

Energiomstillingen har skabt ny energikrise

Prisstigningerne er ikke primært resultatet af krig og forbigående omstændigheder, men skyldes underinvestering i energi.

Afdeling Stabile Aktier – Mere relevant end nogensinde
Nye magtcentre skaber muligheder for Indien

Indhold

04



LEDER

Af Bo Knudsen og Tim Kristiansen
04

06



ARTIKLER

Centralbankerne fastholder investorerne i
"Sorgernes dal" af C WorldWide
06

Energiomstillingen har skabt ny energikrise af
Morten Springborg
12

Stabile Aktier – Mere relevant end nogensinde
af Jakob Greisen
16

Nye magtcentre skaber muligheder for Indien af
Abhinav Jagat Rathee
20

24



KVARTALSSTATUS

Globale Aktier KL
24

Globale Aktier Etik KL
26

Stabile Aktier KL
28

Emerging Markets KL
30

Asien KL
32

Indien KL
34

36



OM C WORLDWIDE

En grundfilosofi – seks afdelinger
36

Investeringsforeningen C WorldWide
38

Kære Investor

Fortsat volatile finansmarkeder

Det bliver mere og mere åbenlyst, at vi står over for en større økonomisk opbremsning. Dette som et resultat af centralbankernes opstramning som reaktion på den vedvarende høje inflation. Rentekurven, dvs. forskellen mellem de korte og lange renter, er, målt på de fleste tidshorisonter, nu negativ. Dette har historisk været en af de mest præcise indikatorer på en kommende recession.

Vi har set, hvad der må betragtes som et krak på obligationsmarkederne. Den tiårige danske statsrente er på ét år steget fra 0 pct. til knap 3 pct., og i dag er den 30-årige realkreditrente i USA nu snart 7 pct. Dette har voldsomme konsekvenser for alle aktivmarkeder inklusive boligmarkedet. Aktiemarkederne er blevet ramt på værdiansættelsen, hvor p/e i år er faldet fra ca. 18 gange til 14 (målt på MSCI verdensindeks.) Det globale verdensindeks er således faldet 14 pct. i indeværende år.

I forventningsartiklen kan du læse om vores vurdering af udsigterne. Vi – ligesom alle andre markedskommentatorer – kan ikke forudsige, hvornår aktiemarkedet vender. Det er en svær øvelse, hvorfor det også er svært at time køb og salg på aktiemarkedet. Et lyspunkt er dog, at når pessimismen målt på f.eks. forbrugertilliden er så

negativ som nu, har det historiske mønster været, at aktiemarkederne de efterfølgende 12 måneder giver pæne, positive afkast.

Negativ kursudvikling i vores kvalitetsselskaber

Energiaktierne og særligt selskaberne inden for de fossile brændstoffer har været årets vindere med afkast på mere end 30 pct. Dette er et område, vi ikke har haft investeringer inden for. Desuden har årets kraftige rentestigninger ramt kursen på vores investeringer i kvalitetsvækstaktier hårdt. Disse selskaber har indtjeningsmæssigt udviklet sig som ventet. Dette er positivt og giver grobund for optimisme, men den højere diskonteringsrente har ramt værdiansættelsen af disse selskaber mere end gennemsnittet. Derfor er vores afkast i år, som det ses af afkasttabellen, generelt lavere end markedet.

Denne udvikling får os dog ikke til at ændre strategi. Vores fokus er fortsat på selskaber med langtidsholdbare forretningsmodeller, hvor den underliggende indtjeningsvækst er drivkraften for den langsigtede kursudvikling. Læg hertil, at vi nu ser ind i et miljø med svagere og måske negativ vækst. Her plejer de mere cykliske selskaber at få det sværere, og mens kvalitetsselskaberne kommer tilbage.

Positiv udvikling i udvalgte emerging markets-lande, herunder Indien

Perioder med globale pengepolitiske stramninger og stigende dollar er normalt svære



Resultat 3. kvartal 2022

Afdeling	Afkast 3. kvrt.	Benchmark 3. kvrt.	Afkast 09/2022	Benchmark 09/2022
Globale Aktier KL	-1,1%	-0,6%	-19,8%	-13,7%
Globale Aktier Akk. KL	-0,8%	-0,6%	-19,2%	-13,7%
Globale Aktier Etik KL	-1,3%	-0,6%	-20,1%	-13,7%
Stabile Aktier KL	3,8%	0,3%	-2,9%	-4,1%
Asien KL	-9,9%	-8,1%	-26,2%	-16,3%
Emerging Markets KL	-5,5%	-5,6%	-25,7%	-15,5%
Indien KL	12,1%	13,6%	-1,6%	4,7%

tider for emerging markets. Dette har dog ikke været så entydigt denne gang, bl.a. fordi inflationsproblemerne ikke har udspring i disse lande. Desuden har nogle emerging markets-lande en væsentlig stærkere økonomi og lavere gældsætning end ved tidligere kriser. Aktiemarkederne i lande som Brasilien, Singapore, Indonesien og Indien er f.eks. tæt på nul eller har givet positive afkast i år. Indien og Indonesien er eksempelvis støttet af en positiv reformproces, mens Brasilien nyder godt af de stigende råvarepriser. Denne udvikling har også gavnet vores afdeling Indien, som steg 12 pct. i tredje kvartal og ligger med blot et lille minus for året. I artiklen "Nye magtcentre skaber muligheder i Indien" kan du læse mere om Indiens særlige rolle i det geopolitiske spændingsfelt mellem USA, Kina og Rusland.

Energiomstillingen har skabt en ny energikrise

Dagens energikrise er ikke skabt af krigen i Ukraine, men er resultatet af underinvesteringer i den primære energiforsyning. Dette beskriver

vores temaspécialist Morten Springborg i en vigtig debatartikel, som du kan læse i denne kvartalsorientering. Selvom der i de sidste 15 år er investeret knap USD 5.000 mia. i vedvarende energi, er den fossile energis andel kun faldet fra 87 pct. til 84 pct. Udfordringen er, at vedvarende energi kræver meget mere kapital, end hvad der kræves til produktion af fossile brændstoffer. Klimaagendaen har betydet, at der ikke længere allokeres kapital til fossile brændstoffer. Eksempelvis reducerede British Petroleum (BP) i 2021 produktionen med 7 pct. Hvis dette energitab skulle erstattes med vedvarende energi, ville det kræve udbygningen af seks nye selskaber som Ørsted. Dette er et reelt dilemma, som vi må adressere, også for at redde klima- og energikrisen. Morten Springborg anviser i artiklen mulige og svære beslutninger, som vi er nødt til at træffe.

Du er altid velkommen til at skrive eller ringe til os, hvis du har spørgsmål eller kommentarer.

God læselyst!

Bo Knudsen

Tim Kristiansen

Centralbankerne fastholder investorerne i ”Sorgernes dal”

Sidste kvartal beskrev vi den svære udvikling på aktiemarkederne i 2022 som en ”Stroppetur gennem Sorgernes dal”. Udfordringen er den fortsatte høje inflation og centralbankernes pengepolitiske stramninger. Centralbankerne fastholder investorerne i ”Sorgernes dal” med blikket fast rettet mod inflationstallene. Det handler om ikke at spille en god krise. Derfor vil den amerikanske centralbank (FED) acceptere en periode med recession, inden de letter på bremsen, hvis de kan og får lov. Stigende arbejdsløshed og faldende boligpriser vil være det, der skal til for at lette det langsigtede inflationspres.

Den finansielle økonomi styrer verdensøkonomien

Vi lever i dag i en finansiell verdensøkonomi, hvor den finansielle økonomi og realøkonomien er tæt forbundne. Denne aktuelle krise startede i realøkonomien. Dette i modsætning til krisen i 2008, som udsprang fra den finansielle økonomi. Den nuværende krise har udspring i Covid-19-nedlukningerne, krigen i Ukraine og den afledte energikrise. Transmissionsmekanismerne fungerer hurtigt, når vi har historiske høje gælds niveauer – særligt i den offentlige sektor efter Covid-19-hjælpepakkerne.

Så hvordan håndterer verden, hvad der må betegnes som et krak på obligationsmarkedet? Det er det store spørgsmål, da vi har set de dårligste afkast på obligationer i generationer. Obligationer er en kæmpe aktivklasse, der er direkte forbundet med fast ejendom, aktier og i sidste ende økonomisk aktivitet, fordi obligationsrenten sætter prisen på penge og derved investeringsrenten.

“Hvordan håndterer verden, hvad der må betegnes som et krak på obligationsmarkedet?”



Intet er så skidt, at det ikke er godt for noget. Vi er blevet klogere, hvor den seneste udvikling i Storbritannien er nøgleoplevelsen. Den viser, at der er en grænse for finanspolitisk uansvarlighed, hvor obligationsmarkedet prompte straffede dette med voldsomme rentestigninger. Disse rentestigninger førte til et voldsomt pres og næsten sammenbrud af pensions-systemet i Storbritannien. I denne situation, når krisen går til ekstremer, så vi, at central-banken trådte til og tilvejebragte den nødvendige likviditet til systemet. Til syvende og sidst vil vi formentligt se central-bankerne starte med en egentlig styring af obligationsrenterne. Den finansielle verdensøkonomi har svært ved at håndtere høje renter. Aktivmarkederne – som er en afspejling af gældsniveauerne – er simpelthen for store og afgørende for real-økonomien. Renterne vil derfor i længden forblive lave og med realrenter tæt på nul. Der må dog forventes en del volatilitet undervejs.

