



Panorama Invest

1. kvartal

2026

15. april 2026

Kære medinvestor

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

Nyhedsbrevet indeholder et overblik over afkastet, porteføljen, udvalgte selskaber og andre økonomiske forhold.

De vigtigste pointer i rapporten er:

- Afkastet for 1. kvartal 2026 blev på minus 3,3 pct., og aktieandelen var i gennemsnit 61 pct. Siden start den 1. december 2023 har afkastet været på 36 pct. med en gennemsnitlig aktieandel på 68 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

Resume: Et risikofyldt kvartal

PortfolioManager Panorama Invest KL (Fonden) leverede i 1. kvartal et afkast på minus 3,3 pct. med en gennemsnitlig aktieandel på 61 pct.

Siden start den 1. december 2023 til og med ultimo 1. kvartal 2026 har Fonden nu leveret et samlet afkast på 36 pct. med en gennemsnitlig aktieandel på 68 pct. Afkastet er lidt højere end afkastet for Globale Aktier samtidig med, at risikoen har været betydelig mindre (lavere aktieandel, lavere volatilitet).

Den økonomiske usikkerhed er steget det seneste kvartal i takt med stigende energipriser på grund af krigen i Iran. Dermed er udfaldsrummet for de økonomiske scenarier større. Vi vurderer fortsat, at det mest sandsynlige centrale scenarie er 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. Især Kina og USA har en kombination af strukturelle økonomiske, finansielle og politiske risici, som vi følger tæt.

Vi er trygge ved Fondens investeringer og ved vores strategi om udelukkende at investere i væsentligt undervurderede selskaber af tilstrækkelig kvalitet med robuste forretningsmodeller, tilstrækkeligt kapitalberedskab og dokumenteret evne til værdiskabelse.

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

Vores investeringsmål bygger på en enkel erfaring: En portefølje af væsentligt undervurderede kvalitetsselskaber giver den bedste langsigtede sandsynlighed for et attraktivt absolut afkast, kombineret med god kapitalbeskyttelse over tid. Undervurdering betyder for os, at vores estimat af nutidsværdien af selskabets fremtidige frie pengestrømme væsentligt overstiger det, som selskabet kan købes for i dag.

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

Læs altid det [lovpligtige PRIIP-dokument](#) for estimerede afkast og risikoscenarier. Aktieinvestering indebærer altid væsentlige risici - ikke mindst på kort og mellemlang sigt.

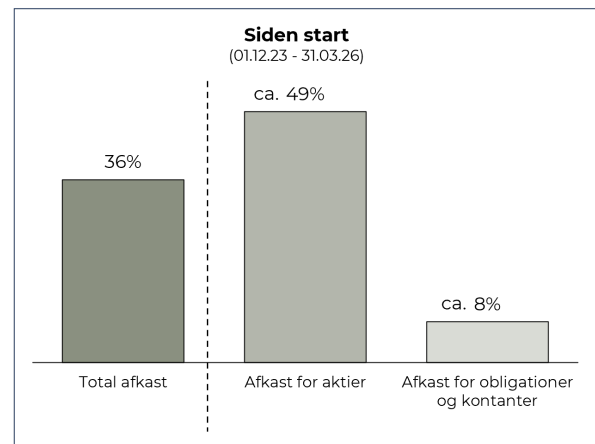
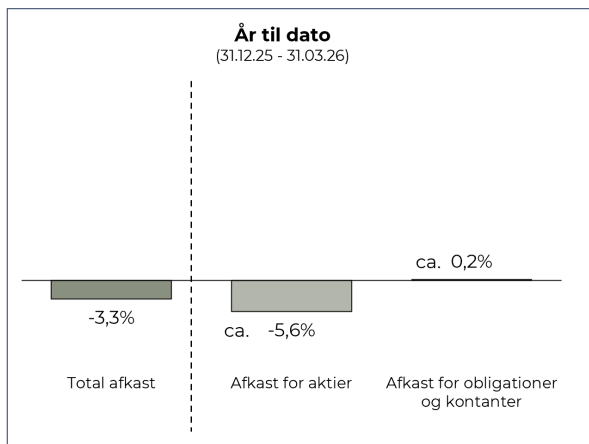
Afkast og risiko

For 1. kvartal 2026 blev Fondens afkast minus 3,3 pct. Fondens gennemsnitlige aktieandel har været ca. 61 pct.

