

Panorama Invest

Udviklingen i 1. halvår 2024



5. juli 2024

PANORAMA
— INVEST —

Udvikling i 1. halvår 2024

Kære investor

Vi vil endnu en gang gerne takke for den tillid, du viser os, det sætter vi stor pris på. Vi er fortsat meget trygge ved porteføljens selskaber, som vi anser for at være væsentligt undervurderede, og vi ser frem til at se vores fælles investeringer udspille sig.

Nyhedsbrevet er delt op i to dele med det formål at gøre den vigtigste information kort. Derefter dykker vi ned i mere dybdegående emner i anden del.

Del 1:

- Afkast for perioden
- Porteføljens sammensætning
- Global økonomi

Del 2 (mere dybdegående emner):

- Introduktion til vores investering i Netcompany.
- Det amerikanske aktiemarked er overvurderet.
- Forskellen på en absolut og en relativ investeringstilgang.

Vi håber, at du finder opdateringen interessant, og vi ønsker dig en god sommer.

De bedste hilsner

Panorama Invest

Anders, Henrik og Jan

Del 1:

Afkast

Vores investeringsmål er at opnå et højt langsigtet absolut afkast og god langsigtet kapitalbeskyttelse. Vi investerer derfor uafhængigt af et benchmark. I del 2 af nyhedsbrevet har vi et afsnit, der uddyber forskellen mellem en relativ og en absolut investeringstilgang.

Afkastet har været følgende:

	(31. dec 2023 – 30. juni 2024) 1. Halvår 2024	(1. dec 2023 – 4. juli 2024) Siden start
Panorama Invest ¹	+5,4 %	+9,8 %

Derudover har vi følgende relative langsigtede investeringsmål:

- At afkastet på rullende 5-års sigt er væsentligt bedre end en fast kombination af 50 pct. Globale Aktier² og 50 pct. Statsobligationer³.
- At afkastet på lang sigt vil være bedre end enhver fast kombination af Globale Aktier² og Statsobligationer³ med en væsentligt lavere risiko.

Opdatering på relative investeringsmål siden start (1. december 2023 til 4. juli 2024):

50% Globale Aktier ² / 50% Statsobligationer ³ :	+10,0 %
Panorama Invests merafkast ift. 5 års rullende målsætning (vs. 50/50):	-0,2 %
Globale Aktier ² :	+18,8 %
Panorama Invests merafkast ift. langsigtet målsætning (vs. Globale Aktier²):	-9,0 %

¹Ca. 70% af porteføljen var investeret i aktier i begge perioder. Afkast udregnet på NAV.

²MSCI World (Net Returns, DKK).

³5-årige danske statsobligationer (DK0009923807).

Afkastet på 5,4 pct. er ikke højt nok til, at vi er decideret begejstrede, men det er vi til gengæld over undervurderingen og kvaliteten i porteføljens selskaber. Udsving over- og under det globale marked er helt naturligt, men det er netop kombinationen af kvaliteten og undervurderingen, som har skabt de [historiske resultater for strategien bag Panorama Invest](#) - et afkast langt over Globale Aktier med en aktieandel på ca. 50 pct.

Det relative afkast i forhold til Globale Aktier er noget lavere i første halvår, og selv om vi gerne havde set fondens afkast højere, så er det primært en naturlig følge af, at afkastet for Globale Aktier primært har været trukket af store stigninger i de såkaldte "Magnificent Seven" bestående af Alphabet, Amazon, Apple, Meta Platforms, Microsoft, NVIDIA og Tesla. Vi havde en position i Meta Platforms, som vi solgte i februar, men har derudover ikke været investeret i nogle af tech-selskaberne. Vi mener de er overvurderede.

Derudover blev porteføljens franske finansaktier ramt af udskrivelsen af det franske valg i utide i juni måned. Efterfølgende har disse aktier rettet sig lidt, og vi er fortsat meget positive på disse selskaber, og vi ser ikke et realistisk politisk scenarie, der kan retfærdiggøre den nuværende prisfastsættelse.

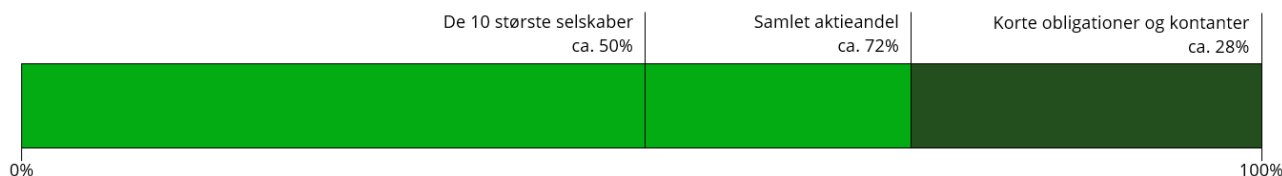
I 2. del forklarer vi, hvorfor vi anser det amerikanske aktiemarked for at være væsentligt overvurderet, og hvorfor vi af den årsag forventer et lavt fremtidigt langsigtet afkast af amerikanske aktier og af globale aktier, da amerikanske aktier her fylder ca. 70 pct.

Den gennemsnitlige aktieandel har været ca. 70 pct., og porteføljens geografiske eksponering har været ca. 9 pct. amerikanske aktier, 58 pct. europæiske aktier og 3 pct. japanske aktier.

Porteføljen

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

Porteføljens sammensætning på aktivklasser:



Dato for beregning: 30-06-24

Fonden kan have en aktieandel mellem 20 og 100 pct., og den nuværende aktieandel på ca. 72 pct. afspejler antallet af væsentligt undervurderede selskaber af tilstrækkelig kvalitet, vi kan finde, samt vores syn på makroøkonomiske muligheder og risici.