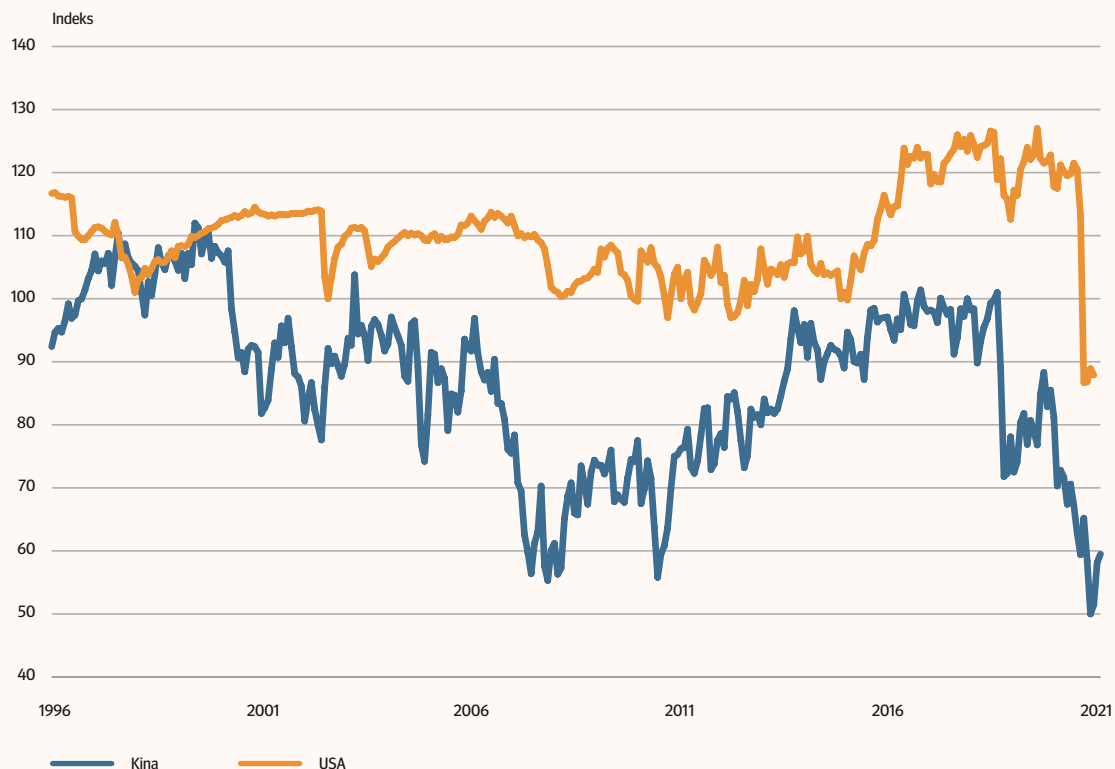
Vinter forude ... men det bliver forår igen

Lige nu står vi over for en realøkonomisk opbremsning. Dette er resultatet af centralbankernes opstramning. Rentekurven er målt på de fleste tidshorisonter negativ. Dette har historisk været en af de mest præcise indikatorer på en kommende recession. Centralbankerne verden over mindsker nu deres balancer med ca. USD 1 billion mod tidligere under Covid-19-krisen opkøb for USD 4-5 billioner. Resultatet er kraftige rentestigninger, herunder stigende realrenter. Målt på indeksobligationer i USA (også kaldet TIPS) er den 10-årige realrente steget fra -1 pct. i starten af 2022 til nu over 1,5 pct. Dette har påvirket prisfastsættelsen af aktier, hvor p/e for MSCI verdensindeks i år er faldet fra ca. 18 gange til 14.

“Negativ rentekurve har historisk været en af de mest præcise indikatorer på en kommende recession.”



Figur 1
Forbrugertillid



Kilde: Consumer Confidence: Bloomberg, august 2022

“Når forbrugertilliden kolliderer viser historikken, at aktiemarkederne de efterfølgende 12 måneder faktisk udvikler sig positivt.”

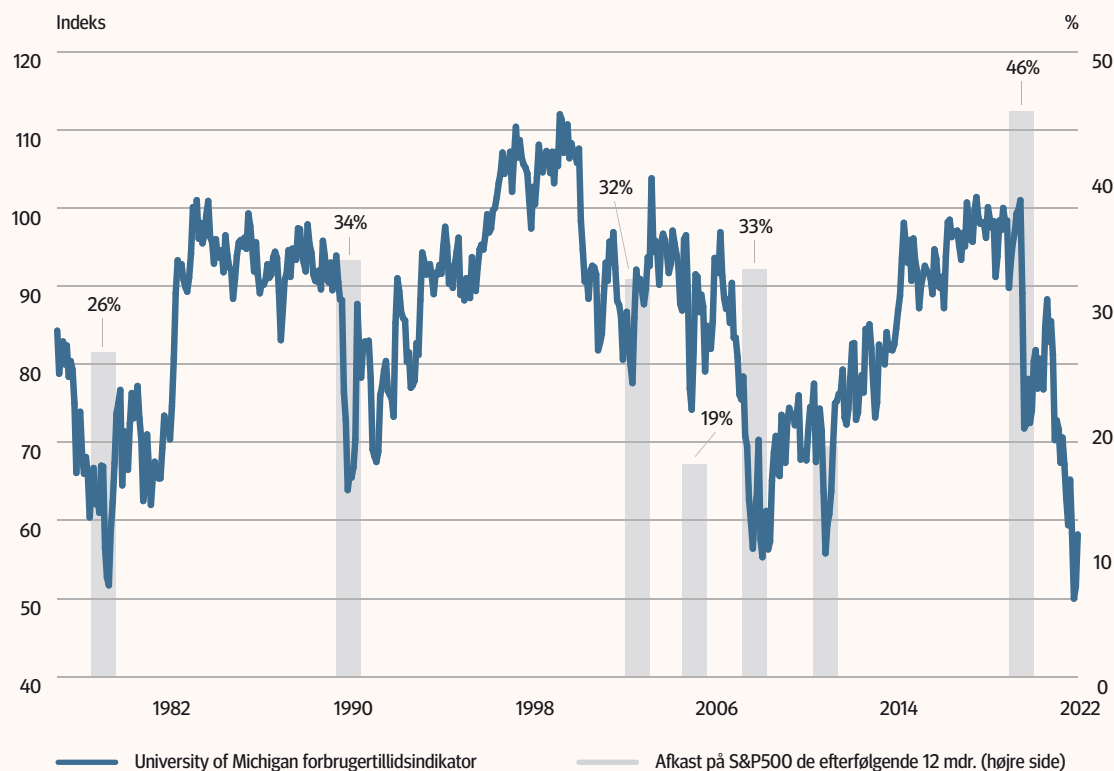
Man kan endnu ikke se effekten af stramningerne på f.eks. arbejdsmarkedet, mens forbrugertilliden, som er en fremadrettet indikator, er kollapsede verden over. Figur 1, foroven, viser forbrugertilliden i Kina og USA. Disse to lande har været de store globale vækstlokomotiver, hvor de i perioden fra 2009-2019 stod for ca. 70 pct. af den samlede globale økonomiske vækst.

Midt i strømmen af negative nyheder er det svært ikke at blive præget af de pessimistiske overskrifter. Stroppeturen gør ondt, hvis man tænker kortsigtet. Vi – ligesom alle andre markeds-kommentatorer – kan ikke forudsige, hvornår

aktiemarkedet vender. Dette er en svær øvelse, hvorfor det også er svært at time køb og salg på aktiemarkedet. Vi tror dog ikke, at det er afgrunden, der venter forude.

Figur 2, på følgende side, viser et af lyspunkterne. Når forbrugertilliden kolliderer til så pessimistiske niveauer som nu, viser historikken, at aktiemarkederne de efterfølgende 12 måneder faktisk udvikler sig positivt, og ofte ganske positivt. Selv om det ikke er sikkert, at historien gentager sig, viser illustrationen, at den negative stemning sjældent varer ved. Det optimistiske livssyn, menneskets evne til at udvikle og løse

Figur 2

Lav forbrugertillid plejer at blive afløst af positive aktiemarkeder

Kilde: Bernstein Quantitative Research, september 2022

“Den historiske udvikling viser, at kvalitetsselskaber gør det bedre end det brede marked i perioder med recession”

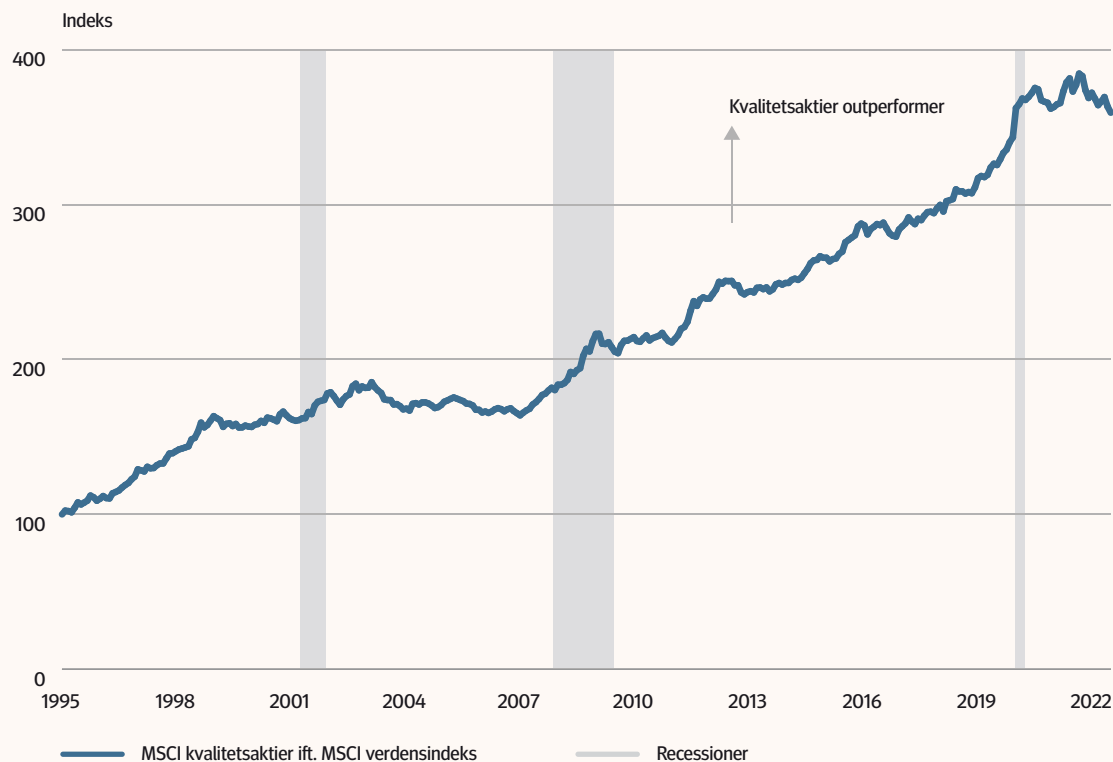
udfordringer undervurderes på kort sigt, men vinder i længden.