	1. kvartal 2026 (31.12.25 – 31.03.26)	Siden start (01.12.23 – 31.03.26)
Afkast for Panorama Invest ¹	- 3,3 %	+ 36,1 %
Gennemsnitlig aktieandel	61 %	68 %

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

Figuren herunder viser en opsplitning af afkastet for hhv. aktie- og obligationsandelen.



I porteføljeafsnittet skriver vi lidt om afkastbidrag.

Hvis vi ser på Fondens kvantitative risiko og afkast/risiko siden start, ser tallene sådan ud:

	Siden start (01.12.23 - 31.03.26)
Gennemsnitlig aktieandel	68 %
Standardafvigelse	10 %
Sharpe Ratio	1,2
Sortino Ratio	1,5

Vores mål er et højt langsigtet absolut afkast og en god langsigtet kapitalbeskyttelse og ikke et relativt afkast i forhold til et indeks. Når det er sagt, har afkastet været lidt højere end afkastet på Globale Aktier samtidig med, at risikoen målt ved aktieandel og volatilitet har været noget mindre.

Disclaimer: Historiske resultater udgør ikke nogen garanti for fremtidigt afkast. Det lovpligtige dokument PRIIP, hvor afkast og risiko til dels bygger på simulerede data, bør være udgangspunktet i forhold til investors vurderinger af fremtidige afkast og risici. Dette gælder for alle investeringsforeninger, herunder PortfolioManager Panorama Invest KL. Fondens risikoklasse er 4, hvilket angiver risikoniveauet 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.

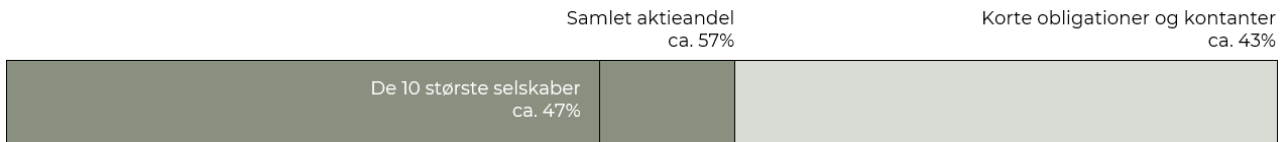
Porteføljen, selskaber og afkastbidrag

Porteføljens sammensætning på aktivklasser:

Den nuværende aktieandel på ca. 57 pct. afspejler, hvor mange væsentligt undervurderede selskaber af tilstrækkelig kvalitet vi aktuelt kan finde, balanceret mod vores vurdering af de makroøkonomiske muligheder og risici.

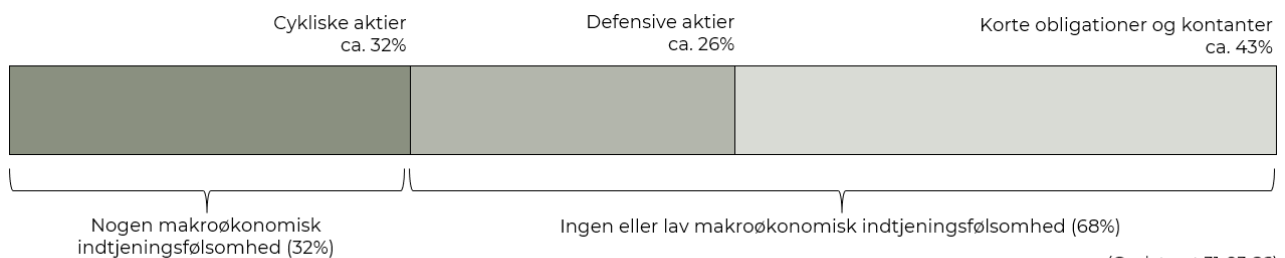
Herunder viser vi til orientering porteføljens opsplnitning på forskellige måder.