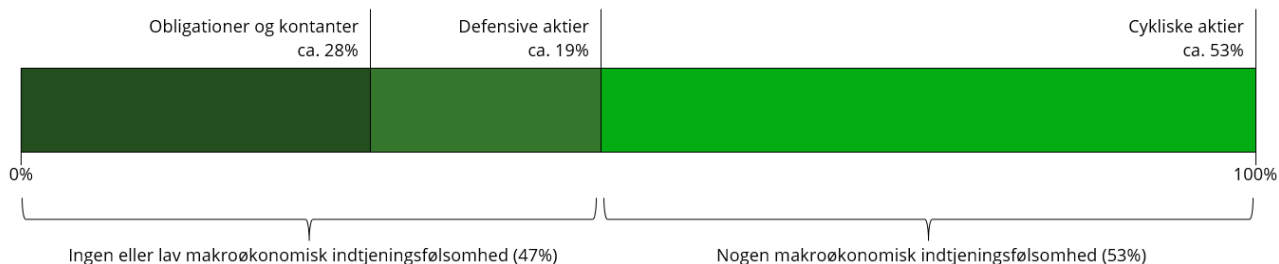
Porteføljens overordnede fordeling på sektorer og lande ser pt. sådan ud:

	Danmark	Tyskland	Japan	USA	Frankrig	Holland	Spanien	Procent af porteføljen (ca.)
Diskretionært Forbrug	1	3	2	2				21%
Stabilt Forbrug		1				1		1%
Teknologi	1	2		1	1		1	13%
Kommunikation								
Finans		1			3	2		24%
Sundhed								
Industri		2						3%
Forsyning								
Energi								
Materialer	1			1				9%
Ejendomme								
Procent af porteføljen (ca.)	10%	23%	3%	9%	15%	10%	1%	72%

Dato for beregning: 30-06-24

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.

Porteføljens sammensætning på makroøkonomisk indtjeningsfølsomhed:



Dato for beregning: 30-06-24

Porteføljens risici og muligheder fra kvalitative vinkler

I vores porteføljallokerings- 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. Den følgende risikotabel er korte eksempler på aggregerede data for porteføljen baseret på vores kvalitative selskabsanalyser:

Kvalitative vinkler	Vurdering
Gennemsnitligt niveau af undervurdering	> 40 %
Andel af selskaber i porteføljen, der er i høj risiko for et lavt eller negativt fremtidigt afkast som følge af overvurdering (Det er forventeligt i forhold til strategien, men relativt til en indeksstrategi er det relevant)	0 %
Andel af selskaber, som er i høj risiko for væsentlig værdiskadelig regulering	< 5 %
Andel af selskaber, der er væsentligt undervurderede og samtidig har en tilstrækkelig solid balance til at være i gang med værdiskabende aktietilbagekøb.	> 50 %

Hvis vi lavede tilsvarende tabel for det globale indeks, ville den, på baggrund af vores viden om prisfastsættelse og reguleringsrisiko, se anderledes risikofyldt ud.

Selskaber i porteføljen

Vi ser særdeles gode investeringer i porteføljen i form af væsentligt undervurderede selskaber af tilstrækkelig kvalitet. I nyhedsbrevets anden del skriver vi om Netcompany, en af vores spændende selskaber. Tidligere har vi skrevet om [SAP](#), [BMW](#) og [Pandora](#). Hjemmesidens [porteføljesektion](#) opdateres løbende med investeringsrelevante emner.

Strukturelle økonomiske, politiske og geopolitiske risici

Vi investerer med udgangspunkt i det enkelte selskab, men som beskrevet tidligere har især væsentlige ændringer i makroøkonomi stor betydning for aktiemarkedets indtjenings- og kursudvikling. Derfor følger vi strukturelle makroøkonomiske muligheder og risici.

Vi ser fortsat de langsigtede makroøkonomiske, politiske og geopolitiske risici som netto negative, og det betyder, at vi stiller endnu større krav til størrelsen af selskabsmæssig undervurdering. Dette afsnit er skrevet i hovedkonklusioner, men for læsere, som ønsker en uddybning, henvises til [vores tidligere beskrivelse](#).

Globalt er risiciene 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 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 samt kvaliteten af porteføljens selskaber, vil være tilstrækkelig til at skabe attraktive afkast over de kommende år.

Selvom vi ikke forventer store recessioner, er her eksempler på nogle af de store potentielle økonomiske og politiske risici, som vi følger tæt, og som for os er meget relevante på 5-10 års sigt. ([Læs eventuelt en uddybende version fra tidligere her](#))

Politiske og geopolitiske risici:

- Kina og Ruslands alliance mod Vesten og landenes ”territoriale ambitioner”.
- Krigen i især Ukraine, men også i Israel.
- Splittelsen i det amerikanske samfund og store problemer med den demokratiske proces.

Økonomiske risici:

- Kinesisk økonomi – en kombination af flere store risici.
- Amerikansk økonomi har et stort strukturelt budgetunderskud.
- Amerikansk økonomi mangler ledig arbejdskraft for at vækste.
- Amerikansk aktiemarked er meget højt prisfastsat.
- Risiko for inflation.

I Del 2 har vi skrevet et uddybende afsnit om prisfastsættelsen af det amerikanske aktiemarked.

Del 2 (mere dybdegående emner):

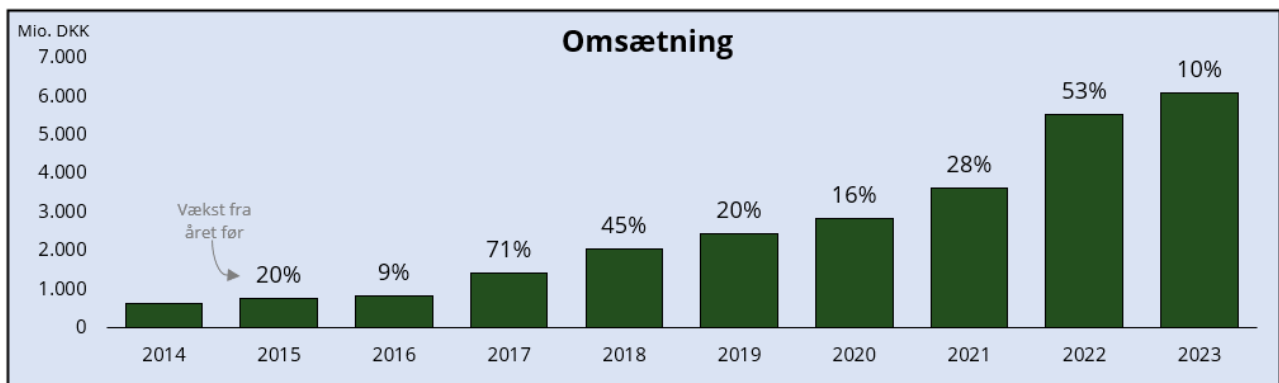
En introduktion til vores investering i Netcompany



“By leveraging technology and digitalisation responsibly, it is Netcompany’s purpose to contribute to a modern and mature Europe that prioritises democracy, justice, transparency, and social security. Our goal is to empower societies and citizens of Europe to stand independently and strongly, and to lead the way in shaping a better future for all.”

