Panorama Invest

Årsrapport 2024

PANORAMA
INVEST

PANORAMA
INVEST

15. januar 2025

Kære investor

Vi takker for den tillid, du viser os og håber, du finder den følgende opdatering interessant.

I dette nyhedsbrev kan du læse om:

- Afkast
- Porteføljens sammensætning, muligheder og risici
- Selskaber og porteføljeeksponeringer
- Investeringsudsigt i lyset af økonomiske og politiske muligheder og risici

De bedste hilsner

Panorama Invest

Anders, Henrik og Jan

PANORAMA INVEST

Strategi og investeringsmiljø opsummeret (resume)

Vores investeringsmål er at opnå et højt langsigtet *absolut* afkast og god langsigtet kapitalbeskyttelse.

Vores erfaring siger os, at den sikreste måde at opnå dette mål på er ved kun at investere i væsentligt undervurderede selskaber af tilstrækkelig kvalitet og sælge dem, når de når vores estimat af fundamental værdi.

Fonden er sat op til at kunne investere ud fra vores mål, og det betyder, at vi investerer uafhængigt af et benchmark og med en aktieandel mellem 20 og 100 pct. Dermed er vi ikke bundet op på at investere i overvurderede aktier, blot fordi de ligger i et benchmark eller i aktier, som ikke har en tilstrækkelig høj forventet langsigtet merforrentning i forhold til et obligationsafkast.

For tiden investerer vi i et investeringsmiljø med fantastiske muligheder samtidig med betydelige risici. Vi er meget tilfredse med porteføljen, som vi anser for at være væsentligt undervurderet med et højt forventet langsigtet afkast. Samtidig investerer vi i et usikkert geopolitisk og økonomisk miljø og ud fra en vurdering af, at det amerikanske aktiemarked som helhed er væsentligt overvurderet. Samlet set opvejer mulighederne for os – i nogen grad – risiciene, og vi forventer attraktive afkast over de kommende år.

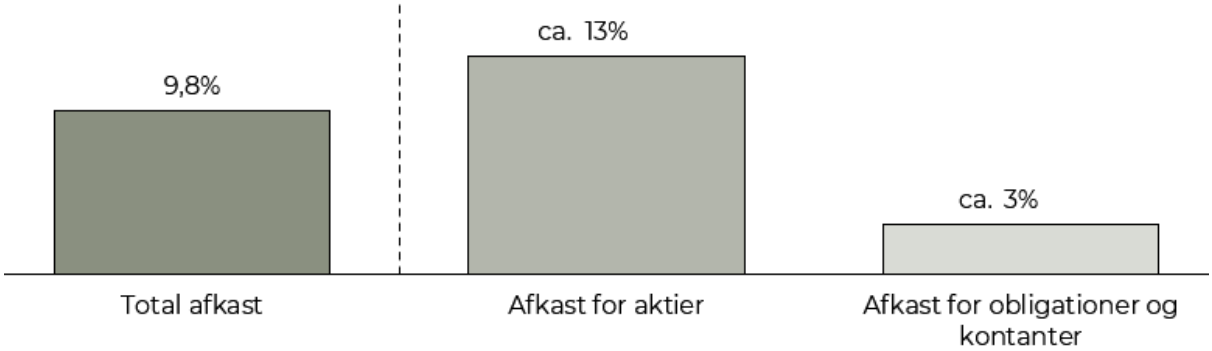
Afkast

Afkastet har været følgende:

	4. kvartal 2024 (30.09.24 – 31.12.24)	År til dato (31.12.23 – 31.12.24)	Siden start (01.12.23 – 31.12.24)
Afkast for Panorama Invest[1] (Gennemsnitlig aktieandel: 68.5%)	+ 1 %	+ 9,8 %	+ 13,0 %

[1]PortfolioManager Panorama Invest KL. Afkast udregnet på NAV.

Figuren herunder viser i første søjle totalafkastet af Fonden, og de efterfølgende søjler viser afkastet på henholdsvis aktier og obligationer for 2024.