Kvalitet vinder i længden og særligt i nedgangstider

Den høje inflation giver selskaber med ”pricing power” mulighed for at opretholde en positiv nominel vækst, og derfor er det ikke sikkert, at selskaberne over en bred kam vil nedjustere indtjeningsforventningerne. Årets kraftige rentestigninger har ramt kursen på vækstaktier med langtidsholdbare forretningsmodeller særligt

hårdt. Ikke fordi selskaberne har udviklet sig negativt, men fordi en højere diskonteringsrente rammer selskaber med en holdbar indtjening hårdere. Omvendt, i et miljø med økonomisk tilbagegang, får de mere cykliske selskaber det sværere, og kvalitetsvækstselskaber kommer tilbage. Dette drevet af den fundamentale indtjeningsudvikling samt ofte den omvendte hjælp fra faldende renter. Den historiske udvikling af dette ses i figur 3 på næste side, og viser, at kvalitetsselskaber gør det bedre end det brede marked i perioder med recession (de grå perioder). Grafen viser også, at recessioner typisk er tidsmæssigt korte og

Figur 3

Kvalitetsaktier outperformer typisk i recessionsperioder

Kilde: Quality Relative Performance: Bloomberg, september 2022

udgør en lille del af en investors livscyklus. Når renterne igen begynder at falde, og nulrenter igen bliver aktuelle, kommer fokus tilbage på langsigtede investeringer. Aktiver, der over tid stiger i fundamental realværdi, vil blive

efterspurgt og højt prisfastsat i alle stort set alle scenarier undtagen de mest ekstreme scenarier. Vi fastholder derfor en mere langsigtet tilgang, der holder fokus på det lange seje træk.

Risiko

Den store risikofaktor er en mere standhaftig inflation end ventet forårsaget af fornyet stigninger i råvarepriserne eller en lønspiral på arbejdsmarkedet. Dette vil tvinge centralbankerne til at fortsætte stramningerne i længere tid og tvinge økonomierne i en dybere recession. Krigen i Ukraine er fortsat en ubekendt faktor, som kan gå begge veje enten i form af yderligere optrapninger eller eventuelle fredsforhandlinger i takt med, at vinteren lægger yderligere pres på konflikten. Endelig kan volatiliteten på rente- og aktiemarkederne skabe problemer for selskaber i den finansielle sektor, hvilket kan forårsage yderligere usikkerhed. Dette er eksempelvis illustreret med de seneste problemer i den engelske pensionssektor.

C
WORLDWIDE
INVESTERINGSFORENINGEN

markedsføring · markedsføring · ma



C WORLDWIDE
INDIEN
COMPOUNDING
TIL GENERATIONER

INDIEN – MÅSKE VERDENS MEST SPÆNDENDE AKTIEMARKED

Med C WorldWide Indien får du adgang til investeringer på et marked, der i praksis ikke er tilgængeligt for individuelle investorer, da det kræver særlig tilladelse at investere lokalt i Indien.

Samtidigt får du adgang til vores mere end 15 års erfaring med investeringer i Indien, der er på vej til at indfri et mangeårigt uforløst potentiale.

Læs mere om C WorldWide Indien på cww.dk/Indien

Nøgleindsigt

Al Gores bog og film fra 2006 “An Inconvenient Truth” om klimaforandringerne var en katalysator for forandring af vores energisystem. Men idealistiske og naive forestillinger om energiomstillingen har skabt en ny energikrise, der risikerer at være langt værre end energikrisen i 1970’erne. For beslutningstagere er det opportunt at argumentere, at krisen er skabt af tørke, ringe vind i Nordsøen og krigen i Ukraine. Det er ikke korrekt; Prisstigningerne er ikke primært resultatet af krig og forbigående omstændigheder, men skyldes underinvestering i energi.





Energiomstillingen har skabt ny energikrise

Vi ser starten på en strukturel vedvarende energikrise. Denne er forårsaget af ringe forståelse for, hvad energi er samt ingen forståelse for, hvor afhængige vi er af fossile brændsler for vores vækst og velstand, og ikke mindst naive ideer om, hvor hurtigt omstillingen til et CO₂-neutralt energisystem kan gennemføres.

Af Morten Springborg, Temaspecialist
C WorldWide Asset Management

Det Internationale Energiagentur har konkluderet, at verdenen ikke bør investere i ny fossil produktionskapacitet, og investorer blacklister "sorte" energiselskaber. Olieselskaberne er i stedet begyndt at investere massivt i vedvarende energi som f.eks. vindkraft for også at have en relevans i fremtidens fossilfrie energisystem. Konsekvensen er stigende afkastkrav og reducerede investeringer i ny fossil kapacitet, mens udbytterne til aktionærerne øges, for ingen ønsker at indtjeningen skal geninvesteres i ny fossil produktion. Konsekvensen er, at verden allerede inden krigen i Ukraine havde historisk lav reservekapacitet f.eks. eksemplificeret ved, at olie- og gasselskaberne i 2021 kun erstattede 6 pct. af 2021-forbruget gennem nye fund – det laveste siden 1952. Det virker jo fornuftigt nok, når det nu er CO₂, vi ikke ønsker. Problemet er dog, at fossile brændsler udgør 84 pct. af verdens primære energiforsyning (Kilde: Our World in Data, 2020).

***“Vi ser starten på en
strukturel vedvarende
energikrise”***

Mange lever i den vildfarelse, at man over en kort årrække balanceret set vil kunne skruer ned for fossile brændsler og samtidigt op for vedvarende energi, der så kan anvendes til elektrificering og dekarbonisering gennem brint og de såkaldte Power-to-X-teknologier (PtX). Men dette er ikke realistisk. 1 USD investeret i olie, kul og gas vil resultere i 20-25 gange mere energi end 1 USD investeret i vedvarende energi (Kilde: Thunder Said Energy, 2021). I 2015 investerede verden 1.000 mia. USD i ny primær energi (brændsler og elektricitet), i 2021 er dette faldet til 870 mia. USD, mens energiforbruget er vokset (Kilde: IEA, 2021). Olie-, gas- og kulinvesteringer er faldet fra 700 til 450 mia. USD. Omvendt er investeringer i sol og vind steget fra ca. 230 til 320 mia. USD i 2021. En overfladisk analyse vil være, at det præcist er, som det bør være i en verden, der kæmper mod klimaforandringer. Men taget den meget lavere energidensitet (i denne sammenhæng forskellen i energiproduktion ift. investering mellem vedvarende og fossil energi) i betragtning betyder dette, at underinvesteringen i energi er enorm, og at væksten i sol og vind på ingen måde kompenserer for faldet i fossile investeringer.

Verden har i perioden 2004-2021 investeret 4.800 mia. USD i vedvarende energi, blot for at reducere fossil energis andel af vores energisystem fra 87 pct. til 84 pct. Naiviteten bliver blotlagt, når man konstaterer, at Ørsted – verdens største operatør af havvindmøller – i 2021 producerede omkring 25 terawatt-time (TWh) elektricitet. Et olieselskab som BP producerer energi svarende til 2250 TWh – næsten 100 gange mere end Ørsted (Kilde: C WorldWide, 2022). Det siger sig selv, at det vil tage et stykke tid, før Ørsted og andre vedvarende energiproducenter vil kunne kompensere for den reducerede produktion, vi som samfund gennemtvinger.

Vi ligger, som vi har redt. Naturgas- og elprisen i Europa er steget 15-20 gange på halvandet år. Skulle vi forbrugere tanke vores bil op til en pris der modsvarer prisen på naturgas, ville det koste ca.

***“Skulle vi forbrugere tanke
vores bil op til en pris
der modsvarer prisen på
naturgas, ville det koste ca.
6.000-8.000 kr. pr. gang”***



6.000-8.000 kr. pr. gang! Virksomhederne mærker det øjeblikkeligt, og den sidste måned har mange europæiske virksomheder i energitunge erhverv lukket produktionen. Europa står foran afindustrialisering. Det er en bedre investering at flytte produktionen til lande med billig energi end at importere dyr energi til Europa. Men dette er da også en måde at reducere Europas CO₂-udslip på, om end det leder direkte til arbejdsløshed, sociale spændinger, politisk ustabilitet og potentielt enden for Euroen.

“Europa står foran afindustrialisering. Det er en bedre investering at flytte produktionen til lande med billig energi end at importere dyr energi til Europa.”

Nutidens ubekvemme sandhed er, at vi kommer til at leve med energiknaphed og høje priser – enten indtil efterspørgslen reduceres (vedvarende recession), eller indtil vi som samfund accepterer nødvendigheden af fossile brændsler i vores energisystem, og igen aggressivt investerer i primær energi, særligt naturgas og a-kraft. Effekterne af en sådan kovending ville realistisk først kunne mærkes ved udgangen af 2020'erne, hvilket er det tidligste bud på, hvornår vi forhåbentligt vil kunne lægge denne energikrise bag os.

Vi har behov for mere saglighed og mindre følelse i energidebatten. I valget mellem den perfekte men naive løsning – overgang til 100 pct. vedvarende energi – og den gode, realistiske løsning, nemlig en fortsat anvendelse af naturgas og udfasning af kul kombineret med energieffektivitet, vedvarende energikilder og a-kraft – har vi fået præcis det modsatte af, hvad vi har stilet efter; energiomstillingen skulle skabe nye industrieventyr og reducere CO₂. Vi får i stedet afindustrialisering og øget CO₂-udledning. Mangel på gas leder til øget kulforbrug i Europa, men særlig kritisk for klimaet er det, at vores udsultning af den fossile industri forsinkes Kinas omstilling fra kul til bl.a. naturgas. Kinas kulindustri er den største CO₂-udleder globalt og svarer til fire gange Saudi Arabiens olieindustri (Kilde: Møde med olieanalytiker Oswald Clint, Alliance Bernstein, August 2022). Kul er 60 pct. mere CO₂-udledende end gas. Vi skal differentiere mellem gode og dårlige fossile brændsler. Kul skal ud, og gas kombineret med kulstofopsamling (CCS) skal ind. Man kan ikke være klimabekymret og samtidigt sige nej tak til a-kraft, særligt ikke med udviklingen af de moderne og væsentligt sikrere SMR-reaktorer. 2030'erne byder sandsynligvis på fusionskernekraft. Vil man også sige nej tak til universets ultimative energiform, blot forbi man er præget af 1980'ernes ”atomkraft nej tak”-kampagner?

