Panorama Invest

9 måneder

2025

PANORAMA
INVEST

PANORAMA
INVEST

20. oktober 2025

Kære medinvestor

Mange tak for den tillid, du viser os, det sætter vi stor pris på.

Formålet med denne rapport er at give dig et klart overblik over afkastet, porteføljen og andre relevante opdateringer fra Panorama Invest.

De vigtigste pointer i rapporten er:

- Afkastet var i de første 9 måneder af 2025 på 16 pct., og aktieandelen var i gennemsnit 69 pct. Siden start den 1. december 2023 har afkastet været på 31 pct.
- Vi er trygge ved fondens investeringer, som for os mere end opvejer et noget usikkert politisk og makroøkonomisk miljø.

De bedste hilsner

Panorama Invest

Anders, Henrik og Jan

Indhold:

- Resume: Et godt år på trods af modvind
- Afkast
- Porteføljen, selskaber og afkastbidrag
- Strukturel økonomi og finansielle markeder

PANORAMA INVEST

Resume: Et godt år på trods af modvind

2025 har indtil nu været et positivt investeringssår for Panorama Invest-fonden, som har leveret et afkast på **16 pct. t.o.m. 30 september 2025 med en gennemsnitlig aktieandel på 69 pct.** Afkastet er båret af gode resultater i flere af porteføljens kerneinvesteringer.

Vi ser fortsat meget attraktive investeringsmuligheder i porteføljens enkeltselskaber, hvilket er lidt usædvanligt så sent i et konjunkturforløb, hvor prisfastsættelse normalt bliver mere og mere optimistisk.

Over de kommende par år forventer vi en relativt lav gennemsnitlig økonomisk vækst i udviklede lande og en inflation, der sandsynligvis ligger lidt over centralbankernes mål på 2 pct. i gennemsnit.

På længere sigt fremstår det makroøkonomiske og politiske billede komplekst og med en overvægt af risici. Flere vestlige økonomier balancerer mellem afmatning og inflationstryk, mens gældsniveauer, budgetunderskud, lav produktivitetsvækst og demografiske udfordringer sætter strukturelle grænser for fremtidig vækst.

I dette investeringsmiljø vurderer vi, at aktieudvælgelse bliver afgørende for attraktive afkast over de næste fem år. Vi er trygge ved fondens investeringer og ved vores strategi om udelukkende at investere i væsentligt undervurderede selskaber af tilstrækkelig kvalitet med robuste forretningsmodeller, stærke balancer og dokumenteret evne til værdiskabelse.

Værd at vide om fondens mål og strategi: Vores investeringsmål er at opnå et højt langsigtet absolut afkast og god langsigtet kapitalbeskyttelse.

Fonden investerer alene i væsentligt undervurderede selskaber af tilstrækkelig kvalitet og i obligationer.

Når markedet ikke tilbyder tilstrækkelige muligheder, reduceres aktieandelen, og andelen af obligationer øges. Porteføljesammensætningen er således dynamisk.

Læs altid lovpligtigt PRIIP-dokument for estimerede afkast og risikoscenarier. Aktieinvestering indebærer altid væsentlige risici - ikke mindst på kort og mellemlang sigt.