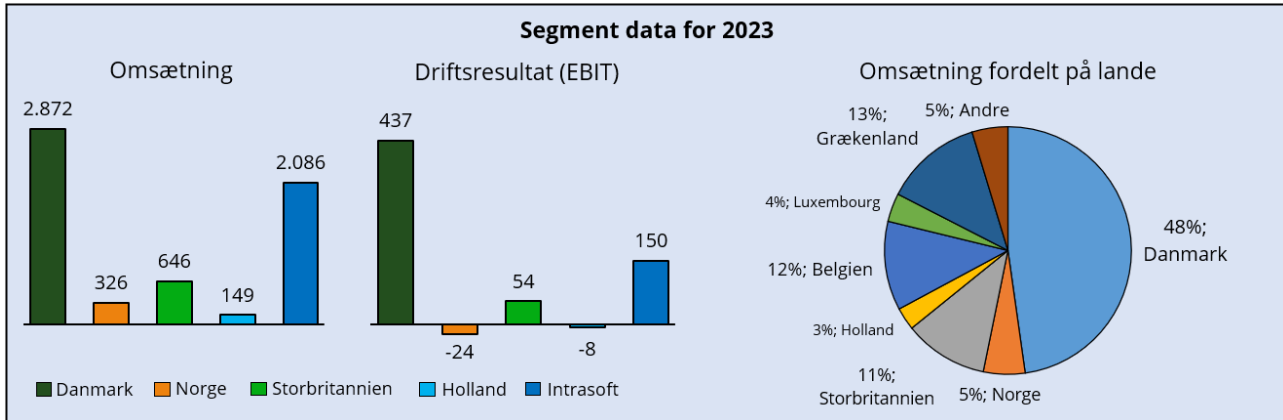
Netcompany er et dansk IT services selskab, der blev grundlagt i 2000 og børsnoteret i 2018. Selskabet leverer software og relaterede ydelser til offentlige institutioner og virksomheder. Ca. to tredjedele af forretningen er til den offentlige sektor. Det foregår ofte på den måde, at Netcompany byder på projekter, som inkluderer både en udviklings- og en vedligeholdelsesaftale. Disse kontrakter løber over mange år og kan være meget lukrative. Netcompany har positioneret sig strategisk i et sweetspot mellem høj kompleksitet og genanvendelighed af software.

Netcompany har redet på digitaliseringsbølgen, siden de blev grundlagt og har haft stor succes i Danmark. Det har været en fantastisk vækstrejse:



Netcompanys omsætning i perioden 2014-2023. Inkluderer både organisk- og opkøbsbaseret omsætningsvækst. Vær opmærksom på, at størstedelen af væksten i 2022 kom fra opkøbet af Intrasoft.

Selskabet har lavet en del opkøb over det seneste årti og er nu aktive i Storbritannien, Holland, Norge og senest i Grækenland, Luxembourg og Belgien med opkøbet af Intrasoft i 2021. Intrasoft-opkøbet har også givet Netcompany en væsentlig forretning i Den Europæiske Union. Omsætningssplittet mellem Danmark og internationale markeder var for 2023 ca. 50/50. På trods af det betydelige bidrag til omsætningen har Netcompanys internationale forretning stadig meget at bevise, når det gælder rentabilitet. Danmark står for ca. 75 pct. af driftsresultatet (EBIT). Som procent af omsætningen havde Danmark i 2023 en EBIT-margin på ca. 15 pct., hvilket var historisk lavt, og internationale markeder havde tilsammen en margin på knap 5 pct. Se detaljerne i figuren nedenfor.



Forretningsmodel, filosofi, strategi og konkurrencefordele

Netcompanys filosofi og forretningsstilgang ('Netcompany Methodology')

En af grundene, til at Netcompany har været så succesfulde, er deres unikke filosofi og forretningsstilgang. 'The Netcompany Methodology' rummer mere end, hvad der kan nævnes i denne investeringsintroduktion, men vi vil gerne fremhæve følgende delelementer, som vi mener har været afgørende for Netcompanys succes og fortsat vil være det i fremtiden:

- a) **'IT people leading IT people':** De samme mennesker, der repræsenterer Netcompany i udbudsrunder er også dem, der møder op mandag morgen og arbejder på projektet. Det ses ofte i traditionelle IT-virksomheder, at jo længere op i organisationsdiagrammet man kommer, jo længere er der mellem IT-kompetencerne. I mange tilfælde er det i stedet finansielle mål og salgsafdelinger, der indhenter nye projekter. I Netcompany har man gjort en aktiv indsats for at fremme og udvikle IT-talenter til ledere. En af de store fordele er, at projektledere, grundet deres dybe forståelse, er bedre til at målrette projekter mere specifikt til kunders ønsker og behov. En anden er, at man ofte er bedre til at prise og tidsestimere projekter end konkurrenterne.
- b) **Fuld transparens:** Netcompany var nogle af de første til at give fuld ekstern gennemsigtighed i udviklings- og vedligeholdelsesprocesser. Eksempelvis kan kunder gå direkte ind og læse interne udviklingsrapporter og følge med i udviklingsprocessen lige så detaljeret som de ansatte i Netcompany. Er der forsinkelser eller andre væsentlige udfordringer? Det er ret usædvanligt, at man tilbyder så høj en grad af transparens. For mange i branchen vil det måske virke grænseoverskridende, men kunderne værdsætter det.
- c) **Ung arbejdsstyrke og performancekultur:** Netcompany kultiverer en ung, produktiv og effektiv arbejdsstyrke. Som udtalt af COO, Claus Jørgensen: "Vi har en yngre, klogere og mere energisk arbejdsstyrke end vores konkurrenter. Dette forbedrer ikke kun produktiviteten, men reducerer også lønomkostninger og dermed øger rentabiliteten." Netcompany rekrutterer aktivt de bedste talenter fra universiteter, opretholder en arbejdsstyrke, der er betydeligt yngre end gennemsnittet i branchen, og rangerer højt på IT-studerendes lister over drømmejob. Der investeres også i de sociale aspekter af arbejdslivet gennem initiativer såsom "Netcompany After Dark", og Netcompany er især kendt for deres fredagsbar på hovedkontoret i København. Medarbejderne bliver regelmæssigt evalueret, hvor topperformerne bliver belønnet generøst, og bundperformererne bliver opfordret til forbedring. Det er en filosofi, måske bedst beskrevet som "Work Hard, Play Hard" og er kendt fra software- og startupmiljøet i USA.