IC WorldWide er vores investeringer i energi begrænset til selskaber, hvor vi vurderer, at selskaberne er i stand til at vokse lønsomt og strukturelt over den kommende dekade. Dels er vi eksponeret til værdikæden indenfor solpaneler i Kina, og dels har vi investeringer i enkelte forsyningsselskaber og industrigasselskaber, som vi vurderer, vil opleve medvind fra verdenssamfundets fokus på lav-emissionsteknologier såsom vind, sol, hydrogen og naturgas.

Vi står overfor verdenshistoriens største investeringsperiode. Udover behovet for at genoverveje naturgas' placering i vores energisystemer skal der investeres massivt i vind og sol, i a-kraft, i energieffektivitet, naturlige karbondræn såsom skov samt biokul, samt en understøttelse af frivillige karbonkreditter. På den måde har vi håb om at nå ”net zero” uden at skabe alt for store sociale og økonomiske spændinger. Og forhåbentlig stoppe Europas rutsjetur mod irrelevans.



Afdeling Stabile Aktier

– MERE RELEVANT END NOGENSINDE

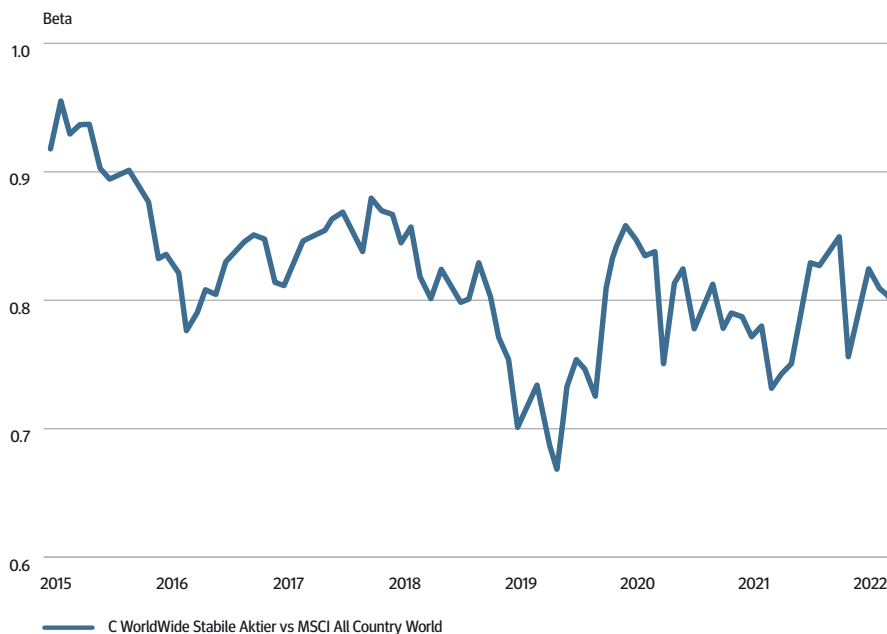
*Af Jakob Greisen, Porteføljeforvalter
C WorldWide Asset Management*

Afdeling Stabile Aktier blev introduceret i 2014 som en global aktieafdeling med lavere risiko, og dermed som et supplement eller alternativ til en traditionel aktieafdeling. Afdelingen investerer i selskaber med en relativt lav følsomhed over for de økonomiske konjunkturer, og som har en stærk konkurrencemæssig position med en rimelig forudseelig stabil indtjeningsvækst. Vi stræber kontinuerligt efter at finde forskelligartede investeringer for at gøre porteføljen robust over for markedsudsving men stadigvæk få gavn af den globale økonomiske vækst.

Afdeling Stabile Aktier har leveret gode afkast gennem 8 år. I dag kan vi se tilbage på et årligt gennemsnitligt afkast på 9,2 pct., hvilket er lidt højere end det traditionelle

Figur 1

Stabile Aktier navigerer i en omskiftelig verden



Kilde: MSCI og C WorldWide, September 2022

Fakta om beta

En akties beta-værdi udtrykker aktiens kursfølsomhed i forhold til udviklingen i det generelle marked. En beta-værdi på 0,8 viser, at aktien svinger 20 pct. mindre end markedet.

aktiemarked og på niveau med benchmark. Over de seneste 5 år har afdeling Stabile Aktier givet et afkast, der er 10 procentpoint højere end benchmark og knap 6 procent højere end det globale aktiemarked (jf. *historiske resultater er ingen indikator for fremtidigt afkast*). Afkastet er opnået med en betydelig lavere cyklisk risiko, men ikke uden risiko, som perioden i starten af 2020 med covid-nedlukningen er et eksempel på. Fra primo fjerde kvartal 2021 til ultimo tredje kvartal 2022 har afdelingen givet et positivt afkast på 3 pct. på trods af alle de udfordringer, verdens virksomheder har været udsat for.

Et defensivt fodboldhold

Tænker man på stabile aktier som et fodboldhold, ville det bestå af en målmand, syv forsvarsspillere, to defensive midtbanespillere og en almindelig midtbanespiller. Vi har ikke deciderede angribere på holdet, og vi spiller for at vinde ranglister og



“Over de seneste 5 år har afdeling Stabile Aktier givet et afkast, der er 10 procentpoint højere end benchmark og knap 6 procent højere end det globale aktiemarked.”

kvalificere os til slutrunderne frem for at vinde enkelte kampe. Det er måske ikke det mest spændende at se på, men til gengæld gør vi alt for at holde bolden i egne rækker og forhindre modstanderne i at score. Det var en fodboldstrategi, Italien havde stor succes med i 80'erne, og den har virket på aktiemarkedet i årtier. Dette illustreres ved, at afdelingen typisk falder mindre end det globale aktiemarked i perioder med kursfald, mens den typisk stiger mindre i de gode perioder. Samlet set har den givet et pænt afkast, og man kan populært sige, at strategien er at vinde ved ikke at tabe.

Forskel mellem Covid-19-nedlukning og økonomisk afmatning

Under Covid-19-nedlukningen så vi en dramatisk ændring i forbrugsmønstrene, hvilket gav store udsving på aktiemarkedet. Hvem havde troet, at det var de største IT-virksomheder, der viste sig at være de mest kursstabile, mens bryggerier og ejendomsselskaber kortvarigt blev ramt af store kursudsving. Aktuelt er vi midt i en økonomisk afmatning, hvor de traditionelt defensive aktier klarer sig noget bedre end de mere cykliske selskaber. De stabile aktier har normalt mindre kursudsving end det globale aktiemarked generelt, men de finansielle markeder er uforudsigelige, så der kan opstå perioder med større kursudsving og tab, som vi senest så i forbindelse med Corona-pandemien.



“Vi forsøger at finde selskaber, der kan omvælte stigende omkostninger i højere salgspriser for derved at fastholde deres marginer og på langt sigt øge indtjeningen år efter år – det er den type aktier, vi også kalder compoundere.”

“Analysebureauet Morningstar har givet afdeling Stabile Aktier 5 glober ud af fem mulige i deres vurdering af ansvarlighed målt ift. miljø-, sociale forhold og ledelse.”

Der er altid risici

Der er altid usikkerheder at bekymre sig om i en global verden, men det er vigtigt at holde for øje, at vi ikke investerer i den amerikanske, asiatiske eller europæiske økonomi, men i selskaber, der er vant til at tilpasse sig skiftende økonomiske såvel som politiske forhold. I de seneste måneder har vi bl.a. oplevet store rentestigninger, voldsomme prisstigninger på energi i Europa, Covid-19-nedlukninger i Kina og problemer i de globale forsyningskæder. Denne cocktail vil udhule købekraften blandt forbrugerne og sænke den globale økonomiske vækst, hvilket kun gør det endnu vigtigere at udvælge sine investeringer med omhu. Vi forsøger at finde selskaber, der kan omvælte stigende omkostninger i højere salgspriser for derved at fastholde deres marginer og på langt sigt øge indtjeningen år efter år – det er den type aktier, vi også kalder compoundere.

Ansvarlige investeringer

Vi er langsigtede investorer, og det kan man kun være, hvis de selskaber, man investerer i, har en bæredygtig forretningsmodel, hvilket inkluderer en ansvarlig tilgang til sine omgivelser. Analysebureauet Morningstar har givet afdeling Stabile Aktier den højeste vurdering, nemlig 5 glober ud af fem mulige i deres vurdering af ansvarlighed målt ift. miljø-, sociale forhold og god selskabsledelse. Vi kombinerer økonomiske analyser med en grundig analyse af selskabernes ansvarlighed og brug af ressourcer, hvilket danner grundlaget for vores investeringer.

Relativ lav aktierisiko

Vi kan ikke garantere et bestemt afkast, men vi arbejder hele tiden på, at afdeling Stabile Aktier får gavn af den globale vækst, men med en lavere risiko end det normale globale aktiemarked. Vores målsætning er, at man som investor i afdelingen kan sove trygt om natten.

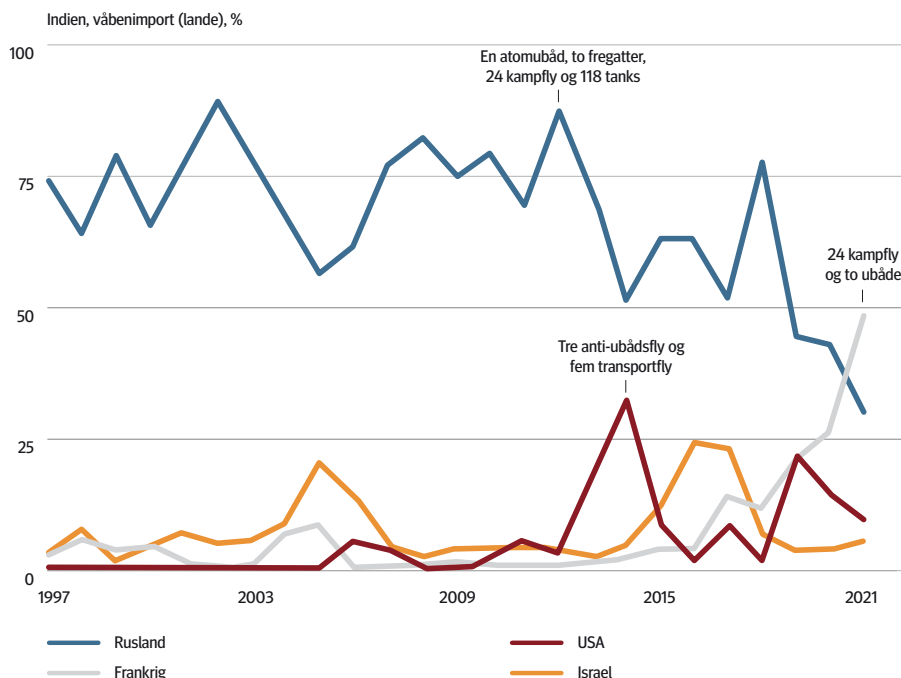


Nye magtcentre skaber muligheder for Indien

Af Abhinav Jagat Rathee, Porteføljemanager
C WorldWide Asset Management

På konferencen GLOBESEC 2022 i Bratislava udtalte den indiske udenrigsminister S. Jaishankar, at Indien vælger deres "egen side" f.eks. ifm. krigen i Ukraine, og at man ønsker at træffe de valg, der er mest hensigtsmæssige ift. landets egne interesser. Indiens stridigheder med Kina er velkendte, og viste sig senest ved grænsekonflikterne i maj tidligere i år. Til trods for det konfliktfyldte forhold til Kina og Kinas alliance med Rusland, har Indien ikke afbrudt sine forbindelser til Rusland. Indien har dog udtrykkeligt erklæret, at de ikke støtter nogen form for militær løsning.

