prisfastsat i forhold til usikkerheden på prisfastsættelsen, hvilket afspejles i, at vi har reduceret selskabets vægtning i Fondens portefølje. I forhold til vores forklaring af strategien på hjemmesiden er denne gevinst nu geninvesteret i nye væsentligt undervurderede selskaber af tilstrækkelig kvalitet.

Uddybning af makroøkonomiske og politiske risici

Generelt om vores fokus på væsentlige makroøkonomiske risici og deres betydning for pengestrømme og prisfastsættelse

Som investorer med fokus på absolut langsigtet afkast interesserer vi os for væsentlige makroøkonomiske og finansielle risici og ubalancer. Især store recessioner har stor betydning for arbejdsløsheden, for efterspørgslen og på risikovilligheden i befolkningerne.

En stor andel af virksomheders indtjening vil falde under en større recession samtidig med, at også prisfastsættelse af aktier og risikofyldte aktiver normalt vil falde som følge af risikoaversion. Cykliske selskaber af lav kvalitet, med store driftsmæssige og finansielle gearinger, vil normalt falde mest. Selskaber af høj kvalitet vil almindeligvis også falde, da investorens krav til fremtidigt afkast stiger pga. den øgede risiko, og fordi alternative investeringer af lavere kvalitet nu tilbyder et meget højt relativt afkast.

Særlig er kombinationen af en dyb recession og/eller et for højt prisfastsat aktiemarked en farlig cocktail, og netop disse to forhold har vi størst fokus på inden for makroøkonomi og finansielle ubalancer. Derudover bruger vi vores økonomiske og politiske vurderinger som støtte til investerings- og risikostyring.

Konklusion for porteføljen om strukturelle økonomiske, politiske og finansielle risici

Hvis vi starter med konklusionen for porteføljen, så ser vi fortsat store makroøkonomiske og politiske risici, men de risici mere end opvejes af kvaliteten og attraktiv prisfastsættelse af porteføljens investeringer.

Usikkerheden er betydelig, men vi forventer ikke en dyb recession som under Finanskrisen og Corona-epidemien, dog er mindre recessioner sandsynlige indenfor de nærmeste år. Inflationen over de nærmeste år ligger mere sandsynligt over centralbankernes mål om 2 pct. end under. Endelig forventer vi ikke, at renterne kommer tilbage nær niveauerne fra 2020 - 2021, men forbliver væsentligt højere.

I forhold til porteføljen forventer vi, at kombinationen af det skitserede scenarie, kvaliteten og undervurderingen af porteføljens selskaber vil være tilstrækkelig til at skabe attraktive afkast over de kommende år.

Store strukturelle risici som, for os, er relevante på længere sigt (2-10 års sigt)

Selvom vi ikke forventer større recessioner, er her eksempler på nogle af de store økonomiske, politiske og finansielle risici, vi følger.

- Krigen i især Ukraine, men også i Israel.
- Kina og Ruslands alliance og "territoriale ambitioner".
- Det amerikanske demokrati.
- Risikoen for fortsat inflation og efterfølgende store rentestigninger.
- Kinesisk økonomi.
- Kombinationen af ubalancer i amerikansk økonomi.

Vi berører kort de enkelte punkter under de afsnit, hvor de naturligt hører til.

Amerikansk økonomi

Amerikansk økonomi er meget vigtig for verdensøkonomien, og i vores hovedscenarie vil den gennemsnitlige vækst over de nærmeste år være lav, og vi udelukker ikke mindre recessioner.