PANORAMA INVEST

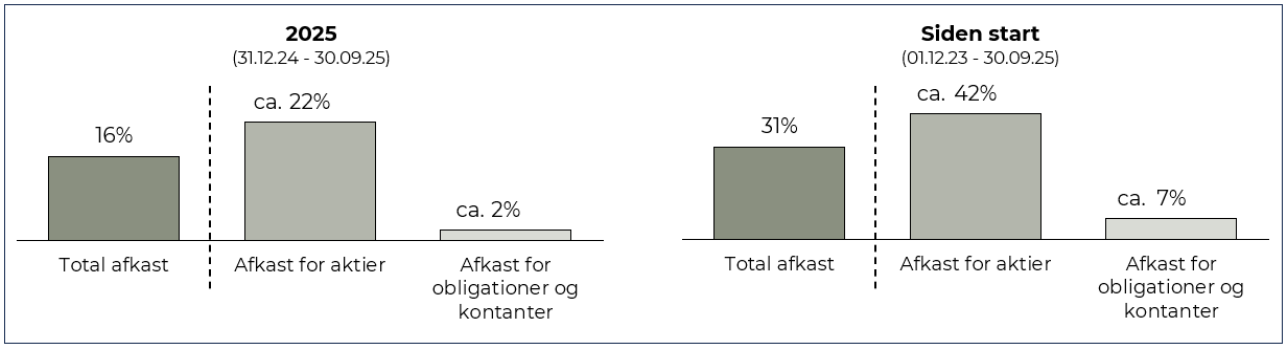
Afkast

For de første tre kvartaler opnåede fonden et afkast på 16 pct. trods ganske meget usikkerhed og negative påvirkninger gennem blandt andet tariffer. Fondens gennemsnitlige aktieandel har været ca. 69 pct.

	9 måneder 2025 (31.12.24 – 30.09.25)	Siden start (01.12.23 – 30.09.25)
Afkast for Panorama Invest[1]	+ 15,5 %	+ 30,9 %
Gennemsnitlig aktieandel	69 %	69 %

[1]PortfolioManager Panorama Invest KL, afkast udregnet på NAV (dvs. efter omkostninger).

Figuren herunder viser en opsplitning af afkastet for hhv. aktie- og obligationsandelen. Det fremgår, at aktieandelen har trukket afkastet både i år og fra fondens start 1. december 2023. Fondens afkast på aktier har været noget højere end afkastet på Globale Aktier samtidig med, at fonden ikke har været nævneværdigt investeret i "Magnificent 7" aktier, som i høj grad har trukket Globale Aktier.



Til reference: I de første 9 måneder af 2025 steg amerikanske aktier (S&P500) med 0,5 pct. i danske kroner, europæiske aktier (STOXX600) steg 13,3 pct., og danske aktier (OMXC25) faldt 6,3 pct.

I porteføljeafsnittet skriver vi om positive og negative afkast fra selskaber og sektorer.

Historiske resultater udgør ikke nogen forudsigelse om fremtidigt afkast. Det lovpligtige dokument PRIIP, hvor afkast og risiko bygger på simulerede data, bør være udgangspunkt i forhold til investors vurderinger af fremtidige afkast og risici. Dette gælder for alle investeringsforeninger, herunder Panorama Invest. Risikoklassen er 4, hvilket angiver fondens risikoniveau i forhold til andre fonde. Den viser sandsynligheden for, at fonden vil tabe penge på grund af bevægelser i markedet. Klassificeringen kan ændre sig og er ikke nødvendigvis en pålidelig indikator for den fremtidige risikoprofil.

PANORAMA INVEST

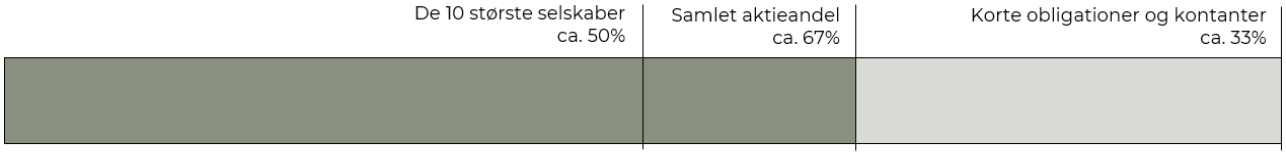
Porteføljen

Porteføljens sammensætning på aktivklasser:

Den nuværende aktieandel på ca. 67 pct. afspejler antallet af væsentligt undervurderede selskaber af tilstrækkelig kvalitet, vi kan finde, og balancerer porteføljens muligheder med vores syn på makroøkonomiske muligheder og risici.