Den gennemsnitlige aktieandel over året har været 68,5 pct., og aktieandelen balancerer mulighederne i en række særdeles gode selskabsinvesteringer med risikoen fra en usikker geopolitisk og makroøkonomisk situation.

I 2024 er amerikanske aktier (S&P500) steget 24,6 pct., europæiske aktier (STOXX600) steget 8,8 pct og danske aktier (OMXC25) faldet 0,6 pct.
Porteføljens gennemsnitlige andel har været amerikanske aktier 9 pct., europæiske aktier 57 pct. og danske aktier 10 pct.

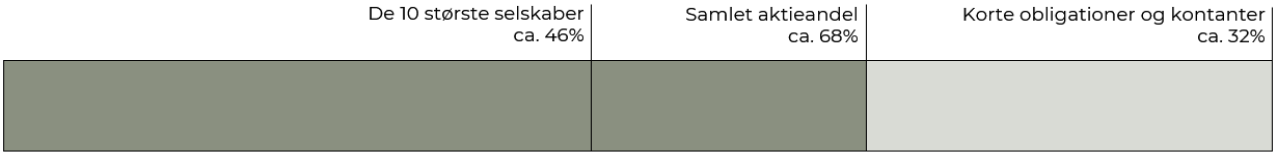
PANORAMA INVEST

Stigningen i amerikanske aktier skyldes en forøgelse i indeksets værdifastsættelse med 11 pct. En stigning i værdifastsættelsen fra et i forvejen meget højt niveau vurderer vi som et udtryk for høj optimisme om fremtidig indtjening, og en dermed yderligere forøgelse i den investeringsmæssige risiko. Vi skriver lidt mere om dette i sidste afsnit af nyhedsbrevet. Vi er ikke bekymrede for, om porteføljens afkast slår amerikanske aktier over tid, da et overvurderet marked mest sandsynligt får et lavt eller negativt langsigtet afkast.

Porteføljen

Vi vurderer fortsat, at porteføljens investeringer er mere end 40 pct. undervurderede i gennemsnit, og vi forventer derfor et højt langsigtet afkast.

Porteføljens sammensætning på aktivklasser:



(Opdateret 31-12-24)

Den nuværende aktieandel på ca. 68 pct. afspejler antallet af væsentligt undervurderede selskaber af tilstrækkelig kvalitet, vi kan finde, samt vores syn på makroøkonomiske muligheder og risici.

Porteføljens overordnede fordeling på sektorer og lande ser pt. sådan ud:

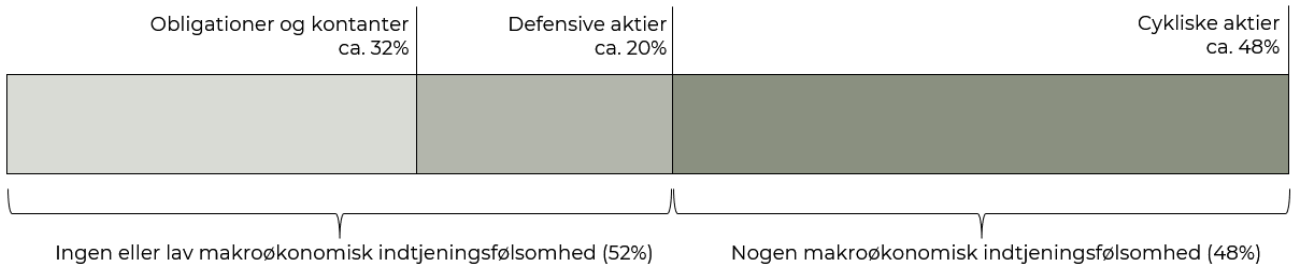
	Danmark	Tyskland	Japan	USA	Frankrig	Holland	Spanien	Procent af porteføljen
Diskretionært Forbrug	1	3	2	2				21%
Stabilt Forbrug		1				1		2%
Teknologi	1	2		1	1		1	11%
Kommunikation								
Finans		1			3	2		22%
Sundhed								
Industri		2						3%
Forsyning								
Energi								
Materialer	1			1				9%
Ejendomme								
Procent af porteføljen	11%	21%	3%	10%	15%	7%	1%	68%

(Opdateret 31-12-24)

Porteføljen er regionalt investeret mest i Europa og har de største koncentrationer af investeringer i Diskretionært Forbrug og Finans.