Strategi: Skalerbarhed ved hjælp af platforme og produkter

En af årsagerne, til at succesfulde softwarevirksomheder er meget profitable, er skalerbarheden af deres produkter. Når først produktet er udviklet, er der meget få marginale omkostninger forbundet med at sælge det til flere kunder. Udfordringen for IT services virksomheder, som traditionelt leverer en ny skræddersyet softwareløsning hver gang, er, at det er en langt mindre profitabel forretning. Argumentet for denne tilgang er, at hver enkelt kundeløsning er så unik og kompleks, at der skal udvikles en unik løsning hver gang.

Her har Netcompany en anden strategi. De har en modulær-tilgang og arbejder med et omfattende bibliotek af grundlæggende kodebase, som anvendes i så høj grad som overhovedet muligt. Kodebasen videreudvikles til de specifikke krav og ønsker, kunden har. Den underlæggende teknologi-base kalder Netcompany platforme (et solidt fundament, der kan bygges ovenpå). Platformsstrategien har to åbenlyse fordele:

- a) Lavere omkostninger: Da software ikke skal udvikles fra bunden hver gang, kan Netcompany levere projekterne billigere og hurtigere. Det er bl.a. derfor, at Netcompanys historiske rentabilitet har været et niveau over konkurrenterne.
- b) Højere tillid: Hvis platformen allerede har vist sit potentiale i tidligere sammenhæng, bør det give en højere grad af trykthed for potentielle kunder, når de overvejer at vælge Netcompany til deres næste projekt.

Eksempler på Netcompanys platforme:

Platform	Beskrivelse
PULSE	En udviklingsplatform til realtids-, forbundne og datadrevne operationer. PULSE bruges bl.a. af den schweiziske medicinalgigant Roche som værktøj til håndtering af deres forsyningskæde. PULSE er også et eksempel på, at en platform kan føde nye platforme: I et joint-venture (Smarter Airports A/S) har Netcompany og Københavns Lufthavne A/S udviklet AIRHART, som udover at blive brugt i København Lufthavn er blevet kommercialiseret og sælges til andre lufthavne. AIRHART er baseret på PULSE.
AMPLIO	Et værktøj til Business Process Management (BPM), der fokuserer på automatisering af processer og sagsbehandling. Platformen er bl.a. brugt til at udvikle Modulus Barn, en industrispecifik udgave til det norske børneværn. Modulus Barn blev oprindeligt udviklet til Trondheim, men er efterfølgende blevet udrullet til 70 kommuner i Norge. Det viser virkelig styrken i Netcompanys platforme, deres økonomiske potentiale og skalerbarhed.
AMI	AMI står for "Application Messaging Interface" og fungerer som et centralt knudepunkt, der forbinder virksomheder, myndigheder og borgere. Det er f.eks. platformen bag Mit.dk.
EASLEY AI	En AI platform, der er udviklet med fokus på datasikkerhed, produktivitetsfremmelse og model-uafhængighed. Den kan f.eks. kombineres med LLMs såsom ChatGPT (OpenAI), Copilot (Microsoft) og Gemini (Google).

Når en platform opnår et vist niveau af modenhed og kommerciel dækning, giver det ofte mening at standardisere platformen til et produkt, der kan sælges til flere kunder i samme eller forskellige lande. Eksempler på produkter: ERMIS (Europas ledende toldløsning), SOLON TAX (indtægtsstyring for det offentlige), PERSEUS (udbetalings- og administrationssystem til det offentlige, bruges f.eks. til udbetaling af pension) og DX4B (digitalisering af finansielle institutioner).

For at platform- og produktstrategien skal virke så godt som muligt, har Netcompany valgt at fokusere på de industrier og forretningsområder, hvor de mener, potentialet er størst. Potentialet er vurderet på baggrund af bl.a. markedsstørrelse og vækstforventning, og hvorvidt det placerer sig i sweetspottet mellem kompleksitet og genanvendeligt software – altså der, hvor Netcompanys platforme og produkter bør have

det bedste "produkt-marked fit". I det offentlige fokuseres der på kategorierne Skat og Told, Public Safety, Sundhed, og Digitalisering, og i det private segment er fokus på Transport og Logistik, Telekommunikation, Finans, og Energi og Forsyning.

Konkurrencefordele

Et andet porteføljeselskab, vi [tidligere har skrevet om](#), var tyske softwaregigant SAP, og her argumenterede vi for, at selskabet besad konkurrencefordele fra allerøverste hylde, hvilket gav os en meget høj grad af tryk i investeringen. Meget positivt kan der siges om Netcompany, men selskabet er ikke i samme liga som SAP, men det er heller ikke et krav. Panorama Invest investerer i undervurderede selskaber af *tilstrækkelig* kvalitet.

På trods af hvor hurtigt Netcompany er vokset, er selskabet stadig en lille spiller, som er oppe imod giganter såsom Accenture, TCS, Capgemini og IBM. Konkurrencefordel er et relativt begreb og bør altid ses i forhold til konkurrenterne. Vi konkluderer derfor, at Netcompany ikke har konkurrencefordele af høj grad. Dog mener vi, at potentialet for fremtidige konkurrencefordele er væsentligt:

- a) **Stordriftsfordele:** Netcompanys platforme og produkter (genanvendeligt software) kan sælges flere gange med lave marginale omkostninger, og i takt med at Netcompany vokser, bør en større kundebase kunne finansiere større investeringer i ny produktudvikling (R&D). Den type stordriftsfordel kaldes også 'fixed cost scale advantage'. Der argumenteres altså ikke for, at Netcompanys fokus på genanvendelighed er en konkurrencefordel i sig selv. Det kunne alle andre også gøre. Argumentet er, at strategien ændrer Netcompanys omkostningsstruktur fra primært at være variable omkostninger til i højere grad at være faste omkostninger. Det muliggør stordriftsfordele i højere grad end ellers. På nuværende tidspunkt har Netcompany ikke størrelsen til rigtigt at opnå stordriftsfordele, men det får de i takt med, at de vokser.
- b) **Høje skifteomkostninger:** Hvis en virksomhed eller organisation først har valgt Netcompany til et projekt, er det svært efterfølgende at skifte. Der følger ofte en lang vedligeholdelseskontrakt med aftalen, og hvem mon bedst kan vedligeholde / videreudvikle softwaren end dem, der har udviklet det oprindelige. Normalt vil denne konkurrencefordel skulle ses som et tveægget sværd, da konkurrenterne alt andet-lige besidder samme fordel. Det, der dog gør denne situation anderledes, er, at digitaliseringsbølgen stadig er så forholdsvis ung, at en stor del af fremtidig omsætning vil komme fra nye projekter, men at i takt med at industrien modnes, vil en større og større del af forretningen overgå til vedligeholdelse, hvilket bør gavne de største etablerede spillere.
- c) **Brand:** Tillid er ekstremt vigtigt i IT services industrien. Beslutningstagere har meget at tabe, hvis de vælger de forkerte IT-samarbejdspartnere. Der er både personligt omdømme og organisationens drift på spil. Forventeligt vil der derfor være en tilbøjelighed til at betale ekstra for at reducere risikoen for utilstrækkelige produkter, forsinkelser eller fejl. Netcompany har allerede et godt brand og er kendt for at levere projekter inden for aftalt tid og rammer. Vores forventning er, at i takt med at brandet styrkes, især uden for Danmarks grænser, vil det som minimum lede til flere vundne projekter og i bedste tilfælde højere priser.

Ledelsen

I toppen af Netcompany finder man to af tre grundlæggere, André Rogaczewski og Claus Jørgensen, henholdsvis CEO og COO. Når et selskab ledes af deres grundlæggere, er det ofte et positivt tegn. Det øger sandsynligheden for vision og ekspertise.

Ligesom det betyder meget for Panoramans medinvestorer, at vi har "hånden på kogepladen", så er det også noget, vi kigger efter hos vores ledelser. Rogaczewski og Jørgensen ejer ca. 10 pct. af Netcompany. Dette er

positivt, da det øger sandsynligheden for, at ledelsen har samme incitamenters som os. Rogaczewski og Jørgensen danner sammen med Thomas Johansen, der har været CFO siden 2017, Netcompanys Executive Management Team. Under dem sidder en ledergruppe, som bl.a. inkluderer landecheferne.

En god ledelse er noget af det vigtigste for kvalitetsniveauet, og det fremtidige potentiale for en virksomhed, men det er også ofte noget af det sværeste at vurdere. Vi vurderer altid ledelser på baggrund af, hvad de har gjort historisk og på deres fremtidige strategi for selskabet. Det er derfor en stor fordel, at Rogaczewski og Jørgensen har stået i spidsen af Netcompany i mange år. Det giver et godt datagrundlag. Efter at have fulgt Netcompany længe og studeret deres historik har vi et godt indtryk af ledelsen, bl.a. på grund af deres:

- a) Unikke filosofi og forretningstilgang (The Netcompany Methodology), strategiske vision og intelligente markedspositionering.
- b) Krisehåndtering: Ledelsen har vist evne til at håndtere kriser (f.eks. Coronaviruspandemien) og udfordrende perioder i nye markeder (f.eks. har Norge været et svært marked historisk).
- c) Kapitalallokering: Netcompany har lavet flere større opkøb, og i de fleste tilfælde har vi været enige i rationalet bag opkøbene og mener, at en disciplineret opkøbsstrategi vil bidrage positivt til værdiskabelsen.
I 2023 annoncerede ledelsen et nyt aktietilbagekøbsprogram på 2.000 mio. kr. for 2024-2026. Vi er tilhængere af opportunistiske aktietilbagekøb, så længe aktiekursen er attraktiv, og balancen tillader det. Det er ikke altid, at Netcompanys aktietilbagekøb er faldet i den kategori, men på nuværende kursniveau giver aktietilbagekøb god mening. Det er noget, vi holder skarpt øje med og forventer, at ledelsen suspenderer programmet, hvis aktien ikke længere er væsentligt undervurderet.

Vurdering af Netcompanys kvalitetsniveau

Netcompany er et selskab, der stadig ledes af sine grundlæggere. De ejer en betydelig del af aktierne, og så har de vist gode resultater. Selskabet vækster, er profitabelt og har en håndterbar gæld. På den anden side er Netcompany midt i en usikker international ekspansion, og så besidder selskabet få konkurrencefordele. Vi vurderer Netcompany til at være et selskab af middel kvalitet. I forhold til vores andre investeringer er det i den lave ende.

Kvalitetsvurderingen har det formål at danne grundlag for værdiansættelsen. Hvis vi ikke mener, at et selskab er af tilstrækkelig kvalitet, så kan vi ikke estimere fremtidige pengestrømme og dermed ikke komme med et bud på, hvad selskabet er værd.

Det mener vi derimod godt vi kan med Netcompany. Der er et stort udfaldsrum, men det reflekterer vores værdiansættelse også.

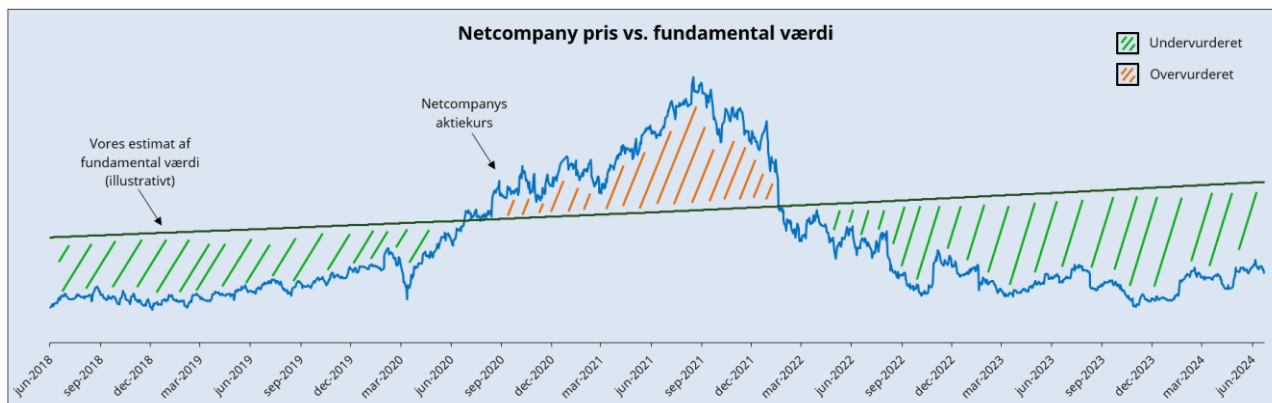
Netcompany som investering

Vi har konkluderet, at Netcompany er af tilstrækkelig kvalitet, men er selskabet undervurderet?