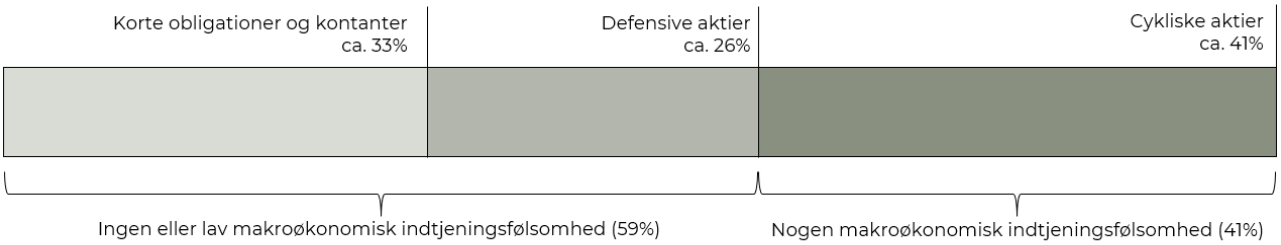
Herunder viser vi til orientering porteføljens opsplitning på forskellige måder.

Porteføljens sammensætning og koncentration



(Opdateret 30-09-25)

Porteføljens sammensætning på makroøkonomisk indtjeningsfølsomhed:



(Opdateret 30-09-25)

Porteføljens overordnede fordeling på sektorer og lande:

	Danmark	Tyskland	Japan	USA	Frankrig	Holland	Spanien	Procent af porteføljen
Diskretionært Forbrug		4	2	2				24%
Stabilt Forbrug	1					1		4%
Teknologi	1	1		1	2		1	10%
Kommunikation								
Finans		1			3	2		12%
Sundhed								
Industri	1	2						5%
Forsyning								
Energi								
Materialer	1			1				11%
Ejendomme								
Procent af porteføljen	16%	24%	1%	11%	13%	1%	1%	67%

(Opdateret 30-09-25)

Porteføljen har de største koncentrationer af investeringer i Diskretionært Forbrug, Finans, Materialer og IT, og dette er et udtryk for, at vi ser de bedste investeringsmuligheder i netop disse sektorer. Porteføljen har en overvægt af selskaber, som 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 forhold til seneste kvartal er den største ændring, at porteføljens andel af cykliske aktier er nedbragt med 11 pct., primært ved nedbringelse af finansaktier efter markante stigninger.

PANORAMA INVEST

Porteføljens muligheder og risici fra kvalitative vinkler

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.

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

Porteføljen 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 (ex. tariffer).	Lav
Porteføljens omsætningseksponering til Kina.	Lav
Porteføljens akkumulerede andel af omsætning i USA (i pct. af hele porteføljen).	< 10 pct.
Porteføljens akkumulerede andel af afsætning til USA, uden at selskabet samtidig producerer i USA.	< 4 pct.

Selskaber, porteføljeeksponeringer og afkast fra selskaber og sektorer

Porteføljens afkast har været positivt påvirket af en række selskaber, men ikke mindst af yderligere stigninger i bankaktier, i cykliske forbrugsaktier samt i aktier inden for materialer. Aktier inden for industri og stabilt forbrug har trukket lidt ned.

Bankaktier: Vores investeringer i finansaktier er fortsat med at bidrage pænt i tredje kvartal, og er i gennemsnit steget mere end 40 pct i år. I seneste kvartal har vi nedbragt eksponeringen til banker generelt og væsentligt til blandt andet Société Générale. Aktien er gået fra at være misforstået i vores optik til nu at handles tættere på vores estimat af fundamental værdi.

Vi ser fortsat attraktive investeringer på lang sigt i udvalgte bankaktier, men vi er opmærksomme på, at bankaktier i krisetider og under stor usikkerhed er "kanariefugle i kulminen". I krisetider falder de ofte langt mere, end der er fundamentalt belæg for. Derfor vil vi hellere reducere lidt for tidligt med en god sandsynlighed for at kunne foretage særdeles gode langsigtede køb på lavere niveauer senere.