Porteføljens sammensætning og koncentration:



(Opdateret 31-03-26)

Porteføljens sammensætning på makroøkonomisk indtjeningsfølsomhed:



(Opdateret 31-03-26)

Porteføljens aktieandel fordelt på sektorer og lande:

	Danmark	Tyskland	Japan	USA	Frankrig	Holland	Spanien	Procent af porteføljen
Diskretionært Forbrug	1	4	2					18%
Stabilt Forbrug	1					1		5%
Teknologi	1	1		1	2		1	12%
Kommunikation								
Finans		1			3	2		9%
Sundhed								
Industri	1	2						7%
Forsyning								
Energi								
Materialer	1							6%
Ejendomme								
Procent af porteføljen	21%	21%	1%	1%	12%	1%	0%	57%

(Opdateret 31-03-26)

Porteføljen har de største koncentrationer af investeringer i Diskretionært Forbrug, Teknologi, Finans og Materialer, og dette er et udtryk for, at vi ser de bedste investeringsmuligheder i selskaber inden for disse sektorer. Porteføljen har en overvægt af selskaber, som har hovedsæde i Tyskland, Danmark og Frankrig, men dette er igen 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.

Porteføljens muligheder og risici set 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.	> 40 %

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.	Lav
Porteføljens omsætningseksposering til Kina.	Lav
Porteføljens akkumulerede andel af omsætning i USA (i pct. af hele porteføljen).	Lav
Porteføljens akkumulerede andel af omsætning til USA, uden at selskabet samtidig producerer i USA.	Meget lav

Disclaimer: Vores vurderinger kan vise sig ikke at være korrekte eller for optimistiske.

Afkastbidrag og selskaber

Kvartalets afkastbidrag afspejlede et marked præget af højere usikkerhed og større forskelle på tværs af sektorer, industrier og selskaber. På sektorniveau kom de største positive bidrag fra Materialer, Finans og Industri, mens Diskretionært Forbrug samlet set trak ned, om end med betydelige forskelle mellem de enkelte selskaber.

På selskabsniveau var Newmont Corp, Netcompany og Vestas blandt de største positive bidragsydere, mens Pandora og BMW var blandt de største negative bidragsydere.

Newmont Corp – solgt. Vi har solgt Newmont Corp ud af porteføljen efter en markant kursstigning, understøttet af højere guld-, sølv- og kobberpriser. Efter stigningen handlede aktien inden for vores interval for fundamental værdi, og aktien blev derfor solgt. Provenuet er geninvesteret i nye selskaber, som vi vurderer, er væsentligt undervurderede og af tilstrækkelig kvalitet. Selskabet er nu sat på bænken, hvor vi løbende følger udvikling og muligheder.

Vi ser fortsat værdi i selskabet relativt til de underliggende råvarepriser, men vurderer samtidig, at råvarepriserne nu ligger så højt i forhold til produktionsomkostningerne, at risikoen for tilbagefald er steget. Historisk fører høje råvarepriser ofte til øgede investeringer i ny kapacitet, hvilket over tid kan øge udbuddet og lægge pres på priserne.

Vestas bidrog positivt i kvartalet og er steget knap 100 pct. siden vores køb for et år siden. Vi vurderer fortsat, at selskabet er undervurderet.

Den geopolitiske uro og stigende energipriser understøtter efter vores vurdering den langsigtede efterspørgsel efter energikilder, der både er konkurrencedygtige, skalerbare og mindre udsatte for geopolitisk usikkerhed. Samtidig forventer vi, at teknologisk udvikling og stordriftsfordele vil fortsætte med at reducere omkostningerne ved grøn energi og energilagring. Jo højere priserne og usikkerheden er omkring de konventionelle alternativer, desto stærkere bliver incitamentet til omstilling.

