

Sendt den 6. februar 2024

Undervurdering er vigtig for det langsigtede afkast

Først og fremmest mange tak til alle jer, som har valgt at vise os tillid ved at investere sammen med os. Det sætter vi meget stor pris på. Fondens aktiver udgør nu allerede ca. 80 mio. kr. og har siden start 1. december 2023 givet et afkast på godt 3 pct.

I dette nyhedsbrev er det vores mål at forklare effekten af undervurdering - som er en vigtig del af vores investeringsstrategi - og hvordan den bidrager til vores mål om et "højt langsigtet afkast og en god langsigtet kapitalbeskyttelse". Vi viser, at dette ikke altid er tilfældet med en indeksinvestering (selv over mange år).



Vi er begejstrede for porteføljens selskaber og glæder os til at se vores fælles investeringer indfri deres potentiale over tid. Porteføljens selskaber er fortsat, som vi ser det, mere end 40 pct. undervurderede i forhold til deres fundamentale værdi. Med dette nyhedsbrev håber vi at kunne forklare, hvorfor væsentlig undervurdering er vigtig.

Vi skrev for nylig om porteføljens indhold, tre af vores selskaber og vores syn på global økonomi, så det kommer vi ikke ind på i dette nyhedsbrev. I stedet henviser vi nye læsere med interesse for emnerne til [det seneste nyhedsbrev](#).

Undervurderingseffekten har været den vigtigste afkastdeterminant bag strategiens historiske performance

Generelt om aktieinvestering

For at investere i aktier mener vi, at man skal have en solidt begrundet forventning om et væsentligt højere langsigtet afkast i forhold til en investering i obligationer med langt lavere risiko.

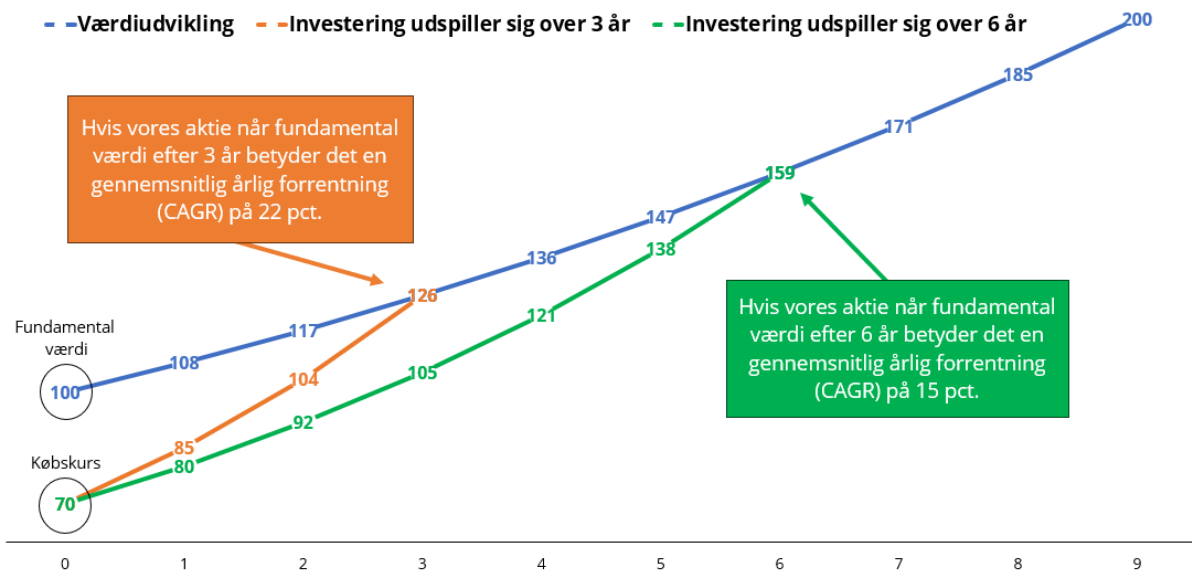
Et absolut minimum bør være, at man som investor kræver en årlig forrentning på 7-8 pct. plus et risikotillæg, hvis selskabet er mere risikofyldt end gennemsnittet.

Først når selskabets estimerede fremtidige forrentning væsentligt overstiger ovennævnte minimumsafkastkrav, er der tale om undervurdering. Denne undervurdering kan udtrykkes som en årlig forrentning eller som en undervurdering udtrykt som kursværdi.