Figur 1
Indiens våbenimport



Source: Stockholm International Peace Research Institute, April 2022

Den nationale sikkerhedsvinkel

Årsagen til Indiens neutralitet er forankret i national sikkerhed og økonomi. Nogle af de åbenlyse kommentarer til Indiens holdning til Rusland handler om Indiens afhængighed af russisk militærudstyr og de historiske bånd, der går tilbage til den kolde krig (selv om Indien også dengang erklærede sig neutrale). Det er korrekt, at næsten 60 pct. af Indiens våben er enten russisk fremstillet eller fra russiske platforme, men denne afhængighed er ved at ændre sig mod mere vestligt udstyr. Indiens import af våben fra Rusland er faldet fra ca. 75 pct. fra toppen i forrige årti til nu omkring ca. 30 pct., og vi tror, at den fortsat vil være faldende. Spredningen af leverandører hjælper Indien. Ikke alene i bestræbelserne på at blive strategisk uafhængige, men også ift. at få adgang til bedre teknologi. Ikke mindst har Indien selv gennem de seneste år fremstillet mere udstyr, se figur 1 foroven.

En anden udfordring, som Indien står over for, er truslen fra to fjendtlige atommagter, nemlig nabolandene Pakistan og igen Kina. Indien har været i krig med begge lande og har, som med Kina, også uløste grænsestridigheder med Pakistan. Derfor tror vi også, at det er vigtigt for Indien at bevare en relation til Rusland. Denne tilgang havde en vis succes ifm. Galwan-grænsekonflikten med Kina, der startede tilbage i 1962 – jf. at Galwandalen i Himalayabjergene ligger i et område i Kashmir, som både Indien og Kina historisk har gjort krav på. Her kom russerne straks Indien til undsætning

og tilbød dem fri adgang til Ruslands arsenal af forsvarsvåben til stor bekymring for Kina.

Indien har længe haft et ønske om at blive fast medlem af FN's Sikkerhedsråd. Af de fem nuværende faste medlemslande, USA, Frankrig, Storbritannien, Rusland og Kina, støtter alle Indiens optagelse med undtagelse af Kina. Et af Indiens vigtigste udenrigspolitiske strategiske mål er at opnå fast medlemskab af FN's Sikkerhedsråd. Indien er derfor i et dilemma i forhold til at miste støtten fra Rusland som et fast medlem, hvilket ville svække Indiens sandsynlighed for optagelse.



Den økonomiske vinkel

Indiens bilaterale handel med Rusland var ikke væsentlig i begyndelsen af krigen i Ukraine. I betragtning af den russiske økonomis størrelse er det usandsynligt, at dette vil ændre sig i den kommende tid. Indiens økonomiske udsigter er i høj grad knyttet til Vesten. Indiens handel med Rusland udgør kun 1 pct. af Indiens internationale handel og har derfor ikke nogen væsentlig betydning for Indiens økonomiske skæbne.

“Indien vil sandsynligvis opnå en BNP-vækst på 7,4 pct. i 2022, hvilket gør landet til den hurtigst voksende store økonomi i verden.”

Kan Rusland løse det store spørgsmål om energi-afhængighed? I en foranderlig verden er det uundgåeligt, at øko-nomi spiller en central rolle. Konkurrencedygtige energipriser er i dag nøglen til økonomisk fremgang. Europa oplever allerede svagere efterspørgsel pga. høje energipriser. Indien har her og nu en mulighed for at tiltrække investeringer fra forsyningskæder, der søger alternative veje. En stabil og attraktiv politisk profil skal sikre Indiens fortsatte udvikling, og her spiller energiforsyningen en afgørende rolle. I samme forbindelse har Indien skabt sig en dominerende global position ift. udviklingen af vedvarende energi, primært solenergi.

Som stor nettoenergiimportør har Indien historisk set investeret i store raffineringskomplekser, der giver dem mulighed for at forarbejde billig råolie fra næsten alle steder i verden. Pga. internationalt pres og USA's politik har Indien imidlertid været nødt til at give afkald på nogle af sine traditionelle forsyningslande som f.eks. Iran og Venezuela. Krigen i Ukraine har medført, at Indien har købt billig russisk olie, hvilket bidrager til at sænke gennemsnitsprisen. Selv om den billigere russiske olie ikke er afgørende for Indiens økonomiske skæbne, er det et signal til verden om, at Indien vil beskytte deres nationale interesser i forsøget på at skabe en stabil økonomi.

Indien bruger den nuværende krise til at internationalisere deres valuta, rupien og udvide nogle af deres lokale succeser, så som de UPI-relaterede betalingssystemer (Unified Payment Interface jf. bl.a. straks-transaktioner og overførsler af valuta). Det forlyder, at Indien overvejer at afregne sin olieimport i deres egen valuta rupi. Indien overvejer også forskellige tiltag for at fremme den regionale handel i egen valuta.

Indiens neutralitet skaber muligheder

Udsigten til en verden med flere magtcentre skaber nye muligheder for vækstlande som Indien. En pragmatisk udenrigspolitik og økonomisk politik kan bidrage til at udvide landets indflydelse og skabe vækst. Indien har formået at skabe økonomisk vækst på trods af de globale udfordringer i kølvandet på Covid-19. Ifølge skøn fra Den Internationale Valutafond vil Indien sandsynligvis opnå en BNP-vækst på 7,4 pct. i 2022, hvilket gør landet til den hurtigst voksende store økonomi i verden. C WorldWide afdeling Indien er ikke investeret i indiske selskaber, som efter vores kendskab har eksponering mod leverandører eller kunder i Rusland. Derfor er vores investeringer i indiske selskaber ganske godt beskyttet ift. bredere økonomiske sanktioner mod Rusland. Imidlertid vil Indien som land vinde på relativt billigere olie fra Rusland, hvilket tegner godt for håndteringen af inflationen, særligt også ift. den høje inflation andre steder globalt.



Globale Aktier

Du kan investere i Globale Aktier

Udloddende eller akkumulerende:

Globale Aktier Udl.
DK0010157965

Globale Aktier Akk.
DK0060655702

Se porteføljen på cww.dk

Status på kvartalet

I 3. kvartal faldt afdelingens værdi med 1,1 pct., mens MSCI AC Verdensindeks faldt 0,6 pct. Den amerikanske centralbank hævede renten af to omgange med 0,75 procentpoint. Samtidigt faldt pengemængden i USA med en annualiseret rate på 1,6 pct. målt over de seneste tre måneder. Dette er det største fald i 84 år og påvirkede volatiliteten på finansmarkederne. Volatiliteten på obligations- og valutamarkederne nåede eksempelvis et niveau, som under Corona-nedlukningerne og finanskrisen i 2008. Tillidsindikatorer ramte ligeledes historiske lavpunkter, såsom den amerikanske forbrugertillid og "Bull/Bear"-indikatoren. Sådanne stemningslavpunkter er dog normalt gode, kontrære indikatorer for aktiemarkedsafkastene de efterfølgende 12 måneder. En anden positiv observation er overraskende positive regnskabsudmeldinger for andet kvartal fra teknologiselskaberne Microsoft, Alphabet og Amazon, som alle er investeringer i afdelingen. Alle selskaber viste gode takter til trods for et miljø med aftagende vækst. Blandt de bedste investeringer i kvartalet var Amazon, Home Depot og Hoya. Amazon har i 2022 haft svært ved at navigere i efterspørgselsudsvingene forårsaget af Covid-19. Efter Covid-19 har Amazon kæmpet med overkapacitet, men i andet kvartal viste virksomheden, at den kan håndtere et inflationært miljø. Omsætningen viste acceleration med en vækstrate på 10 pct. (justeret for valutaændringer). De tre dårligste afkast kom fra Sony, AIA Group og Adobe. Blandt de ti dårligste afkast i kvartalet er der en del asiatiske selskaber og virksomheder med salg relateret til halvleder-industrien. Sony, der desuden har eksponering til et muligt svagere forbrugersegment gennem sin spilforretning, oplevede særligt kursfald siden midten af august.

Investeringsstrategi og porteføljeændringer

I løbet af kvartalet foretog vi flere justeringer af porteføljevægtene. Investeringen i Home Depot blev reduceret, hvorimod vi øgede i BCA, Linde og Adobe. Home Depot har draget fordel af Covid-nedlukningerne, hvilket har skabt en midlertidig højere vækst, der nu er aftagende. Desuden vil salget sandsynligvis blive påvirket af stigningen i amerikanske realkreditrenter. Vi kan dog fortsat godt lide selskabets forretningsmodel, så selskabet bliver i porteføljen. Linde har en stabil vækstprofil og tilføjer stabilitet til porteføljen. Endelig tror vi, at investorerne har overreageret på Adobes nylige og dyre opkøb, og vi vurderer, at Adobes langsigtede forretningsmodel er intakt på trods af, at selskabet står over for nogle kortsigtede modvinde.