PANORAMA INVEST

Porteføljens sammensætning på makroøkonomisk indtjeningsfølsomhed:



(Opdateret 31-12-24)

Porteføljens muligheder og risici fra kvalitative vinkler

Vi styrer porteføljens investeringer og risici ud fra vores investeringsmål

I vores porteføljeallokerings- og risikostyringsværktøjer indgår både en række kvalitative vurderinger fra vores aktieanalyser og kvantitative data fra vores analysesystemer. De kvalitative vurderinger er de vigtigste parametre i vores købs- og salgsbeslutninger og i vores risikovurderinger. I den følgende tabel viser vi udvalgte vurderinger af porteføljen baseret på vores kvalitative selskabsanalyser:

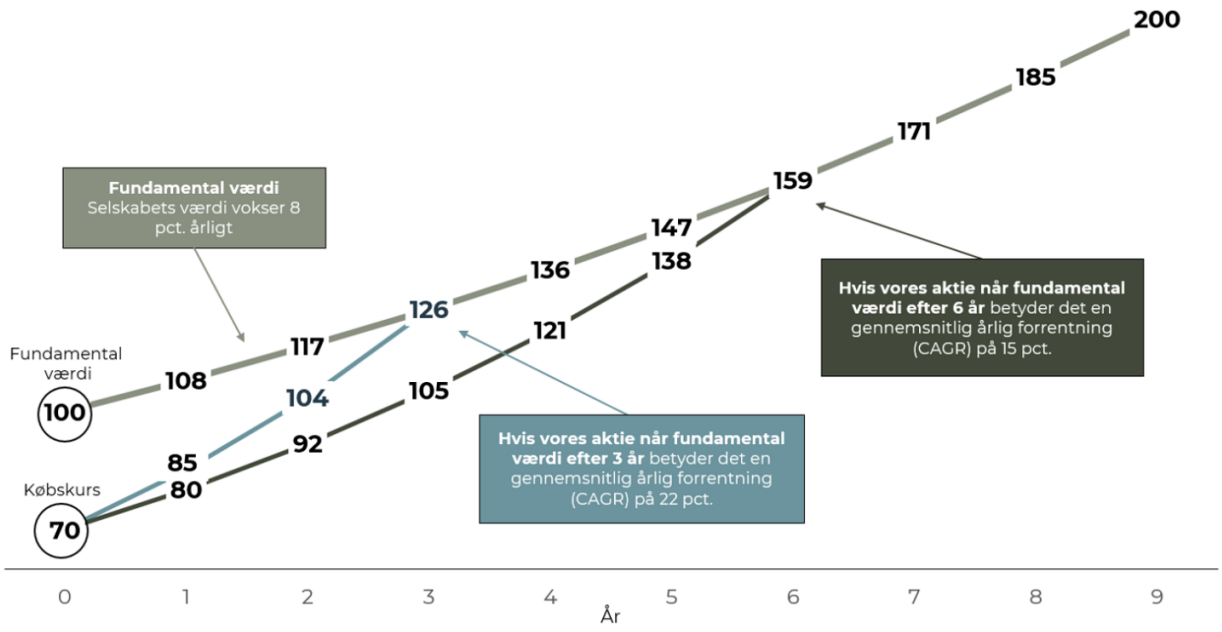
Porteføljens muligheder	Vurdering
Gennemsnitligt niveau af undervurdering.	> 40 %
Andel af selskaber, der er væsentligt undervurderede og samtidig har en tilstrækkelig solid balance til at være i gang med værdiskabende aktietilbagekøb.	> 50 %