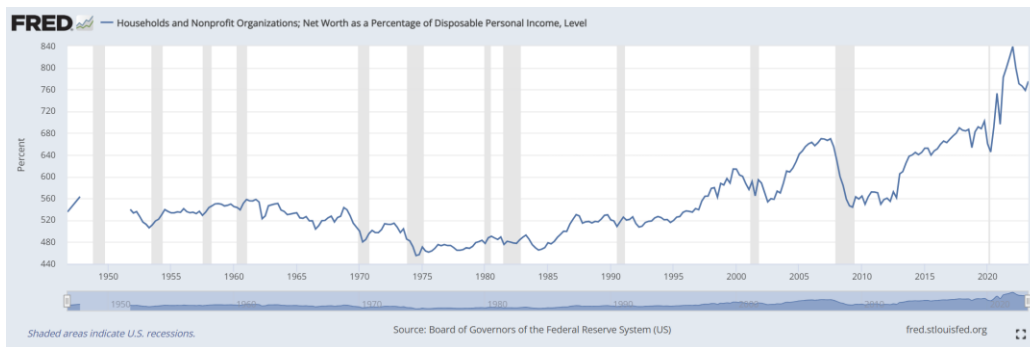
Den amerikanske centralbank har hævet renterne markant over de seneste mange måneder, men økonomien klarer sig fortsat godt. I det følgende skriver vi kort – og ikke udtømmende – om nogle af de positive og mindre positive forhold, vi ser i amerikansk økonomi.

På den positive side står amerikansk økonomi i en situation, hvor arbejdsløsheden er rekordlav.

Formuerne befinder sig på et højt niveau relativt til amerikanernes disponible løn, og lønstigninger har afbødet størstedelen af inflationsstigningen. Mange amerikanske boligejere har været i stand til at refinansiere deres boliglån til meget favorable renter, mens renten var lav. Efter massive renteforhøjelser har en stor del af de mere velhavende amerikanske borgere og virksomheder nu mulighed for at få forrentet deres likvide formuer langt højere. Deres aktiebeholdninger er steget i værdi, og deres boliger er ligeledes steget. Grafen viser, at den gennemsnitlige husholdnings nettoformue (efter at gæld er fratrukket) er på godt 760 pct. af deres disponible indkomst. Dette er tæt på historisk højt.

PANORAMA

INVEST



Alt dette er positivt for udsigterne for det amerikanske forbrug, som udgør 68 pct. af den samlede amerikanske økonomi. En risiko er at aktie- og/eller boligmarkedet falder markant, hvilket sandsynligvis vil skabe en recession gennem sammenhængen mellem formuestørrelse og opsparingskvote.

På den mindre positive side står, at mennesker og virksomheder med nettogæld og beskedne formuer nu har langt højere finansieringsrenter end før rentestigningerne, og kreditvilkår strammes op.

Økonomisk vækst kræver en kombination af ledige ressourcer og/eller produktivitetstigninger, og ingen af disse forhold er til stede i nævneværdig grad. Risikoen er derfor, at økonomien overopheder, og at inflationen, via høje lønstigningstakter og varepriser, forbliver for høj eller stiger yderligere. Hvis dette sker, vil vi forvente, at centralbanken på et tidspunkt sætter renten så højt, at arbejdsløsheden stiger nok til, at inflationen falder.

Rentestigningerne har vist, at en del mellemstore banker i USA har haft alt for meget renterisiko på deres balancer. Flere banker har af den årsag mistet en stor del af deres egenkapital, hvorefter de er blevet overtaget af mere robuste banker. En sammenlignelig problemstilling gælder centralbanken/den amerikanske stat selv, da centralbanken har opkøbt store obligationsbeholdninger på balancen (Quantitative easing), da man mente at inflationen var faretruende lav. Samtidig har man en relativt kort gennemsnitlig løbetid på statsgælden, som løbende skal refinansieres til en højere rente. Denne rentefølsomhed kan muligvis på kort sigt holde centralbanken tilbage fra at stramme pengepolitikken yderligere.

På den mindre positive side står også, at USA har et stort strukturelt budgetunderskud og efterhånden en relativt høj samlet gæld. Den højere rente gør denne problemstilling endnu værre. Højt strukturelt budgetunderskud er vanskelige at gøre noget ved under en recession, da økonomien her har brug for finanspolitisk støtte – ikke det modsatte. Hvis den økonomiske vækst er lav, og hvis der opstår vilje til det, kan noget af ubalancen formentlig reduceres inden for nogle år.

Sidst, men ikke mindst, står splittelsen i det amerikanske samfund og situationen i det amerikanske demokrati. For os er dette en stor risiko, som er svær at kvantificere, men vi følger det tæt.