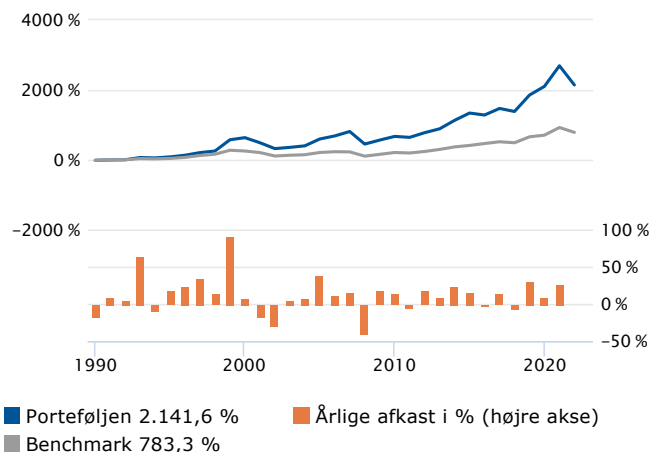
C WorldWide Globale Aktier

PR. 30. SEPTEMBER 2022

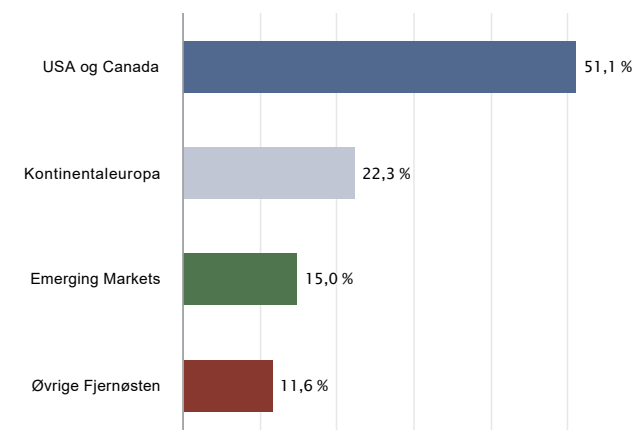
FAKTA

Afdeling	C WorldWide Globale Aktier KL A
Fondskode	DK0010157965
Afdelingens start	30. juni 1990
Risikomærkning	Gul
Lagerbeskattes frie midler	Nej
Benchmark	MSCI All Country World inkl. nettoudbytter
Emissionstillæg	0,35 %
Indløsningsfradrag	0,31 %
Løbende omkostninger	1,66 %
ÅOP	1,78 %
Indirekte handelsomk.	0,005 %
Forvalterteam	Bo Knudsen, Bengt Seger, Mattias Kolm, Peter O'Reilly

AFKASTUDVIKLING



GEOGRAFISK



AFKAST & RISIKO

	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	-12,4	21,7	47,5	157,5	2.141,6	10,1
Benchmark (%)	-6,1	23,8	49,8	164,5	783,3	7,0
Aktivt afkast (%)	-6,3	-2,1	-2,3	-7,0	1.358,3	3,1

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. porteføljen (%)	16,3	14,6	12,9	15,5
Std. afv. benchmark (%)	17,0	15,2	12,8	15,1
Beta	0,9	0,9	0,9	0,9

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
HDFC	7,0
Thermo Fisher Scientific	6,3
Novo Nordisk	6,3
Alphabet	6,0
Microsoft	5,1
Visa	5,0
Amazon.com	4,3
Nestle	4,0
NextEra Energy	3,7
Sony Group	3,3

RISIKOINDIKATOR



Typisk lavt afkast Typisk højt afkast

Indikatoren viser sammenhængen mellem risiko og afkast. Afdelingens placering er bestemt af udsvingene i afdelingens regnskabsmæssige indre værdi de seneste fem år. Kategoriseringen er givet fra afdelingens Central Investorinformation og kan ændre sig. Det skyldes, at historiske data ikke kan give et billede af afdelingens fremtidige risikoprofil.

Benchmark er inkl. udbytter i DKK. Bemærkninger til afkast se bagerst i denne publikation.



Globale Aktier Etik

Du kan investere i Globale Aktier

Etik udloddende eller akkumulerende:

Globale Aktier Etik Udl.
DK0060287217

Globale Aktier Etik Akk.
DK0061114089

Ved investering for frie midler
beskattes afkastet efter
lagerprincippet.
Læs mere på side 38.

Se porteføljen på cww.dk

Status på kvartalet

I 3. kvartal faldt afdelingens værdi med 1,3 pct., mens MSCI AC Verdensindeks faldt 0,6 pct. Den amerikanske centralbank hævede renten af to omgange med 0,75 procentpoint. Samtidigt faldt pengemængden i USA med en annualiseret rate på 1,6 pct. målt over de seneste tre måneder. Dette er det største fald i 84 år og påvirkede volatiliteten på finansmarkederne. Volatiliteten på obligations- og valutamarkederne nåede eksempelvis et niveau som under Corona-nedlukningerne og finanskrisen i 2008. Tillidsindikatorer ramte ligeledes historiske lavpunkter, såsom den amerikanske forbrugertillid og "Bull/Bear"-indikatoren. Sådanne stemningslavpunkter er dog normalt gode, kontrære indikatorer for aktiemarkedsafkastene de efterfølgende 12 måneder. En anden positiv observation er overraskende positive regnskabsudmeldinger for andet kvartal fra teknologigiganterne Microsoft, Alphabet og Amazon, som alle investeringer i afdelingen. Alle viste gode takter til trods for et miljø med aftagende vækst. Blandt de bedste investeringer i kvartalet var Amazon, Home Depot og Hoya. Amazon har i 2022 haft svært ved at navigere i efterspørgselsudsvingene forårsaget af Covid-19. Efter Covid-19 har Amazon kæmpet med overkapacitet, men i andet kvartal viste virksomheden, at den kan håndtere et inflationært miljø. Omsætningen viste acceleration med en vækste på 10 pct. (justeret for valutaændringer).

De tre dårligste afkast kom fra Sony, AIA Group og Adobe. Blandt de ti dårligste afkast i kvartalet er der en del asiatiske selskaber og virksomheder med salg relateret til halvleder-industrien. Sony, der desuden har eksponering til et muligt svagere forbrugersegment gennem sin spilforretning, oplevede særligt kursfald siden midten af august.

Investeringsstrategi og porteføljeændringer

I løbet af kvartalet foretog vi flere justeringer af porteføljevægtene. Investeringen i Home Depot blev reduceret, hvorimod vi øgede i BCA, Linde og Adobe. Home Depot har draget fordel af Covid-19-nedlukningerne, hvilket har skabt en midlertidig højere vækst, der nu er aftagende. Desuden vil salget sandsynligvis blive påvirket af stigningen i amerikanske realkreditrenter. Vi kan dog fortsat godt lide selskabets forretningsmodel, så selskabet bliver i porteføljen. Linde har en stabil vækstprofil og tilføjer stabilitet til porteføljen. Endelig tror vi, at investorerne har overreageret på Adobes nylige og dyre opkøb, og vi vurderer, at Adobes langsigtede forretningsmodel er intakt på trods af, at selskabet står over for nogle kortsigtede modvinde.

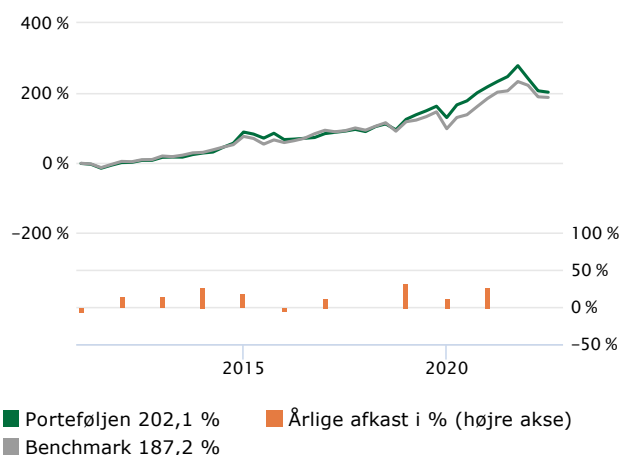
C WorldWide Globale Aktier Etik

PR. 30. SEPTEMBER 2022

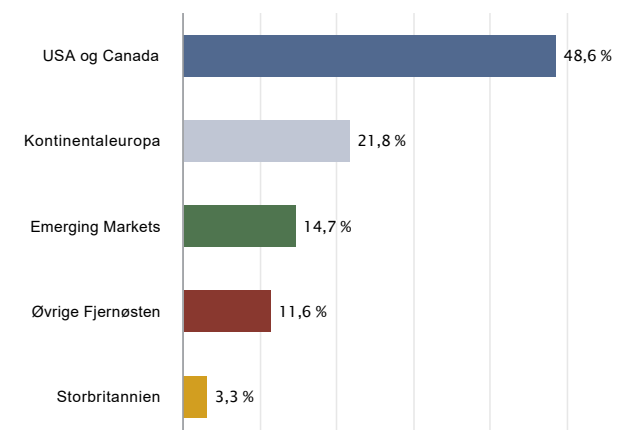
FAKTA

Afdeling	C WorldWide Globale Aktier Etik KL Udl.
Fondskode	DK0060287217
Afdelingens start	4. marts 2011
Risikomærkning	Gul
Lagerbeskattes frie midler	Ja
Benchmark	MSCI All Country World inkl. nettoudbytter
Emissionstillæg	0,35 %
Indløsningsfradrag	0,31 %
Løbende omkostninger	1,68 %
ÅOP	1,80 %
Indirekte handelsomk.	0,007 %
Forvalterteam	Mattias Kolm, Bo Knudsen, Bengt Seger, Peter O'Reilly

AFKASTUDVIKLING



GEOGRAFISK



AFKAST & RISIKO

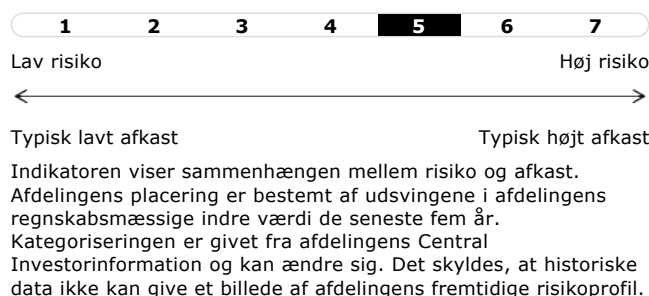
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	-12,9	21,4	58,6	183,6	202,1	10,0
Benchmark (%)	-6,1	23,8	49,8	164,5	187,2	9,5
Aktivt afkast (%)	-6,7	-2,3	8,8	19,1	15,0	0,5

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. porteføljen (%)	16,0	14,3	12,6	12,5
Std. afv. benchmark (%)	17,0	15,2	12,8	12,6
Beta	0,9	0,9	0,9	0,9

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
HDFC Bank	6,9
Thermo Fisher Scientific	6,4
Novo Nordisk	6,2
Alphabet	5,9
Visa	5,0
Microsoft	5,0
Nestle	4,4
Amazon.com	4,1
Procter & Gamble	4,0
Sony Group	3,8

RISIKOINDIKATOR



Benchmark er inkl. udbytter i DKK. Bemærkninger til afkast se bagerst i denne publikation.