Porteføljens risici på udvalgte strukturelle risici	Vurdering
Andel af selskaber, som er væsentligt overvurderede og af den grund står til et for lavt eller direkte negativt langsigtet afkast.	Ingen
Risiko for at nogen af porteføljens selskaber pga. manglende kvalitet ikke vil kunne tåle en recession som Finanskrisen eller Coronaviruspandemien uden enten at gå konkurs eller udvande nuværende aktionærer gennem udstedelse af ny kapital.	Meget lav
Risiko for at selskaber i porteføljen bliver ramt af væsentlig værdiskadelig regulering.	Meget lav
Porteføljens omsætningseksponering til Kina.	Lav

Kort gentagelse af vores syn på undervurdering

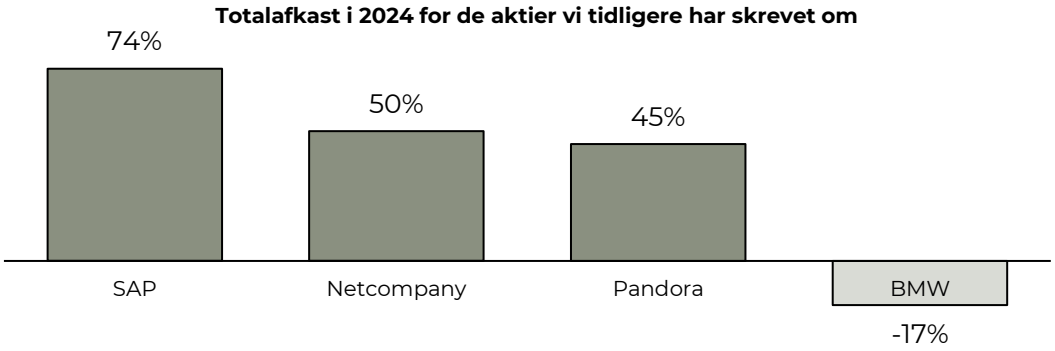
Undervurdering er særlig interessant i forhold til vores mål om et højt langsigtet absolut afkast og en god langsigtet kapitalbeskyttelse, på grund af den høje gennemsnitlige forrentning man kan opnå i bevægelsen fra væsentlig undervurderet til fundamental værdi. I eksemplet herunder køber vi et selskab til kurs 70, som har en fundamental værdi på 100. Hvis selskabet f.eks. når fundamental værdi efter 6 år, giver det en gennemsnitlig årlig forrentning på 15 pct. Læs evt. mere om over- og undervurdering og forudsætninger for beregningen i vores korte skriv om under- og overvurdering.

PANORAMA
INVEST



Opfølgning på selskaber

Herunder viser vi totalafkastet inkl. udbytter for 2024 for de aktier, vi har skrevet om i tidligere nyhedsbreve, og som man kan læse om på vores hjemmeside under fanen "Porteføljen". Vi forventer løbende at introducere nye selskaber, næste gang senere i 1. kvartal, hvor formålet er at give eksempler på, hvordan vi tænker investering i praksis.



SAP

SAP har givet et afkast på 74 pct. i 2024 og er et fantastisk selskab, men efter en væsentlig stigning handles selskabet tæt på vores estimat af fundamental værdi, og derfor er investeringen reduceret væsentligt. Vi vurderer, at SAP's indtjening vil vokse væsentligt gennem stigende marginer, når deres migration til cloud er tilendebragt og omkostninger taget ud. Omvendt vurderer vi, at de fleste store ERP-kunder (Enterprise Ressource Planning software) er vanskelige at flytte, så vækst i toplinjen skal primært komme fra produkttilføjelser samt prisstigninger, og dette forventer vi vil begrænse omsætningsvæksten og stigningspotentialet i selskabet. Link: Introduktion til vores investering i SAP.

PANORAMA INVEST

Pandora

Pandora har gjort det godt i 2024 med et afkast på 45 pct, men da selskabet handler tæt på vores estimat af fundamental værdi, har vi reduceret investeringen væsentligt. Selskabet gør det fortsat særdeles godt, så der er god mulighed for, at Pandora kan stige væsentligt også herfra. Vi ser dog et relativt bredt udfaldsrum for selskabet både væsentligt over og væsentligt under nuværende kursniveau. På den positive side vækster selskabet flot organisk og eksekverer sin strategi forbilledligt, og hvis de formår at få flere egentlige smykkeplatforme og transformere sig til et bredt smykkeselskab, er der markant stigningspotentiale herfra. På den mindre positive side er Pandora dog et konjunkturfølsomt selskab, som stadig er meget afhængigt af sin Moments platform. Link: Introduktion til vores investering i Pandora.