Eksempel på hvad undervurdering betyder

I det følgende viser vi eksempler, hvor undervurdering og overvurdering angives som kursværdier. For at gøre eksemplerne lettere at overskue, antager vi, at selskabet ikke returnerer kapital til investorer, før aktiekursen rammer fundamental værdi. Derudover antager vi, at selskabets underliggende værdi følger en fast forrentning.

I eksemplet har selskabet en fundamental værdi på kr. 100 per aktie, og er værdifastsat, så det svarer til en langsigtet forrentning på 8 pct. årligt, hvilket figuren viser (den blå linje).



I eksemplet køber vi aktien til kurs 70, og vi ved ikke, hvornår selskabet igen når fundamental værdi (som hvert år stiger 8 pct.).

Vi ved dog, at hvis selskabet når vores estimat af fundamental værdi efter henholdsvis 3 eller 6 år, ser vores årlige forrentning ud som vist ved den orange linje (22 pct. årligt) og den grønne linje (15 pct. årligt).

Et selskab bør ikke være undervurderet i f.eks. 10 år, da ledelsen - i et af vores selskaber af tilstrækkelig kvalitet - vil kunne bruge de løbende pengestrømme til at opkøbe selskabets aktier. Herved får de tilbageværende aktionærer en større ejerandel og dermed også en større del af selskabets pengestrømme (udbytter mv.).

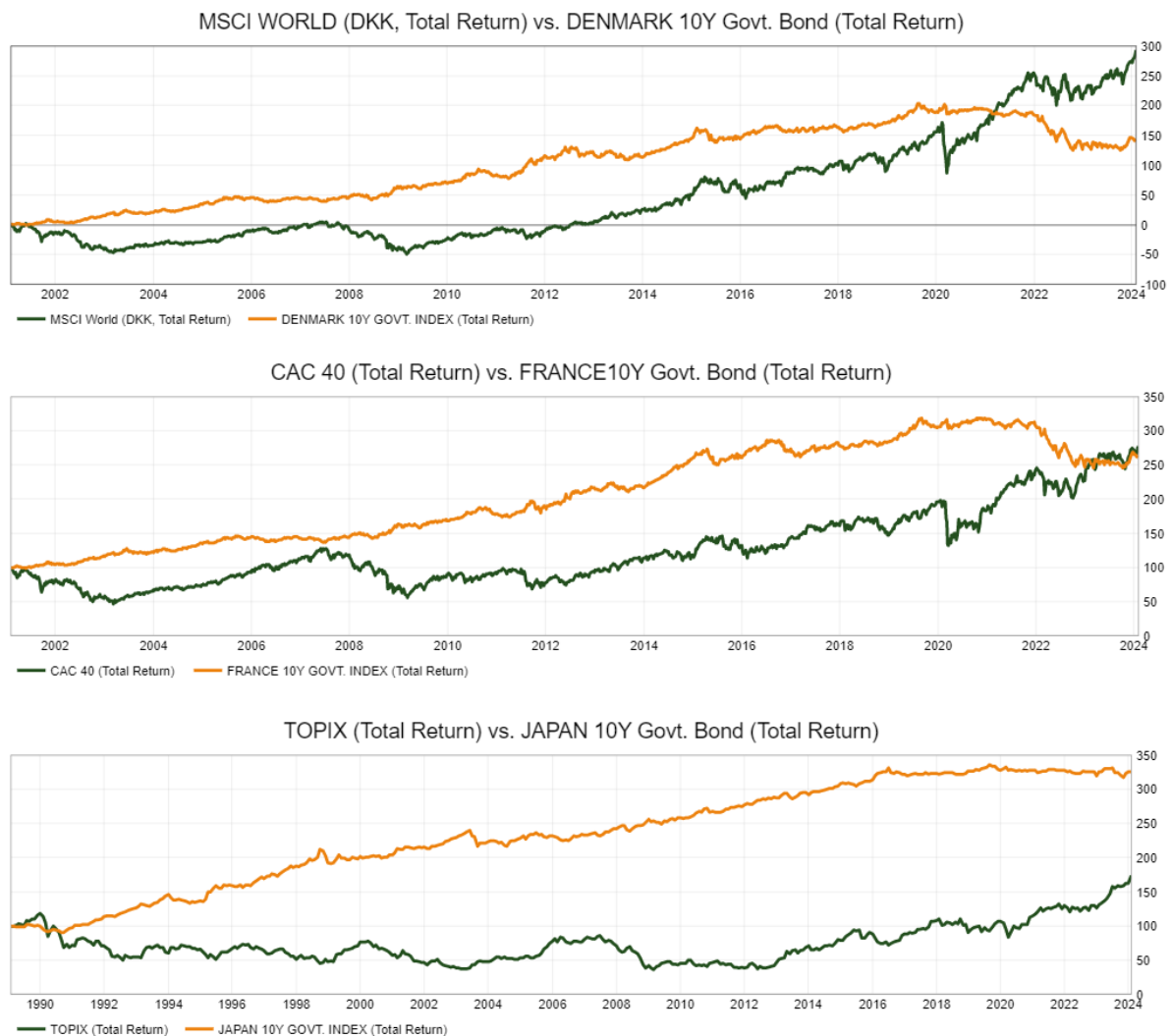
På porteføljeniveau vil undervurderingseffekten være tæt på nul på kort sigt, men den bliver stærkere og stærkere, som tiden går. Over tid er der meget stor forskel på, om en portefølje forrentes med 8 pct., med 15 pct. eller med 22 pct. (som vist på grafen ovenfor). Undervurderingseffekten har været den vigtigste afkastdeterminant bag strategiens historiske performance.