Stabile Aktier

Se porteføljen på cww.dk

Status på kvartalet

Høj inflation, høje energipriser, stigende renter, krigen i Ukraine, Covid-nedlukning i Kina giver et svært investeringsmiljø. I Stabile Aktier investerer vi i selskaber med lav følsomhed over for den økonomiske udvikling og på trods af afmatningen i verdensøkonomien, er afdelingen steget med 3,8 pct. i 3. kvartal, hvilket er 3,5 procentpoint bedre end benchmark. På trods af de tider dystre udsigter leverer vores selskaber generelt gode regnskaber, og vi finder fortsat nye, interessante investeringsmuligheder. Investeringerne inden for alternativ energi leverede gode resultater, fordi de drager fordel af de stigende elektricitetspriser. Vi har vores investeringer i alternativ energi hovedsageligt i USA, fordi Europa indfører prisbegrænsninger og forhøjede skatter i denne sektor. De største kursmæssige skuffelser kom fra vores investeringer i det tyske ejendomsmarked, hvor de stigende renter har presset værdiansættelsen. Det tyske udlejningsmarked er attraktivt, fordi huslejen reguleres ift. inflationsudviklingen. Der er fortsat stor efterspørgsel på lejemål, og den aktuelle økonomiske udvikling mindsker opførelsen af nye boligejendomme.

Investeringsstrategi og porteføljeændringer

Afdelingen investerer i selskaber med en relativt lav følsomhed over for de økonomiske konjunkturer og som har en stærk konkurrencemæssig position med en rimelig forudseelig stabil indtjeningsvækst. Vi stræber kontinuerligt efter at finde forskelligartede investeringer for at gøre porteføljen robust over for markedsudsving – men stadigvæk få gavn af den globale økonomiske vækst. Det er baggrunden for, at porteføljen må forventes at have mindre kursudsving end det globale aktiemarked generelt. Men de finansielle markeder er uforudsigelige, så der kan opstå perioder med større kursudsving og tab, som vi senest så i forbindelse med Corona-pandemien.

I kvartalet købte vi bl.a. det canadiske investeringsselskab **Wheaton Precious Metal** (guld og sølv). Selskabet har ingen gæld og ingen driftsudgifter til minedrift, men yder finansiering til mineselskaber og bliver betalt med en procentdel af de ædelmetaller, minerne producerer i deres levetid. Dette mindsker risikoen i investeringen. De globale aktiemarkeder har vist større kursudsving end normalt, hvilket har betydet, at volatiliteten i flere af vores investeringer er steget. Vi har på den baggrund solgt det amerikanske vedvarende energiselskab **Altus Power**, den taiwanesiske kosmetikkæde **Poya International** og amerikanske **Alphabet** (Google).

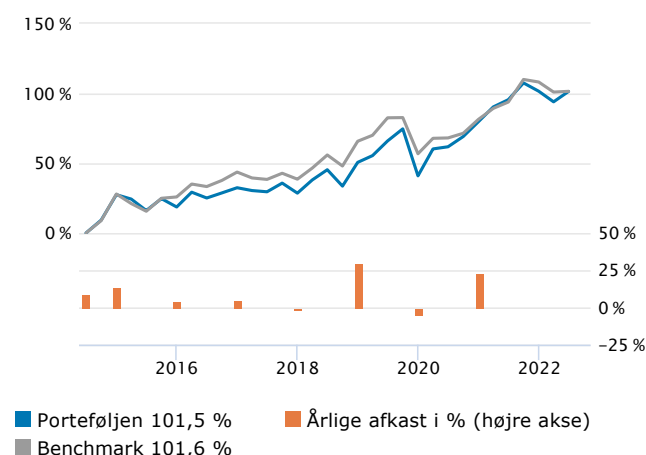
C WorldWide Stabile Aktier

PR. 30. SEPTEMBER 2022

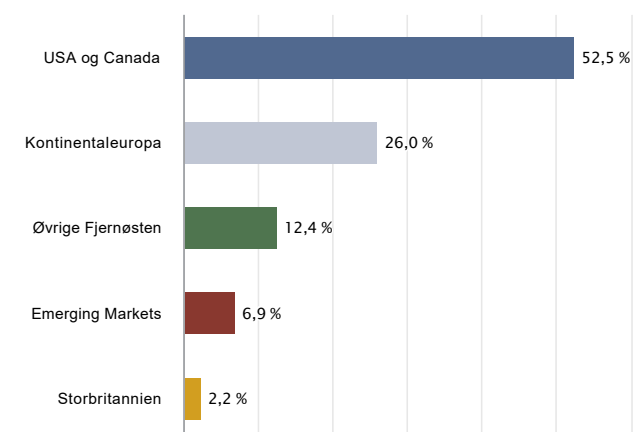
FAKTA

Afdeling	C WorldWide Stabile Aktier KL A
Fondskode	DK0010312529
Afdelingens start	1. oktober 2014
Risikomærkning	Gul
Lagerbeskattes frie midler	Nej
Benchmark	MSCI AC World Min. Volatility
Emissionstillæg	0,35 %
Indløsningsfradrag	0,31 %
Løbende omkostninger	1,68 %
ÅOP	2,04 %
Indirekte handelsomk.	0,087 %
Forvalterteam	Jakob Greisen

AFKASTUDVIKLING



GEOGRAFISK



AFKAST & RISIKO

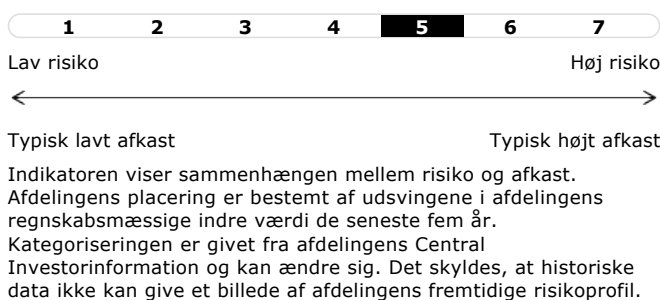
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	3,0	21,4	55,5	-	101,5	9,2
Benchmark (%)	4,0	10,4	45,6	-	101,6	9,2
Aktivt afkast (%)	-0,9	11,0	9,9	-	-0,1	0,0

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. porteføljen (%)	16,5	14,1	-	12,9
Std. afv. benchmark (%)	12,7	11,1	-	10,7
Beta	1,2	1,2	-	1,1

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
Osisko Gold Royalties	4,8
Brookfield Renewable	4,6
NextEra Energy	4,4
Genpact	4,2
Deutsche Telekom	4,0
DBS Group	3,9
Teleperformance	3,7
Deutsche Boerse	3,4
Intercontinental Exchange	3,4
Elevance Health	3,3

RISIKOINDIKATOR



Benchmark er inkl. udbytter i DKK. Bemærkninger til afkast se bagerst i denne publikation.



Emerging Markets

Se porteføljen på cww.dk

Status på kvartalet

De makroøkonomiske og geopolitiske usikkerheder præger fortsat investeringsbilledet i emerging markets, om end landene generelt er mere modstandsdygtige end tidligere. De toneangivende lande har i dag f.eks. højere valutaeserver og lavere betalingsbalanceunderskud. Derudover har centralbankerne i en række EM-lande været hurtigere til at reagere på inflationspresset og hæve renterne. Dette har især været tilfældet i Mexico og Brasilien. EM-valutaerne har samlet set derfor i år også klaret sig bedre end valutaerne i de udviklede lande målt over for USD. I Brasilien vandt den tidligere præsident Luiz Inacio Lula da Silva første runde af præsidentvalget. Lula fik dog ikke nok stemmer, så en afgørende valgrunde mod Bolsonaro finder sted i slutningen af oktober. Fra et investeringsperspektiv var det positivt, at afstanden mellem Lula og Bolsonaro endte med at blive mindre end forventet, idet det vil tvinge Lula til at bevæge sig længere ind mod midten i forhold til sin økonomiske dagsorden. I Kina kommer der den ene dag skuffende udmeldinger omkring støtte til økonomien, og næste dag udmeldes 19 nye vækstfokuserede initiativer. Vi håber på, at der bliver foretaget ændringer i nul-tolerance covid-politikken, og at der kommer et fornyet fokus på økonomisk vækst efter den kommende partikongres.

Afdelingen faldt 5,5 pct. i kvartalet, hvilket var på niveau med markedet. De mest positive bidrag kom fra Lemon Tree, ICICI Bank og Schaeffler India – alle indiske aktier. Omvendt kom de mest negative bidrag fra Alibaba, Tencent og Oriental Yuhong – alle kinesiske aktier.

Investeringsstrategi og porteføljeændringer

I kvartalet købte vi **Regional SAB de CV**, som er en veldrevet bank med fokus på den industrialiserede og eksportorienterede nordlige region i Mexico. Det er en bank, som er eksponeret mod den fortsatte økonomiske vækst i Mexico drevet af bl.a. omlægningen af forsyningskæderne. Derudover købte vi **AIA Engineering**, som er den globalt førende producent af stålklugler til cement- og minesektoren. Vi købte også **Computer Age Management Systems**, som er den førende leverandør af kritiske administrative løsninger til asset management-industrien i Indien med 70 pct. markedsandel, og virksomheden er derved eksponeret mod den øgede penetration af finansielle ydelser i Indien. For at finansiere disse køb solgte vi **Godrej Properties**, **Globant** og **RichWave**.