Netcompany

Selskabet har gjort det godt med et afkast på 50 pct., men der er fortsat god plads til yderligere stigninger op til vores vurdering af konservativ fundamental værdi. Stigningen giver derfor ikke anledning til justeringer af investeringen. For Netcompany forventer vi – over tid - en væsentlig indtjeningsfremgang trukket af både en højere margin og en pæn omsætningsvækst. Link: Introduktion til vores investering i Netcompany.

BMW

BMW har givet et negativt afkast på 17 pct. i 2024, men vi ser fortsat et højt langsigtet afkast for selskabet og en uændret høj fundamental værdi. Vi skrev om BMW i seneste nyhedsbrev og fastholdt samtidig vores investeringstese. Link: Introduktion og opfølgning på vores investering i BMW.

Bankaktier

Porteføljen indeholder flere bankaktier, og hovedårsagen er naturligvis, at de lever op til vores investeringsmæssige krav og herunder, at de er væsentligt undervurderede. Vores egne analyser af de enkelte selskaber er altid udgangspunktet for vores investeringer, men for banker er der også fælles årsager til undervurderingerne. En årsag er formentlig, at de regulatoriske krav til bankers kapitalkrav er steget meget efter Finanskrisen i 2008, hvilket har begrænset bankerne i at returnere kapital til aktionærerne i form af udbytter og aktietilbagekøb. Herudover har nulrenter i en lang periode betydet lavere indtjening på lavrente- og nulrenteindlån og på deres kapital.

Med stigningerne i den korte rente siden 2022 er bankernes indtjening, på uforrentede og lavt forrentede indlån samt egenkapital steget betragteligt og dette betyder isoleret set en væsentlig højere forrentning af deres egenkapital. Mens den europæiske centralbank ECB formentligt vil lempe renterne, ser vi ikke, at de kommer i nærheden af nul.

I dag har mange europæiske banker næsten dobbelt så meget kapital i forhold til deres risikovægtede aktiver sammenlignet med niveauet før Finanskrisen, hvilket mindsker deres konkursrisiko samt risikoen for udvanding gennem aktieudstedelse. Regulering af bankerne har nedbragt den investeringsmæssige risiko. At de nu har fået opbygget den krævede kapital, betyder samtidig, at de fremadrettet er i stand til at returnere kapital til investorer i stor stil. Aktietilbagekøb af væsentligt undervurderede aktier er meget værdiskabende og kan desuden forkorte det antal år, der går, før et selskab igen stiger til fundamental værdi, og det giver en attraktiv gennemsnitlig forrentning.

Franske aktier

Vi er investeret i franske finansaktier, som sammen med franske aktier generelt blev holdt nede af præsident Macrons udskrivelse af valg i utide. Vi vurderer fortsat, at selskaberne er væsentligt undervurderede og forventer uændret et højt gennemsnitligt langsigtet afkast.

Mens der er stor splittelse og mangel på samarbejde i det franske parlament og et - efter europæiske standarder - højt budgetunderskud, ser vi ikke et problem med evnen til at betale og nedbringe gæld. Gradvise små skattestigninger for både erhvervsliv og velhavende private borgere vil formentlig være en del af løsningen, og det vil ikke afspore vores investeringsteser, da vi anser undervurderingerne for at være substantielle.

Investeringsudsigt i lyset af økonomiske og politiske muligheder og risici

Som investorer i det globale aktiemarked er vi naturligt meget optaget af muligheder, men vi er også fokuserede på store strukturelle økonomiske- og finansielle ubalancer og store politiske risici. Årsagen er, at store ubalancer ofte medfører større recessioner og kursfald gennem både faldende indtjening og gennem lavere værdifastsættelse som følge af risikoaversion hos investorer.