Aktier inden for diskretionært forbrug. Vores investeringer inden for Diskretionært Forbrug, herunder BMW og Pandora, trak ned i kvartalet. Det ændrer imidlertid ikke ved vores vurdering af, at selskabernes fremtidige pengestrømme er væsentligt mere værd end de aktuelle aktiekurser afspejler.

Stigende energipriser reducerer isoleret set forbrugernes råderum og kan derfor lægge pres på efterspørgslen efter visse forbrugsgoder. Det er en reel modvind på kort sigt. Efter vores vurdering tager markedets reaktion dog i for høj grad udgangspunkt i den umiddelbare usikkerhed og i for lille grad højde for både den forudgående prisfastsættelse af selskaberne og energimarkedernes prisfastsættelse over de kommende år. Derfor vurderer vi, at kursfaldene har været større, end de fundamentale forhold tilsiger.

Vores makroøkonomiske og politiske vurdering

Vores overordnede vurdering er i hovedtræk uændret. Den kortsigtede usikkerhed er dog steget i kvartalet, og over de kommende år ser vi fortsat et globalt risikobillede med overvægt af negative overraskelser.

For porteføljen betyder det, at vores centrale makroøkonomiske scenarie fortsat er tilstrækkeligt robust til at understøtte indtjening og kursudvikling i den del af porteføljen, der består af væsentligt undervurderede konjunkturfølsomme aktier.

Global økonomi og politik – udfaldsrummet er blevet bredere

En lukning af Hormuzstrædet skaber betydelig usikkerhed på kort sigt, fordi en stor del af verdens transporter af olie, gas, aluminium, gødning og andre råvarer normalt passerer gennem strædet. Jo længere tid det tager at genoprette de normale varestrømme, desto større er risikoen for, at prisstigningerne breder sig til øvrige varer og dermed løfter inflationen midlertidigt.

Den seneste melding fra EU's økonomikommissær er, at prischokket koster 0,4 pct. på væksten og 1 pct. højere inflation i år, hvis priserne bliver normaliseret ved årets udgang.

På kort sigt vil forsyningsknaphed kunne drive energipriserne op. På længere sigt vil substitutionsmekanismer imidlertid dæmpe effekten. Olie og andre råvarer vil gradvist finde alternative veje gennem nye ruter, rørledninger, havne og transportformer, og denne tilpasning vil i mange tilfælde begynde hurtigt.

Derudover er en stigende del af energiforsyningen i dag teknologibaseret. Vind, sol og biomasse er i vid udstrækning drevet af teknologi, hvor omkostningen ved at producere en ekstra enhed energi falder over tid som følge af innovation og stordriftsfordele. Allerede før de seneste prisstigninger var vind og sol blandt de billigste energikilder i store dele af verden, og udviklingen inden for energilagring går hurtigt med faldende priser til følge.

Netop disse substitutionsmuligheder er efter vores vurdering en væsentlig forklaring på, at Brent-olie til levering næste år og i årene derefter er steget betydeligt mindre end de nærmeste kontrakter.

Derfor vurderer vi ikke, at højere energipriser på kort sigt i sig selv ændrer det langsigtede billede væsentligt. Hertil kommer, at lavere energifgifter og energiskatter — særligt i Europa — kan være med til at afbøde de kortsigtede skadevirkninger på økonomien. Samtidig anser vi det for sandsynligt, at EU og

flere andre lande fremover vil søge at reducere deres afhængighed af forsyningsruter gennem geopolitiske flaskehalse som Hormuzstrædet – uanset hvornår situationen normaliseres.

Global økonomi på længere sigt – vores syn er uændret

Værd at vide: Som investorer i det globale aktiemarked er vi naturligt meget optagede 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.