Vestas: Vi købte Vestas til porteføljen på kurs 97 (pt. handles Vestas ca. til kurs 130) under stor uro i forbindelse med tariffer og "politisk modvind" fra den amerikanske administration.

Mens Trumpadministrationen ikke er understøttende for alternative energiformer, er den, som vi ser det, ikke i stand til at stoppe den grønne omstilling. Den grønne omstilling drives af prisen på energi og af ønsket om grøn omstilling fra lande, delstater, store virksomheder og privatpersoner.

Vestas klarer kun lige vores krav om "tilstrækkelig kvalitet", mens vi anser Vestas for at være væsentligt undervurderet.

Kvaliteten trækkes op af deres serviceforretning med høje marginer, højt afkast på investeret kapital samt lange ordrebøger. Kvaliteten i selskabets turbinedivision er isoleret set lav trods deres stærke markedsposition, og den er trukket ned af konkurrencesituationen, af tidligere kontrakters manglende

inflationssikring og af følsomheden i deres forsyningskæde. Derudover er selskabets soliditet i underkanten i forhold til vores præferencer givet selskabets operationelle risikoprofil.

Vi forventer, at prisen på produceret strøm fra vindmøller vil fortsætte med at falde strukturelt, drevet af produktivitetsstigninger. Det betyder, at vindenergi bliver mere og mere konkurrencedygtig i forhold til andre energiformer over tid. Samtidig betyder udbredelsen af elbiler samt strømlagringssystemer, at vind som energiform kan fylde en betydeligt større del af det samlede strømforbrug fremover.

Vi forventer, at Vestas' omsætning, marginer og dermed indtjening vil stige væsentligt på baggrund af øget efterspørgsel og forbedrede marginer på nyere ordre. Baseret på vores sandsynlighedsvægtede pengestrømsanalyser mener vi, at den nuværende prisfastsættelse implicit inddiskonterer et for negativt scenarie for fremtidige pengestrømme, og at selskabet er væsentligt undervurderet. Niveauet af kvalitet sætter et lavere maksimum for, hvor meget selskabet må fylde i porteføljen.

Strukturel økonomi og finansielle markeder

Værd at vide: 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 samt 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.

Herunder opsummerer vi kort nogle af de store potentielle økonomiske og politiske risici, som vi følger tæt og tidligere har skrevet om. De har alle – efter vores vurdering – en høj sandsynlighed for at få væsentlig økonomisk betydning på længere sigt:

Strukturelle økonomiske, politiske og finansielle risici, som vi følger:

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 og turbulensen i kølvandet af amerikansk politik.

Strukturelle økonomiske ubalancer:

- Kinesisk økonomi har en kombination af flere store strukturelle ubalancer: Et meget højt prisfastsat boligmarked; en høj gæld i forhold til økonomiens udviklingstrin; en faldende arbejdsstyrke; en høj investeringsandel i økonomien, hvor afkastet er faldende og et højt budgetunderskud (inkl. regioner og specielle fonde).
- Amerikansk økonomi har et meget stort strukturelt budgetunderskud og mangler ledig arbejdskraft for at vækste. Herudover har USA et relativt stort underskud på betalingsbalancen og en høj akkumuleret udlandsgæld.

Finansielle ubalancer

- Det amerikanske aktiemarked er (fortsat) meget højt prisfastsat på multiple og langt højere prisfastsat, hvis man tror på en normalisering af økonomiens p.t. høje profitandel. Det amerikanske meget høje budgetunderskud spiller ind ved, at økonomien mangler skatteindtægter på sigt, som kun kan komme fra borgere og/eller virksomheder. Dette vil - alt andet lige - få væksten, profitraten og overskuddet til at falde.
- Er US dollar truet som reservevaluta pga. store ubalancer og uansvarlig økonomisk politik?