Globalt er de strukturelle økonomiske og politiske risici betydelige, men vi forventer fortsat ikke en dyb recession i de kommende år, som den vi så under Finanskrisen. Mindre recessioner er derimod ikke usandsynlige.

Vi forventer en relativ lav gennemsnitlig økonomisk vækst i udviklede lande og en inflation de nærmeste år, der sandsynligvis ligger lidt over centralbankernes mål på 2 pct. i gennemsnit.

Vi vurderer, at stigende lange renter er mere sandsynligt end væsentligt faldende lange renter for nu, trods forventninger om nedsættelser af korte renter både i USA og i EU. Årsagen hertil er, at obligationsmarkedet inddiskonterer flere rentenedsættelser fra centralbankerne, og hvis ikke inflationen fortsætter ned, kan forventningerne til rentenedsættelser fortone sig med højere renter til følge.

Den indenlandske inflation er høj mange steder trukket af pæne lønstigninger fra stramme arbejdsmarkeder, og dette er en risiko for længerevarende inflation. Geopolitiske spændinger og øgede toldsatser peger også mod højere inflation.

I forhold til porteføljen forventer vi, at kombinationen af fortsat global vækst samt væsentlig undervurdering og kvalitet af porteføljens selskaber, vil være tilstrækkelig til at skabe attraktive afkast over de kommende år.

Eksempler på strukturelle risici vi følger

Vi skriver kort om nogle af de store potentielle økonomiske og politiske risici, som vi følger tæt, og som for os er meget relevante på længere sigt. Læs eventuelt en uddybende version fra tidligere.

Politiske og geopolitiske risici:

- Kina og Ruslands alliance mod Vesten og landenes ”territoriale ambitioner”.
- Ruslands angreb på Ukraine og situationen i Mellemøsten.
- Splittelsen i det amerikanske samfund.

Strukturelle økonomiske ubalancer:

- Kinesisk økonomi – en kombination af flere store strukturelle ubalancer skaber risiko for faldende vækst og risiko for væsentlige stigninger i en i forvejen høj gæld.
- Amerikansk økonomi har et meget stort strukturelt budgetunderskud og mangler ledig arbejdskraft for at vække.

Finansielle ubalancer

- Det amerikanske aktiemarked er meget højt prisfastsat på multiple og langt højere prisfastsat, hvis man tror på en normalisering af økonomiens p.t. høje profitandel.

Kort om politiske og strukturelle muligheder og risici

Valget af Trump

Der kan være stor forskel på, hvad Trump siger, og hvad han rent faktisk gør og har flertal til at gøre. Vi kommenterer her på, hvad vi mener betydningen vil være, hvis han rent faktisk gennemfører politikken.

Finanspolitik. Trumps politik ser ud til at ville øge et i forvejen meget højt strukturelt budgetunderskud gennem skattelettelser og investeringer i infrastruktur. I første omgang kan dette føre til lidt højere vækst gennem øget forbrugsmulighed, men da arbejdsløsheden i forvejen er meget lav og lønstigningstakten høj, venter vi, at dette vil øge inflationsrisikoen gennem højere lønstigningstakt og sende lange renter højere.

Handelspolitik. Toldsatser på handelspartnere og handelsbarrierer vil blive gengældt og betyde højere inflation. "America First" politikken kan forstyrre forsyningskæder og øge produktionsomkostninger, hvilket kan medføre højere inflation. Hverken USA eller EU har andet end ulemper ved at indføre toldsatser over for hinanden, så vi vurderer, at truslen om højere told skal ses som forhandlingstaktik.

Størstedelen af vores selskaber har produktion i USA, så hvis der bliver indført toldsatser, vil de blive ramt mindre hårdt. Herudover gør vores krav om væsentlig undervurdering, at selskaberne på sigt kan absorbere told samtidig med, at der stadig vil være et væsentligt stigningspotentiale op til vores estimat af fundamental værdi.

Stram immigrationspolitik reducerer arbejdsudbuddet og kan presse lønninger op, med højere inflation og højere renter som konsekvens.