Der er mange kvalitetsselskaber, men det er desværre de færreste, som vi mener er undervurderede. Alle selskaber, vi har analyseret og mener er af tilstrækkelig kvalitet, kommer som minimum på vores reservebænk. Selskaber på bænken følger vi og håber, at enten aktiekursen falder, eller værdien stiger nok til at forsvare en investering.

Figuren nedenfor viser vores (simplificerede) estimat af Netcompanys fundamentale værdi sammenlignet med aktiekursen siden børsnoteringen i 2018. I første halvdel af 2021 mente vi for eksempel ikke, at Netcompany var undervurderet. Vi havde den på bænken og sad klar, hvis muligheden skulle opstå, men

overvejede ikke at investere på daværende tidspunkt. I andet halvdel af 2021 og i 2022 faldt aktien meget og blev pludselig attraktiv. Netcompany blev derfor en del af fonden fra start, d. 1. december 2023, og er oppe med ca. 40 pct. pr 30. juni 2024. På trods af den pæne stigning har vi ingen planer om at sælge vores aktier. Vi mener stadig, at aktien er væsentligt undervurderet.



Værdiansættelse af Netcompany

I vores pengestrømsanalyse (DCF-model) af Netcompany bruger vi en scenarie-vægtet tilgang. Vi tager udgangspunkt i fem forskellige scenarier, hvor vi estimerer selskabets fremtidige pengestrømme. Scenarierne repræsenterer forskellige grader af succes for Netcompany og selskabets internationale ekspansion. Vi forventer følgende vil bidrage positivt til henholdsvis omsætningsvækst og stigende profitmarginer:

Omsætningsvækst:

- Vækst i det underliggende marked (digitaliseringsbølgen fortsætter).
- Geografisk ekspansion, både organisk og ved hjælp af opkøb.
- Stigende markedsandele i nuværende markeder.
- Distribution og salg af eksisterende platforme og produkter. Som set med eksempelvis Modulus Barn i det norske børneværn og AIRHART i samarbejde med Københavns Lufthavne.
- Opkøb af andre teknologi-platforme og produkter. Som set med eksempelvis Intrasoft, der gav Netcompany adgang til nye platforme.

Stigende profitmarginer:

- Modning af internationale markeder. Herunder effektivisering og implementering af Netcompanys forretningsmodel, filosofi og strategi.
- En tilbagevending til historiske markedsvilkår i det danske marked.
- På den lange bane bør stigende konkurrencefordele vise sig i form af lavere omkostninger og/eller højere priser.

Det er vigtigt at sige, at når vi værdiansætter virksomheder, er det næsten aldrig et spørgsmål om ja eller nej. Vi tænker altid i sandsynligheder og udfaldsrum. Derfor har vi altid en pragmatisk tilgang til værdiansættelse og gør os ingen illusion om, at vi kan forudse fremtiden. Dog mener vi, at vi i hele træskolængder kan komme til en minimumsvurdering eller et konservativt estimat af, hvad et selskab er værd. Vi konkluderer, at vi bliver godt betalt for den risiko, vi tager, og vurderer Netcompany til at være et selskab af tilstrækkelig kvalitet og væsentligt undervurderet.

Det amerikanske aktiemarked er højt prisfastsat, og derfor forventer vi et lavt eller negativt merafkast i forhold til obligationer over de næste 10 år.

Dette afsnit er skrevet med det formål at give eksempler på, hvorfor vi er negative på amerikanske aktier på indeksniveau. Derudover prøver vi at vise, at et overvurderet aktiemarked må forventes at give et lavt eller negativt *langsigtet* merafkast i forhold til obligationer. Pointen er også relevant for en indeksinvestering i Globale Aktier, hvor amerikanske aktier fylder ca. 70 pct.

Som alle andre højt prisfastsatte/overvurderede aktier og aktiemarkeder kan amerikanske aktier sagtens fortsætte stigningerne i en rum tid endnu, før de vender. Kun fantasien sætter grænser for, hvor overvurderet et aktiemarked kan blive.

Vi har tre pointer med afsnittet:

- Det amerikanske aktiemarked er højt prisfastsat på historiske multiple.
- Det amerikanske aktiemarked er langt højere prisfast, når økonomiens historiske indtjeningsmargin tages med i betragtning.
- Overvurdering har stor negativ indflydelse på det langsigtede afkast.