PANORAMA
INVEST

Global økonomi og politik

Globalt er de strukturelle økonomiske og især 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.

Finanspolitiske lempelser i USA og i Europa ventes at understøtte væksten over de næste år og mindsker risikoen for recession. Vi forventer en relativt lav gennemsnitlig økonomisk vækst i udviklede lande og en inflation, der sandsynligvis ligger lidt over centralbankernes mål på 2 pct. i gennemsnit.

De største risici over de kommende fem år vurderer vi fortsat kommer fra Kina og Ruslands alliance mod vesten, de store strukturelle ubalancer i især Kina og i USA samt fra et højt prisfastsat amerikansk aktiemarked (jf. den korte beskrivelse i boksen ovenfor).

På længere sigt er vi fortsat meget optimistiske omkring kunstig intelligens og effekten på produktivitet og produktudvikling på mange områder, men det vil tage tid at implementere. Kunstig intelligens tilbyder store fordele for blandt andet innovation, effektiviseringer af offentlige og private virksomheder, effektiviseringer og udvikling af sundhedsvæsnet, klimaindsats, uddannelsesområdet osv.

Politik: Den foreløbige våbenhvile i Mellemøsten er en stor gevinst for Trumpregeringen, og varig fred i Mellemøsten kunne skabe et højere olieudbud med faldende priser til følge. Dette ville i givet fald give et positivt løft til forbrugsmuligheder og et velkomment negativt bidrag til prisstigningstaksten på kort sigt.

Ruslands aggressioner mod Ukraine og landets alliancer med Kina, Nordkorea og Belarus er fortsat en stor risiko, men vi vurderer, at NATO-alliancen bliver stærkere og stærkere, og at det sandsynligvis vil være tilstrækkeligt til at undgå krig mellem NATO-lande og Rusland mv. i fremtiden.

Senest har Kina indført skærpede eksportbegrænsninger på såkaldte sjældne jordarter, der indgår som en essentiel del i en række vigtige produkter såsom computere, forsvarsteknologi, mobiltelefoner, elbiler, batterier osv. Trods navnet er jordarterne ikke sjældne, men Kina har bevidst opbygget 90 pct. af forædlingsprocessen og kontrol med en stor del af udbuddet, hvilket de nu bruger mod Vesten. Det rapporteres fra EU, at også europæiske virksomheder i stor stil mangler eksporttilladelser, og at Kina bruger tilladelserne som pressionsmiddel. På kort sigt øger det risikoen for globale forsyningskæder og dermed for global økonomi, mens det på længere sigt vurderes at være den største risiko for Kina selv. Kinas adfærd ventes at kunne medføre nye handelsrestriktioner, færre direkte investeringer, mindre videnstunge investeringer og krav om balance på samhandlen.

Amerikansk økonomi og kreditmarkedet

Over de næste par år vurderer vi, at den amerikanske økonomi mest sandsynligt vil opleve lav vækst gennemsnitligt, trukket af lønstigninger, skattelettelser og offentligt forbrug.

Den amerikanske centralbank FED har en større udfordring med rentepolitikken, fordi der på den ene side er et stort politisk pres for lavere renter, og at inflationstakten er faldet, og på den anden side en sencyklisk økonomi med et stadigt lidt for højt inflationspres og et stramt arbejdsmarked med pæne lønstigninger. Inflationsbilledet er yderligere vanskeligt at vurdere, fordi økonomien endnu ikke har oplevet det fulde gennemslag fra tariffer, og at nedlukning af statsapparatet kan vanskeliggøre pålidelige data.

På længere sigt ser vi den amerikanske økonomi som sencyklisk med begrænset ledig kapacitet til at vækste og med store strukturelle udfordringer, i form af et meget stort strukturelt budgetunderskud og for høj gæld. Det amerikanske aktiemarked er fortsat højt prisfastsat, hvilket udgør en risiko for økonomien, hvis det falder (gennem sammenhæng mellem formue og opsparingskvote), og vi ser også udtalt spekulativ prisfastsættelse på enkeltaktieniveau i USA.