Regulering af energisektoren kan føre til lavere energipriser på sort energi, som kan siges at være inflationsdæmpende. Dog er grøn energi fra vindmøller og sol den billigste energikilde selv uden subsidier i mange stater, så vi føler os ikke sikre på, at politikken reelt virker inflationsdæmpende. Effekten vil afhænge af, om der bruges samme mængde sort energi eller mere.

Pres på Federal Reserve og USA's status som reservevaluta. Et politisk pres for lavere korte renter er – efter vores opfattelse – en risikabel og dårlig idé. Den amerikanske dollar nyder stor gavn af status som største globale reservevaluta, og dette kræver tillid fra udenlandske investorer. Hvis investorer mister tilliden til inflationsbekæmpelse og dermed den fremtidige købekraft for US dollar, kan det få store konsekvenser for USA's valutakurs og renteudvikling gennem problemer med at finansiere sit store underskud på handelsbalancen og massive strukturelle underskud på offentlige finanser. England er et eksempel på et land der oplevede massive stigninger i lange renter, efter den tidligere premierminister Liz Truss fremlagde planer om store finanspolitiske underskud.

Sammenfattende ser det ud til, at politikken vil betyde lidt højere vækst på kort sigt, højere statsunderskud, højere inflation og højere lange renter. For aktiemarkedet vurderer vi, at stigende lange renter for et meget højt prisfastsat aktiemarked vil være en dårlig nyhed, set over de næste tre år. På kort

sigt kan markedet sagtens fortsætte op, hvilket man ofte ser i markeder med høj eufori og høj prisfastsættelse.

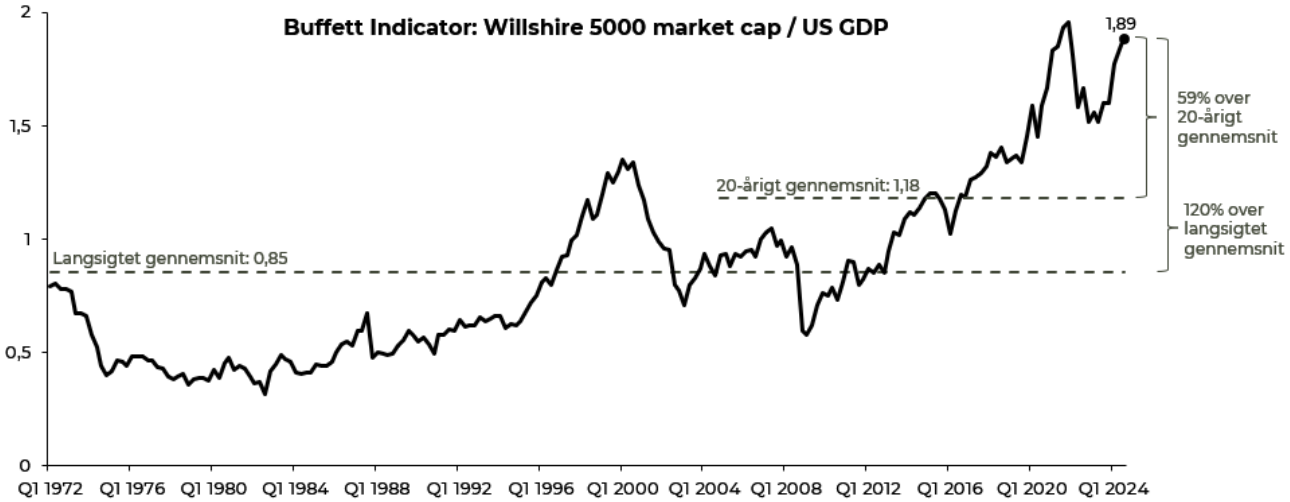
Det amerikanske aktiemarked

I 2024 blev 11 pct. af stigningen i amerikanske aktier drevet af en yderligere stigning i værdifastsættelsen til et P/E niveau på over 25. På kort sigt har værdifastsættelse oftest ingen betydning, mens det har stor betydning for det langsigtede afkast.