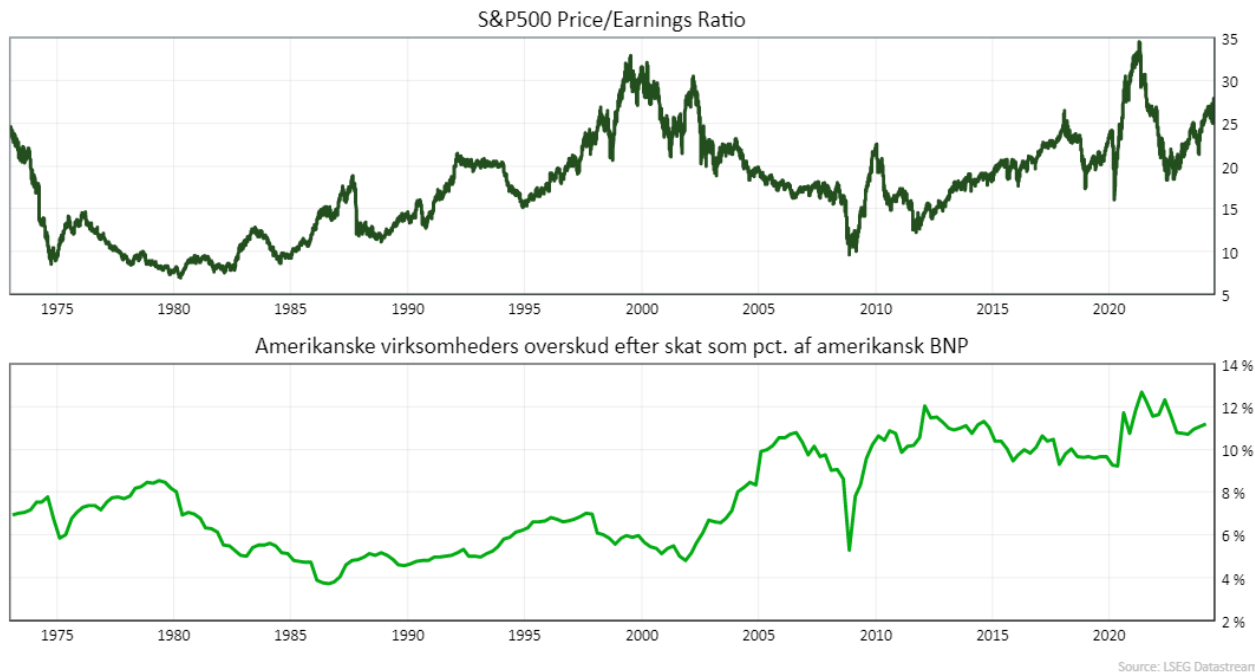


P/E i grafen er målt på seneste 12 måneders indtjening.

Ovenstående figur viser Price/Earnings (P/E) ratioen for S&P 500 indekset siden 1973. På P/E handler det amerikanske aktiemarked ikke langt fra toppen under IT-boblen i år 2000, og det skal falde mere end 30 pct. for at være på det langsigtede gennemsnit. Alternativt skal indtjeningsmarginen stige markant i forhold til et i forvejen meget højt niveau (se graf nedenfor).

Det amerikanske aktiemarked er langt højere prisfastsat, når man medtager høje indtjeningsmarginer

Figuren viser igen øverst S&P 500 indeksets prisfastsættelse på P/E niveau. Den nederste del af figuren viser den amerikanske økonomis profitrate (efter skat) for hele økonomien.



Source: LSEG Datastream

Følgende fremgår af figuren:

- At indtjeningsmarginen (nederste graf), har bevæget sig op og ned over tid, og at det nuværende niveau ligger højt historisk ca. 4 pct. over det gennemsnitlige niveau for de sidste 50 år. (indtjeningen vil falde mere end 30 pct., hvis marginen skal nå sit langsigtede gennemsnit). Vi har brugt indtjeningsmarginen fra amerikansk økonomi som et godt estimat for S&P 500 indeksets margin.
- At indtjeningsmarginen på toppen af IT-boblen i 2000 var godt halvdelen af det nuværende niveau. Derfor, hvis vi halverer det nuværende "E" i P/E ved at bruge marginen fra år 2000 på den nuværende omsætning, bliver indeksets P/E markant højere end toppen i år 2000. Det samme er tilfældet, hvis vi bruger den historiske gennemsnitsmargin.

Amerikanske aktier prisfastsat efter Robert Shillers CAPE (Cyclically Adjusted Price/Earnings ratio)

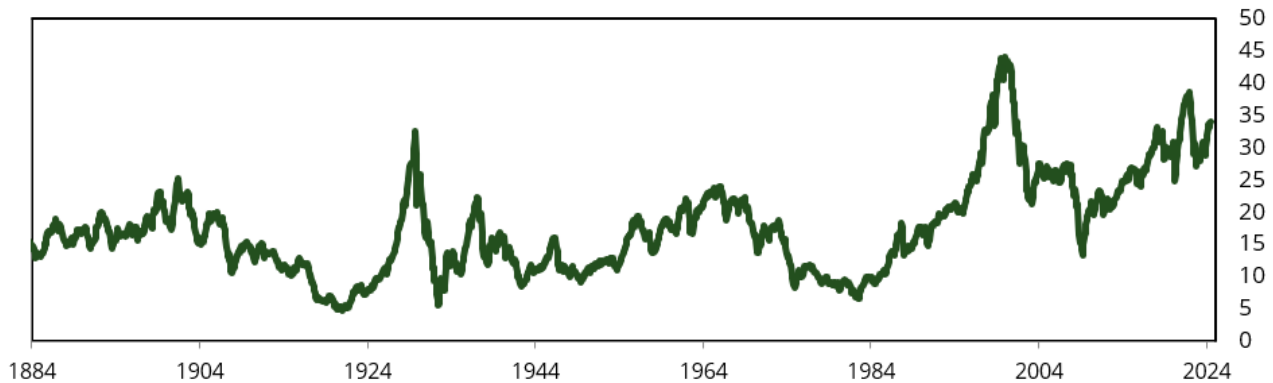
Vi viser i dette afsnit, hvordan aktiemarkedet er prisfastsat ud fra Robert Shillers (Nobelprisvinder og Professor ved Yale University) måde at opgøre P/E på. Derefter bruger vi hans tilgang til at vise, at et overvurderet aktiemarked giver et lavt 10-årigt merafkast for aktier. Robert Shillers formel for P/E, også kendt som CAPE (Cyclically Adjusted Price/Earnings ratio):

$$CAPE = \frac{\text{Indekspris}}{10 \text{ års gennemsnits EPS}}$$

Hvor EPS (earnings per share) er målt som indtjening per indeksenhed, inflationsjusteret.

Formlen adskiller sig ved, at han bruger et gennemsnit af 10-års inflationsjusteret EPS i stedet for årets EPS. Det giver et mere roligt PE-niveau, som langt hen ad vejen udjævner bump som f.eks. Finanskrisen eller Coronaviruspandemien.

Price-Earnings Ratio (CAPE, P/E10)



Det fremgår af figuren:

- At det amerikanske aktiemarked er særdeles dyrt prisfastsat i en 200-års sammenhæng.
- At det nuværende CAPE niveau er lidt lavere end det højeste niveau under Finanskrisen, ligesom det faktiske P/E niveau er, men begge dele er målt på marginniveauer i økonomien som ligger langt over det historiske gennemsnit.