Aktier er ikke altid bedre end obligationer

Formålet med dette afsnit er at underbygge, hvorfor vi investerer i væsentligt undervurderede selskaber af tilstrækkelig kvalitet eller i obligationer.

På 50 til 100 års tidshorisonter er der godt belæg for at sige, at aktier har slået obligationsafkastet, men på kortere tidshorisonter er der dog talrige eksempler på, at aktieafkast ikke har slået obligationsafkastet. En investering i et aktieindeks giver ikke automatisk et højere afkast end en obligationsinvestering – selv over lange tidshorisonter på 15-30 år.

Figuren under teksten viser akkumuleret aktiemarkeds- og obligationsafkast for det globale aktiemarked, det franske aktiemarked og det japanske aktiemarked.

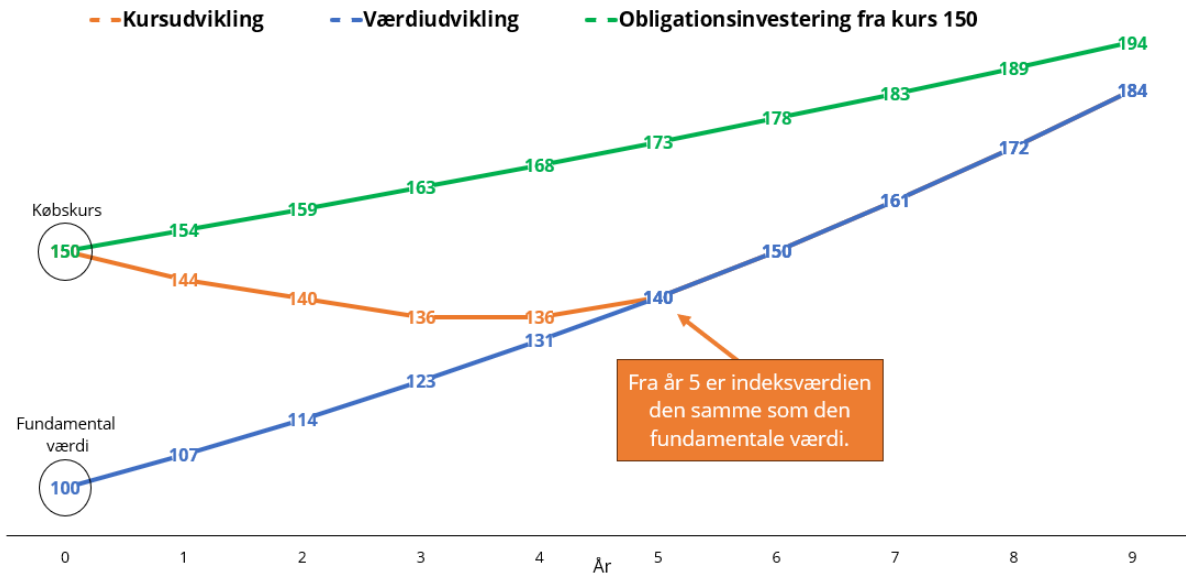


Det fremgår, at obligationsafkastet har været højere end aktiemarkedsafkastet i mange år:

- Det globale aktiemarked har underperformat obligationer fra 2001 til 2021.
- Det franske aktiemarked har fortsat ikke slået obligationer efter godt 20 år.
- Det japanske aktiemarked ligger langt under obligationer efter 34 år.