Det amerikanske aktiemarked: Vi forventer et beskedent 10-årigt gennemsnitligt afkast af det amerikanske aktiemarked, da det for os ser højt prisfastsat ud. Det betyder ikke, at det ikke kan stige markant mere, blot at vi forventer et relativt lavt gennemsnitligt afkast over de næste 10 år.

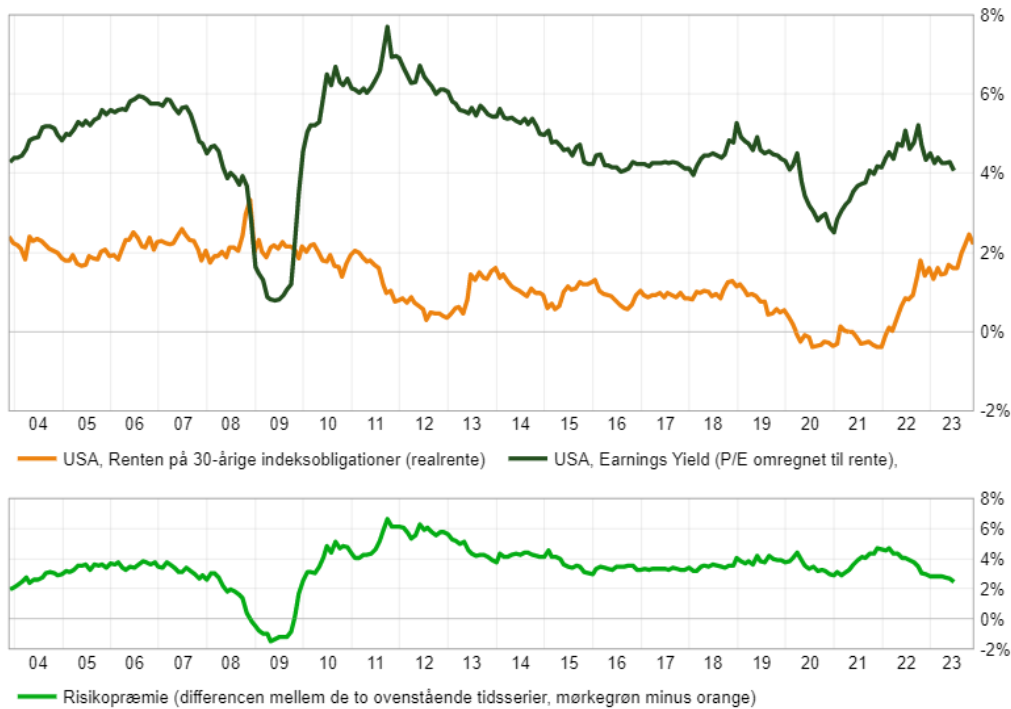
Det amerikanske aktiemarked fylder ca. 70 pct. af det globale aktiemarked MSCI World, så indekset er veldiversificeret på antal selskaber, men knapt så meget på landeeksponering.

PANORAMA

INVEST

På grafen nedenfor ses, at risikopræmien på amerikanske aktier - målt som "earnings yield" (P/E udtrykt som rente) minus renten på 30-årige indeksobligationer - er indsnævret betragteligt over det seneste år.

Amerikanske aktier - risikopræmie



Source: LSEG Datastream

I modsætning til almindelige obligationer kan en stor del af selskaber over tid "vælde" prisstigninger oven i deres salgspriser; genetablere deres profitmarginer og dermed få et højere overskud, som kompenserer for inflationen. Som investor i indeksobligationer bliver man også kompenseret for inflation, og derfor bruger vi primært indeksobligationer, når vi ser på renteforskellen mellem aktieafkast og obligationsafkast.

Billedet af et højt prisfestsat marked forstærkes, når vi ser på, hvor meget profitter fylder af den samlede økonomi i forhold til det langsigtede gennemsnit.

Amerikanske selskabers profitter efter skat som andel af BNP



Figuren viser amerikanske selskabers profitter relativt til det samlede BNP over en lang årrække, og det fremgår at selskabers profitandel ligger højt i forhold til det langsigtede gennemsnit. Det stramme arbejdsmarked giver lønmodtagere større forhandlingskraft og er en risiko i forhold til, at arbejdstager får en større bid af den samlede indkomst på bekostning af virksomhedsprofitter.