Der er mange fantastiske selskaber i det amerikanske aktiemarked, men ethvert selskab skal på lang sigt forrente sin markedsværdi med en forrentning – noget over den risikofri rente - gennem frie pengestrømme. Når et selskabs markedsværdi kommer alt for højt op i forhold til niveauet på de pengestrømme, selskabet er i stand til at levere, kan selv et super godt selskab af høj kvalitet sagtens være en særdeles dårlig investering.

Risikoen ved nuværende prisfastsættelse er stor i sig selv, men når prisfastsættelsen er høj oven på et meget højt historisk profitniveau for økonomien, vurderer vi risikoen langt højere. En måde at se kombinationen af en høj multipel og et højt profitniveau på er ved at se på markedsværdien af hele det amerikanske aktiemarked relativt til økonomien, og dette viser grafen herunder. Forholdet kaldes også "Warren Buffett Indicator".

Markedsværdien af børsnoterede amerikanske aktier divideret med amerikansk nominelt BNP:



Det fremgår af grafen, at værdifastsættelsen er historisk høj. Når vi ser på tværs af værdifastsættelsesindikatorer, økonomiens profitandel, ledende enkeltaktier og "sentiment", så er markedet med høj sandsynlighed markant overvurderet. Vi forventer derfor, at et langsigtet fald i prisfastsættelsen på amerikanske aktier ikke vil kunne opvejes tilstrækkeligt af indtjeningsvækst, hvorfor vi forventer, at amerikanske aktier som helhed vil opleve et lavere afkast end obligationer over de næste 10 år. Læs eventuelt vores skriv om det amerikanske aktiemarked.

Det europæiske aktiemarked

Det er i Europa, vi finder de fleste væsentligt undervurderede selskaber af tilstrækkelig kvalitet, og vi er glade for, at det er muligt at finde, hvad vi ser som gode investeringer i et bull-marked, som allerede har mange år bag sig.

Makroøkonomisk har Europa færre ubalancer end USA og Kina i forhold til strukturelle budgetunderskud, underskud på handelsbalancen osv. Det er værd at huske, at et stort strukturelt budgetunderskud alt andet lige skaber økonomisk vækst og indtjeningsvækst, når det etableres, men er en tilsvarende

modvind, når det skal nedbringes igen. Her har USA været aggressiv med at skabe underskuddet, og på et tidspunkt venter regningen.

På markedsniveau er europæiske aktier billige på mange parametre, og det risikofri alternativ i statsobligationsmarkedet er langt lavere. Vi bruger pengestrømsanalyser i vores selskabsværdiansættelser, men det er ikke muligt ved indeks. Vi viser derfor udvalgte nøgletal for de to markeder:

	P/E (Sidste 12 måneder)	Aktierisikopræmie (Earnings yield minus 10-årig rente)	Real Aktierisikopræmie (Earnings yield minus 10-årig indeksobligationsrente)
Europa (STOXX600)	16,2	+ 3,6 %	+ 5,6 %
USA (S&P500)	26,7	- 1,5 %	+ 1,4 %

Det fremgår, at det europæiske marked er billigst på P/E, aktierisikopræmie og aktierisikopræmie justeret for inflation.

PANORAMA
INVEST

Vigtige links

- Dokument med central information (PRIIP)
- Prospekt
- Inden du investerer og beskatning
- Panorama Invest lovpligtige dokumenter
- Panorama Invests hjemmeside
- Detaljer om porteføljen

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

- **Ingen investeringsrådgivning:** Dette skriv udgør ikke, og bør ikke tolkes som, investeringsrådgivning. Vi opfordrer læserne til at konsultere en professionel finansiel rådgiver, inden de træffer beslutninger vedrørende investeringer.
- **Ingen opfordring til køb eller salg:** Informationerne præsenteret i dette skriv udgør ikke en opfordring eller anbefaling til at købe eller sælge værdipapirer, aktier eller andre finansielle instrumenter.
- **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.
- **Genovervejelse af information:** Finansielle forhold og markedsvilkår ændrer sig løbende. Informationen i dette skriv kan være underlagt ændringer uden varsel. Vi påtager os intet ansvar for unøjagtigheder eller ufuldstændigheder i de præsenterede oplysninger.

Ved at læse dette skriv 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.