Markedet for kreditobligationer: Er sammen med centralbankers industriundersøgelser over krediteftерspørgsel, kreditbetingelser og kreditgenerering ofte en tidlig strategisk indikator ved store

PANORAMA INVEST

økonomiske vendepunkter og derfor vigtigt for os som aktieinvestorer. Vi ser ikke noget foruroligende i hverken kreditbetingelser eller låneefterspørgsel.

Forskellen mellem renten på virksomhedsobligationer og på statsobligationer i USA, også kaldet kreditspænd, har bevæget sig ned på det laveste niveau siden 1998 – se graf nedenfor. Renteforskellen kan ligge på dette lave niveau i flere år, som det gjorde før Finanskrisen, men det er vigtigt at holde øje med indikationer på spekulativ belåning og svage kreditstandarder, som der senest har været eksempler på i det private kreditmarked i USA.

For os viser det lave kreditspænd i første omgang den samme høje risikoappetit, som den vi ser i det amerikanske aktiemarked, men vi holder øje med udviklingen, også i forhold til vores investeringer i europæiske banker, der er følsomme for ændringer i kreditmarkedet. På kortere sigt er det lave kreditspænd inkonsistent med den fortsat lave værdifastsættelse af udvalgte europæiske banker.

Her vises kreditspændet på obligationer med BBB rating (investment grade):

Europa

I Europa forventer vi også lav vækst og stabil inflation over de næste par år, trukket af lønstigninger, offentligt forbrug herunder forsvarsinvesteringer og muligvis faldende arbejdsløshed. Europas opsparingskvote er væsentligt højere end den amerikanske, og europæisk økonomi har tidligere klaret sig godt sent i konjunkturforløb. Samlet set ser vi muligheder for positive overraskelser. Vi ser fortsat de strukturelle økonomiske ubalancer som små sammenlignet med USA.

Den politiske situation i Frankrig er fortsat et stort politisk problem, men vi ser fortsat problemet som politisk og ikke som et spørgsmål om betalingsevne. Problemet er større og mere risikofyldt end blot for Frankrig, idet det kan svække beslutningskraften i EU. For porteføljens franske investeringer ser vi dog niveauet af undervurdering som langt større end det, der kan forklares af risiciene i fransk politik.

På indeksniveau ser værdiansættelsen i Europa attraktiv ud i forhold til USA. Tabellen herunder giver et kort overblik over forskellige former for prisfastsættelse af amerikanske og europæiske aktier. For os er især den reale aktierisikopræmie interessant, og den er trukket af både et lavere realrenteniveau og af en lavere prisfastsættelse.

	P/E (Seneste 12 måneders indtjening)	Aktierisikopræmie (Earnings yield minus 10-årig rente)	Real Aktierisikopræmie (Earnings yield minus 10-årig indeksobligationsrente)
Europa	17,8	+ 3,1 %	+ 5,0 %
USA	27,8	- 0,4 %	+ 1,9 %

PANORAMA
INVEST

Ansvarsfraskrivelse

Denne rapport og de præsenterede oplysninger er markedsføringsmateriale og skal ikke betragtes som investeringsrådgivning, en opfordring til at købe eller sælge finansielle produkter eller en garanti for fremtidige resultater. Investering indebærer risici, og historiske resultater er ingen garanti for fremtidige afkast.

Vi henviser dig til at læse prospektet og dokumentet med central information (PRIIP-dokumentet), inden du træffer en endelig investeringsbeslutning:

- Dokument med central information (PRIIP)
- Prospekt

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 markedsføring og 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.

Links

- Dokument med central information (PRIIP)
- Prospekt
- Inden du investerer og beskatning
- Panorama Invest lovpligtige dokumenter
- Historiske afkast