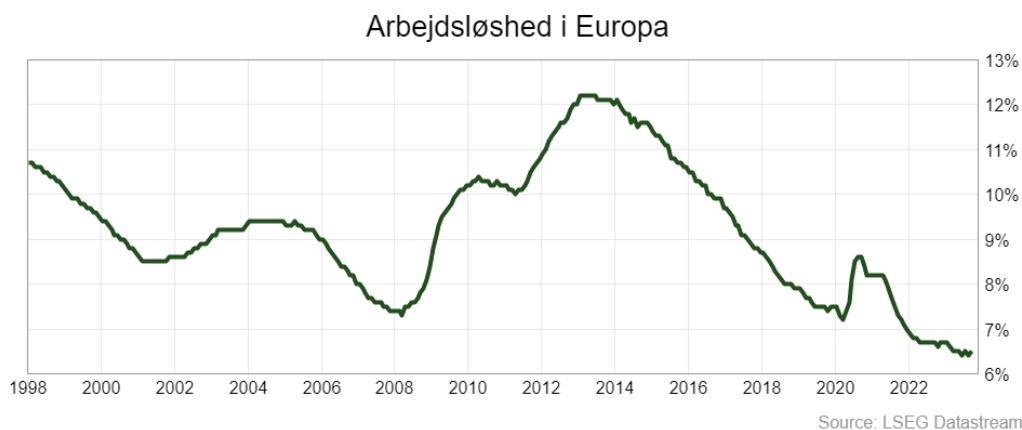
Endelig ser vi en potentiel udfordring med aktivkvaliteten, hvor goodwill fylder en del i virksomheders kapital. Dette er ikke et problem hvis selskabskvaliteten er tårnhøj og gælden lille i forhold til niveauet af frie pengestrømme. Hvis det modsatte derimod er tilfældet og profitmarginen bliver presset af en dårligere økonomi, rentestigninger eller lønstigninger, er risikoen højere for, at det kan betyde udvanding af eksisterende investorer gennem udstedelse af ny kapital eller konkurs. Når krisen kradsler, er der stor forskel på aktivkvaliteten på likvider midler og på goodwill.

Europæisk økonomi

I vores mest sandsynlige scenarie vil den gennemsnitlige vækst i europæisk økonomi over de nærmeste år være lav – og vi udelukker ikke mindre recessioner.

Europæiske økonomier har været udsat for mange prøvelser siden euroens indførelse: Finanskrisen 2008, gældskrisen 2012 (Portugal, Italien, Irland, Grækenland og Spanien), Coronakrisen i 2020 og krig i Ukraine kombineret med energikrisen i 2021.

Trods de mange prøvelser er Europa, efter vores opfattelse, blevet stærkere for hver gang og står i dag et godt sted. Samtidig er arbejdsløsheden faldet til det laveste niveau i mange årtier – jævnfør figuren nedenfor.



Der er dog stadig mange udfordringer pga. flygtningekrise, energifafhængighed, grøn omstilling, for store budgetunderskud i visse lande, større afhængighed af Kina og på længere sigt pensionsforpligtelser. I vores optik er de samlede strukturelle risici dog mindre end i USA og de europæiske demokratier er stærkere i gennemsnit.

Kinesisk økonomi

Vi forventer lav gennemsnitlig vækst og store udfordringer for kinesisk økonomi over de næste 10 år. Efter vores mening har kinesisk økonomi en række store ubalancer, som hver især giver store problemer, og samlet set er de en stor risiko for Kina. Følgende punkter er vores forståelse og vurdering af nogle af de større problemer.