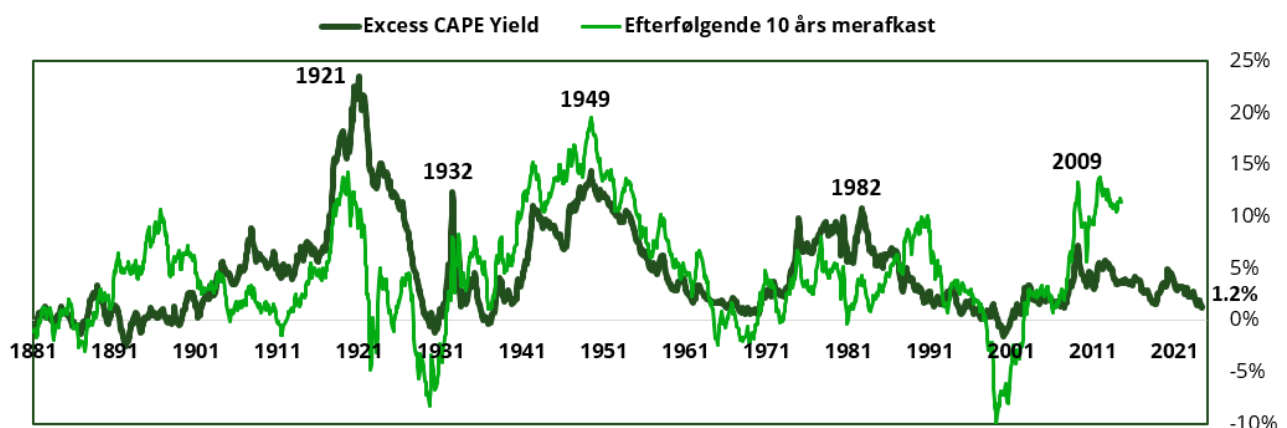
Høj prisfastsættelse giver et lavt langsigtet afkast

Vi bruger nu Robert Shillers tilgang til at vise, at en lav aktierisikopræmie/for høj prisfastsættelse med rimelig sandsynlighed giver et lavt eller negativt merafkast for amerikanske aktier i forhold til obligationer i den kommende 10 års periode.

Robert Shiller omregner sin CAPE til "earnings yield" (det inverse af P/E ratioen), og trækker den effektive rente for lange amerikanske statsobligationer fra.

Figuren viser "CAPE yield/risiko præmie" samt det efterfølgende 10 års reale merafkast (derfor stopper linjen i 2014).

Excess CAPE Yield (ECY) og efterfølgende 10-års merafkast



Figuren viser for os:

- En god sammenhæng mellem prisfastsættelse på CAPE og det efterfølgende 10 års reale merafkast.
- Hvis man sammenholder den nuværende aktierisikopræmie med tilsvarende niveauer historisk (1927-1928; 1937; 1966-69; 1999-2000) viser figuren, at det efterfølgende 10 års merafkast bliver lavt eller negativt.

Hvad med AI – er det ikke en gamechanger?

Der er en stemme i markedet, som forsvarer det nuværende prisniveau på det amerikanske aktieindeks med potentialet indenfor især AI. Overordnet mener vi, at AI er en meget stærk teknologi. AI vil være en stærk booster for produktivitet, innovation, kreativitet og læring.

Nogle virksomheder vil opleve en stærkere konkurrenceposition som følge af AI, mens mange andre virksomheders konkurrencefordel og position vil blive udfordret af hurtigere replikering af forretningsmodeller og produkter. Vi mener derfor ikke, at AI teknologi kan forsvare den nuværende prisfastsættelse af det amerikanske aktiemarked.

Når det så er sagt, glæder vi os dagligt over det produktivetsboost AI giver os i vores eget arbejde.

Konklusion på prisfastsættelsen af det amerikanske aktiemarked

For os er det amerikanske aktiemarked markant overvurderet, både absolut og i forhold til renteniveauet. Derfor forventer vi et lavt eller negativt merafkast af det amerikanske aktiemarked i forhold til obligationer. Det er vigtigt at gentage, at mens værdifastsættelse er helt afgørende for det langsigtede afkast (5 – 10 år) er det oftest irrelevant for det kortsigtede afkast (0-2 år).

Forskellen på en absolut og en relativ investeringstilgang

Panorama Invest har en absolut investeringstilgang, med et mål om at opnå et højt langsigtet afkast og en god langsigtet kapitalbeskyttelse. Dette er i modsætning til en relativ investeringstilgang, som bruges af mange danske investeringsforeninger. Den absolutte og den relative investeringstilgang repræsenterer to grundlæggende forskellige tilgange til investering.

- **Den absolutte tilgang** fokuserer på at opnå et positivt afkast, uanset de generelle markedsforhold. Investeringsbeslutninger træffes ud fra forventningen om at skabe absolut værdi, og risici vurderes i absolutte termer, såsom potentiale for tab af kapital.
- **Den relative tilgang**, derimod, fokuserer på at overgå et specifikt markedsindeks eller benchmark, såsom S&P 500 eller MSCI World. Målet er at levere et bedre afkast end benchmark, selv hvis det absolutte afkast er negativt. Beslutninger træffes ud fra, hvordan de forventes at præstere i forhold

til benchmark, og risici vurderes i forhold til benchmarkets bevægelser, ofte målt som tracking error eller beta.

Hos Alm. Brand Asset Management var vores opgave som forvaltere at skabe et højere afkast end benchmark - en relativ investeringstilgang. Det gjorde vi. Vi forvaltede ca. 4 mia. kr., og heriblandt en 4-stjernet global fund med 2 mia. kr. i aktiver og to 5-stjernede blandede fonde. Vi leverede også et højt absolut afkast, men hvad nu hvis vores benchmark havde været for højt prisfastsat, og af den årsag faldt voldsomt på et senere tidspunkt? Så kunne vi have slået benchmark, men stadig have efterladt investorerne med et utilfredsstillende afkast.

Da aktiemarkeder og ikke mindst enkelt-aktier jævnligt bliver alt for dyre - og af den grund får et lavt eller negativt langsigtet afkast - har Panorama Invest en absolut investeringstilgang. Vi er 100 pct. fokuserede på det absolutte afkast. Hvis vi ikke mener, at et selskab er af tilstrækkelig kvalitet og væsentligt undervurderet, investerer vi ikke.

Læs eventuelt vores tidligere skriv "[Undervurdering er vigtig for det langsigtede afkast](#)".

Links:

- [Bliv medinvestor](#)
- [Introduktion til vores investering i BMW](#)
- [Introduktion til vores investering i SAP](#)
- [Introduktion til vores investering i Pandora](#)
- [Makroøkonomiske og politiske risici](#)
- [Samling af alle vores nyhedsbreve](#)
- [Portefølje-fanen på hjemmesiden](#)
- [Dokument med central information \(PRIIP\)](#)
- [Ansvarsfraskrivelse og andre lovpligtige dokumenter](#)

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:

1. **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.
2. **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.
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 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.