En aktieinvestering over de viste tidshorisonter burde have givet et markant højere afkast end alternativet, statsobligationer, som kompensation for den risiko, investor har taget.

Den primære årsag til, at ovennævnte indeks har underperformet er – efter vores opfattelse – at indeksene var for dyrt prisfastsat. Med andre ord er man som investor ikke blevet ”betalt” for sin risikovillighed, og overvurderingen kan siges at have ”spist” mange års afkast. Vi illustrerer nu overvurderingseffekten, som vi ser den, ved et eksempel.



I eksemplet er aktieindeksets fundamentale værdi kr. 100 per aktie/enhed. Dette er værdifastsat, så det svarer til en langsigtet forrentning på 7 pct. årligt (den blå linje).

Markedskursen på indekset er 150. En investor har i dette eksempel valget mellem at investere i indekset eller i en obligation, som forrentes med 3 pct. årligt (den grønne linje). Indekset kan ikke ”holde pusten” over tid og falder over 5 år tilbage til dets fundamentale værdi, hvorefter indekset følger linjen for fundamental værdi (den blå linje). Det fremgår, at investeringen i indekset selv efter 9 år (den blå linje) har en lavere værdi, end hvis investor havde valgt obligationer til en rente på 3 pct. (den grønne linje).

Overvurdering er, som vi ser det, årsagen til, at de tidligere viste tre indeks har underperformet obligationsafkastet over mange år.

I vores [seneste nyhedsbrev](#) omtalte vi prisfastsættelsen af det amerikanske aktiemarked, som vi stadig anser for at være væsentligt overvurderet, og som fylder ca. 70 pct. af det globale aktieindeks.

Som investor i Panorama Invest kan du forvente...

... altid at have en portefølje, hvor hver enkelt aktieinvestering, efter vores opfattelse, er væsentligt undervurderet. Derfor har porteføljen en høj forventet langsigtet forrentning og en god forventet langsigtet kapitalbeskyttelse.

Følgende tabel viser nogle væsentlige forskelle på vores måde at investere på sammenlignet med en indeksinvestering eller en strategi, der læner sig tæt op ad et indeks.

	Panorama Invest	Indeks
Løbende at sikre at aktieporteføljen har et forventet langsigtet afkast, der som minimum er væsentligt over obligationsafkastet.	✓	
Stort fokus på kun at investere i væsentligt undervurderede selskaber med et højt forventet langsigtet afkast.	✓	
En dynamisk portefølje som løbende udskifter selskaber i takt med, at de når fundamental værdi og investerer i nye undervurderede selskaber.	✓	
En løbende stillingtagen til om porteføljens forventede afkast står mål med de makroøkonomiske strukturelle risici.	✓	
Altid at sikre at investering og risikostyring har udgangspunkt i målet om "et højt langsigtet absolut afkast og en god langsigtet kapitalbeskyttelse".	✓	
Laveste omkostninger af de to viste alternativer.		✓

Vi investerer uafhængigt af sammensætning af indeks, og vi håber, at denne gennemgang har givet en forståelse for hvorfor og hvordan undervurdering er med til at opfylde vores mål om at skabe "et højt langsigtet absolut afkast og en god langsigtet kapitalbeskyttelse".

De bedste hilsner

Panorama Invest
Anders, Henrik og Jan

Links til:

- [Vores hjemmeside](#)
- [Bliv medinvestor](#)
- [Forklaring af vores investeringsfilosofi og strategi](#)
- [Dokument of central information \(PRIIP\)](#)
- [Ansvarsfraskrivelse og andre lovpligtige dokumenter](#)
- [Seneste nyhedsbrev: Børsnotering, portefølje, tre selskaber og global økonomi \(27-11-23\)](#)

Ansvarsfraskrivelse

Panorama Invest yder investeringsrådgivning til fonden "PortfolioManager Panorama Invest KL", men yder ikke investeringsrådgivning over for private. Vi udtaler os alene som rådgivere for fonden. 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. Informationerne 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.