- Demografi – den kinesiske arbejdsstyrke falder markant.
- Samlet gæld er høj i forhold til økonomiens udviklingstrin.
- Boligmarkedet: Et meget højt prisfaste boligmarked i forhold til lønninger, en del af mange byers budgetter har været finansieret af salg af grunde til boliger; bolig-entreprenørvirksomheder kolliderer under gæld og mange boliger står ufærdige hen.
- Kinas investeringer er store i forhold til økonomien, og nye investeringer med tilfredsstillende afkast kan være en stor udfordring at finde. Hvis investeringsniveauet falder, falder væksten alt andet lige også.
- Politik: Kinas støtte til- og alliance med Putin; Kinas egne militære "ambitioner" i Taiwan og i det sydkinesiske hav; statslig indblanding og kontrol med vestlige virksomheder; problemer med at overholde patentrettigheder; statsstøtte som beskyldes for at overtræde handelsaftaler etc.

Vi vurderer, at disse problemer har en størrelse, som er vanskelig at håndtere, og at Kinas politik vil betyde, at en stor andel af virksomheder og lande over tid vil nedbringe deres afhængighed af Kina. På et til ti års sigt ser vi Kina som en risiko i forhold til: Globale forsyningskæder; krig; global vækst etc. – men vi håber, at vi er for pessimistiske.

Vi forventer ikke et kollaps i kinesisk økonomi, og vi afskriver ikke virksomheder med eksponering til Kina, men vi kræver højere risikopræmier for at være involverede.

Opsummering

Vi overvåger naturligvis løbende vores investeringstaser for selskaber samt makroøkonomiske forhold, således at vi til enhver tid har en portefølje, som, efter vores vurdering, giver et højt langsigtet afkast. De makroøkonomiske og ikke mindst politiske risici er betydelige, men risiciene mere end opvejes af kvaliteten og attraktiv prisfastsættelse af porteføljens investeringer.

Mange tak til alle jer, der har tilkendegivet, at I ønsker at investere sammen med os samt til alle jer, der har skrevet jer op til vores nyhedsbrev. Det er vi glade for. Da dette er vores første "rigtige" nyhedsbrev, vil vi sætte stor pris på feedback, så vi kan gøre vores nyhedsbreve endnu bedre.

De bedste hilsner

Panorama Invest
Anders, Henrik og Jan

Links til:

- [Hjemmesidens forside](#)
- [Investeringsfilosofi og strategi](#)
- [Dokument of central information \(PRIIP\)](#)
- [Ansvarsfraskrivelse og andre lovpligtige dokumenter](#)

Ansvarsfraskrivelse

Panorama Invest yder investeringsrådgivning til PortfolioManager Panorama Invest KL, men kommer ikke til at yde investeringsrådgivning overfor private. Vi udtaler os alene som rådgivere for den kommende fond. Læs venligst vores ansvarsfraskrivelse for flere oplysninger herom.

Dette nyhedsbrev er udarbejdet af Panorama Invest ApS og er kun beregnet til informationsformål. Vi ønsker at gøre vores læsere opmærksomme på følgende:

1. **Ingen investeringsrådgivning:** Dette nyhedsbrev udgør ikke, og bør ikke tolkes som, investeringsrådgivning. Vi opfordrer læserne til at konsultere en professionel finansiell rådgiver, inden de træffer beslutninger vedrørende investeringer.
2. **Ingen opfordring til køb eller salg:** Informationerne præsenteret i dette nyhedsbrev udgør ikke en opfordring eller anbefaling til at købe eller sælge værdipapirer, aktier eller andre finansielle instrumenter.
3. **Risici ved investering:** Investeringer indebærer risici, og tidligere resultater garanterer ikke fremtidige resultater. Læserne opfordres til at foretage deres egen grundige research og overveje deres risikotolerance, før de træffer investeringsbeslutninger.
4. **Genovervejelse af information:** Finansielle forhold og markedsvilkår ændrer sig løbende. Informationen i dette nyhedsbrev kan være underlagt ændringer uden varsel. Vi påtager os intet ansvar for unøjagtigheder eller ufuldstændigheder i de præsenterede oplysninger.

Ved at læse dette nyhedsbrev accepterer læseren ansvar for sine egne investeringsbeslutninger og forstår, at Panorama Invest ApS ikke er ansvarlig for eventuelle tab eller skader, der måtte opstå som følge af brugen af informationen heri.

Vi opfordrer alle læsere til at være opmærksomme på de finansielle risici og konsultere professionelle rådgivere, inden de træffer investeringsbeslutninger.