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

Politiske og geopolitiske risici

- Kina og Ruslands alliance mod Vesten og landenes territoriale ambitioner.
- Ruslands angreb på Ukraine.
- Krigen i Iran og situationen i resten af Mellemøsten.
- Splittelsen i det amerikanske samfund og turbulensen i kølvandet på amerikansk politik.

Strukturelle økonomiske ubalancer

- Kinesisk økonomi: højt prisfastsat boligmarked, høj gæld i forhold til udviklingstrin, faldende arbejdsstyrke, høj investeringsandel og højt budgetunderskud.
- Amerikansk økonomi: meget stort strukturelt budgetunderskud, begrænset ledig arbejdskraft, betalingsbalanceunderskud og høj udlandsgæld.

Finansielle ubalancer

- Det amerikanske aktiemarked er fortsat meget højt prisfastsat.
- Er US-dollar truet som reservevaluta af store ubalancer og mindre ansvarlig økonomisk politik?

Strukturelle forhold - hovedlinjerne er uændrede

På længere sigt er de strukturelle økonomiske og især politiske risici betydelige globalt, men vi forventer fortsat ikke en dyb recession i de kommende år - som den vi så under Finanskrisen. Mindre recessioner er derimod ikke usandsynlige. Når det er sagt, ser vi over de kommende fem år en større negativ overraskelse som mere sandsynlig end en større positiv overraskelse. Årsagen er primært Kina og Ruslands alliance mod Vesten, de store strukturelle ubalancer i især Kina og i USA samt risici fra et højt prisfastsat amerikansk aktiemarked (jf. den korte beskrivelse i boksen ovenfor)

Amerikansk økonomi

Over de næste par år vurderer vi fortsat, at den amerikanske økonomi mest sandsynligt vil opleve lav gennemsnitlig vækst, trukket af privatforbrug (gennem lønstigninger), investeringer, skattelettelser og offentligt forbrug.

Den amerikanske centralbank FED har store udfordringer med rentepolitikken. Dels fordi der på den ene side er et meget stort politisk pres for lavere renter, og at inflationstakten er faldet, men på den anden side en sencyklisk økonomi med et for højt inflationspres og et stramt arbejdsmarked med pæne

lønstigninger. Inflationsbilledet er nu yderligere vanskeligere at vurdere på grund af stigninger i energipriser, og fordi økonomien endnu ikke har oplevet det fulde gennemslag fra tariffer.

Vi holder særligt øje med udviklingen i arbejdsmarkedet, kreditmarkedet, kreditstandarder og låneefterspørgsel. Alle kan være tidlige indikatorer på en svækkelse af amerikansk økonomi.

Europæisk økonomi

I Europa forventer vi fortsat lav vækst over de næste par år, trukket af lønstigninger, offentligt forbrug herunder forsvarsinvesteringer og muligvis faldende arbejdsløshed.

Hvor inflationsbilledet indtil for en måned siden så stabilt ud, er de stigende energipriser nu en risiko. Den europæiske centralbank holder særligt øje med eventuelle "anden runde effekter" af højere energipriser gennem dyrere varer og eventuelt højere lønstigninger. Hvis det sker, er man klar til at hæve de korte renter for at dæmpe det fremtidige inflationspres gennem lavere vækst.

Europas opsparingskvote er væsentligt højere end den amerikanske, og vi ser fortsat de strukturelle økonomiske ubalancer som betydeligt mindre sammenlignet med USA. Samlet set ser vi muligheder for positive overraskelser på 1 – 2 års sigt.

Mens europæiske politikere går stille med dørene, er det betryggende, at man er i fuld gang med at gøre Europa mindre afhængigt af USA og Kina. Det sker blandt andet gennem nye handelsaftaler, alliancer og gennem lovgivning mv. Det er, efter vores vurdering, en udvikling, der ikke kommer til at stoppe - uanset hvordan forholdene udvikler sig på den korte bane.

Vi ser fortsat virkelig gode investeringsmuligheder i Europa.

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 finansiell 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. Informationerne 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 til at 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](#)