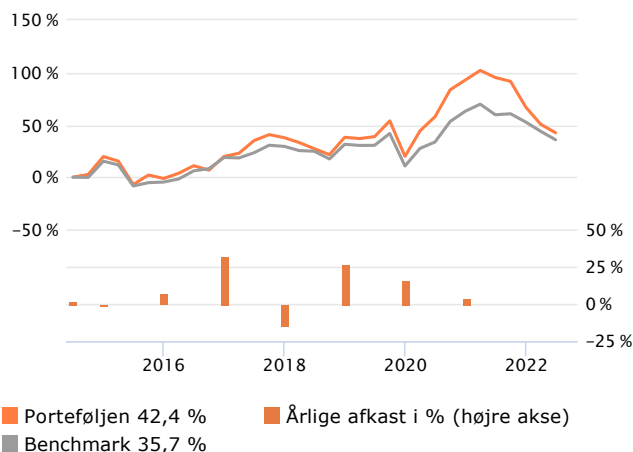
C WorldWide Emerging Markets

PR. 30. SEPTEMBER 2022

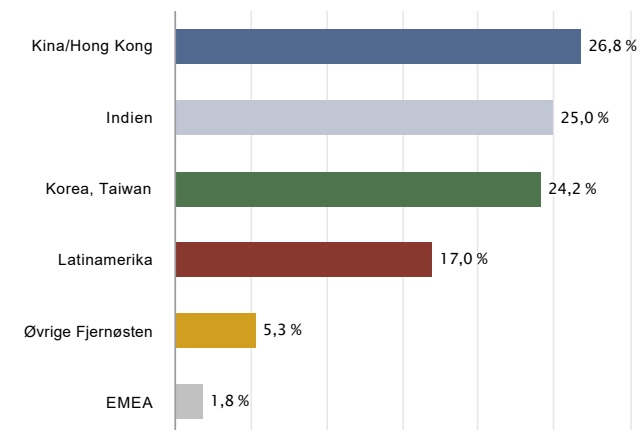
FAKTA

Afdeling	C WorldWide Emerging Markets KL
Fondskode	DK0015945166
Afdelingens start	1. oktober 2014
Risikomærkning	Gul
Lagerbeskattes frie midler	Nej
Benchmark	MSCI Emerging Markets
Emissionstillæg	0,45 %
Indløsningsfradrag	0,55 %
Løbende omkostninger	1,84 %
ÅOP	2,20 %
Indirekte handelsomk.	0,022 %
Forvalterteam	Aman Kalsi, Allan Christensen, Mogens Akselsen, Abhinav Rathee

AFKASTUDVIKLING



GEOGRAFISK



AFKAST & RISIKO

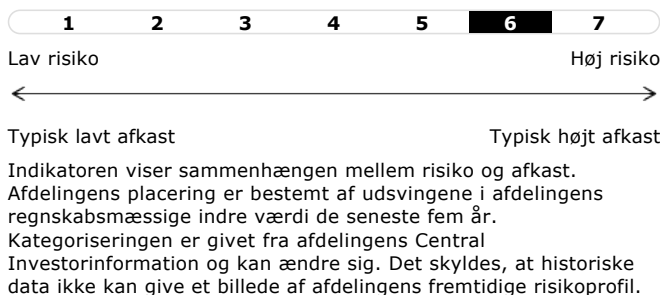
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	-27,1	2,6	5,5	-	42,4	4,5
Benchmark (%)	-15,0	4,1	10,1	-	35,7	3,9
Aktivt afkast (%)	-12,1	-1,5	-4,5	-	6,6	0,6

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. porteføljen (%)	19,1	17,0	-	16,3
Std. afv. benchmark (%)	16,4	15,1	-	14,5
Beta	1,1	1,1	-	1,1

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
TSMC	8,1
Samsung Electronics	6,6
Tencent Holdings	4,6
Bank Rakyat Indonesia	3,8
ICICI Bank	3,8
JD.com	3,5
HDFC Bank	3,0
Lemon Tree Hotels	2,8
Walmart de Mexico	2,6
Alibaba Group Holding	2,5

RISIKOINDIKATOR



Benchmark er inkl. udbytter i DKK. Bemærkninger til afkast se bagerst i denne publikation.



Asien

Se porteføljen på cww.dk

Status på kvartalet

Andet kvartal gav større negative afkast pga. den øgede markedsvolatilitet. Covid-19-situationen i Kina var præget af den fortsatte nul-tolerance, mens resten af Asien begyndte at omfavne et liv med virussen og hurtigt åbnede deres grænser for bl.a. at normalisere turistaktiviteten. Hongkong og Taiwan er de seneste lande, som har fjernet deres indrejse-restriktioner. Den kinesiske ejendomssektor har lidt kraftigt under Covid-19-nedlukningerne, selvom selve ejendoms krisen ikke direkte er forårsaget af pandemien. På det seneste har vi set, at op mod 6 pct. af realkreditlåntagerne ikke betaler deres lån – bl.a. i protest mod byggeforsinkelser og manglende tillid til ejendomsudviklerne. De politiske beslutningstagere i Kina forsøger dog at iværksætte stabiliserende initiativer. I lyset af den svage økonomi i Kina, er alles øjne nu rettet mod den kommende partikongres i oktober, hvor præsident Xi Jinping vil blive genvalgt for en historisk tredje periode. Håbet er nye mulige vækstinitiativer. Spændingerne i Taiwan steg efter besøget af Nancy Pelosi. Kina reagerede med en stor militærøvelse, der omringede ø-nationen. Forholdet mellem USA og Kina udvikler sig negativt, hvor USA er opsat på at forhindre Kinas adgang til avanceret teknologi. Indien var igen det bedste marked i Asien understøttet af makroøkonomisk stabilitet. De udenlandske investorer fik igen øjnene op for Indiens langsigtede potentiale og opkøbte aktier for USD 6,3 mia. efter i en længere periode at have været nettosælgere.

Afdelingens værdi faldt 9,9 pct. i kvartalet, mens benchmark MSCI Asien ex Japan faldt 8,1 pct. De bedste afkast kom fra ICICI Bank, Indian Hotels og OZ Minerals, mens Alibaba Group Holdings, Tencent Holdings og Taiwan Semiconductor Manufacturing Co. trak ned.

Investeringsstrategi og porteføljeændringer

Vores investeringsstrategi er uændret med fokus på strukturelle temaer. I kvartalet købte vi indiske **Computer Age Management System (CAMS)** til porteføljen. Virksomheden nyder godt af udbredelsen af finansielle tjenester i Indien, da selskabet er den førende værdipapircentral og tilhørende betalingsagent i Indien med en markedsandel på næsten 70 pct. Dette marked er et duopol mellem CAMS og konkurrenten Karvy. Historisk set skifter kunderne ikke leverandør, hvilket betyder meget langvarige kundeforhold. CAMS leverer også forretningskritiske og omkostningseffektive administrative- og regnskabsløsninger til deres etablerede kundebase.

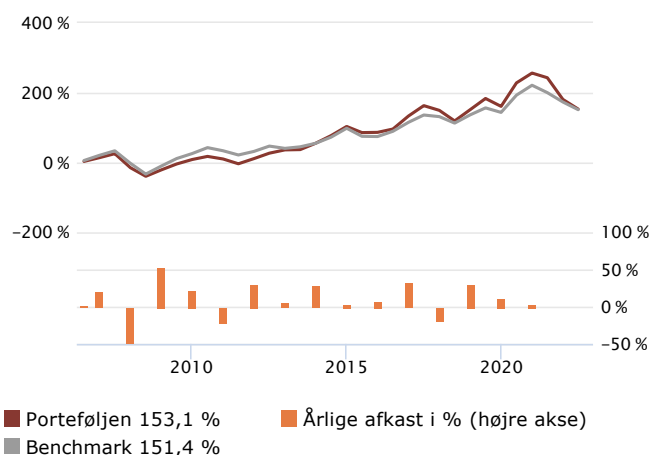
C WorldWide Asien

PR. 30. SEPTEMBER 2022

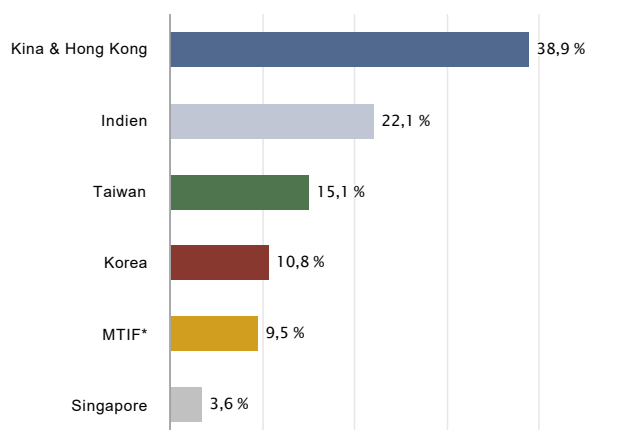
FAKTA

Afdeling	C WorldWide Asien KL A
Fondskode	DK0060057644
Afdelingens start	7. december 2006
Risikomærkning	Gul
Lagerbeskattes frie midler	Nej
Benchmark	MSCI AC Asia ex Japan
Emissionstillæg	0,45 %
Indløsningsfradrag	0,55 %
Løbende omkostninger	1,92 %
ÅOP	2,18 %
Indirekte handelsomk.	0,013 %
Forvalterteam	Allan Christensen, Mogens Akselsen

AFKASTUDVIKLING



GEOGRAFISK



AFKAST & RISIKO

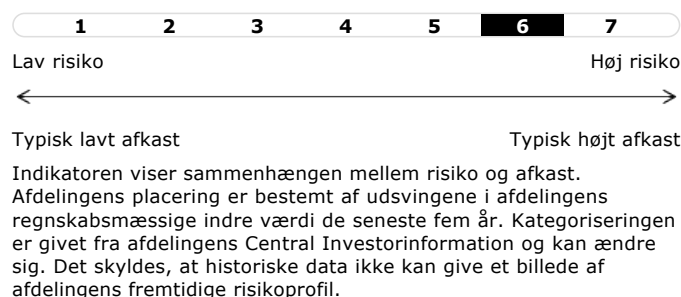
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	-26,4	-0,6	0,1	111,5	153,1	6,0
Benchmark (%)	-15,7	6,5	13,5	76,5	151,4	6,0
Aktivt afkast (%)	-10,7	-7,1	-13,3	35,0	1,7	0,0

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. porteføljen (%)	19,0	18,1	16,4	18,9
Std. afv. benchmark (%)	15,1	14,7	13,6	17,4
Beta	1,2	1,2	1,2	1,0

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
TSMC	8,2
Samsung Electronics	7,1
Alibaba Group Holding	5,8
Tencent Holdings	5,5
ICICI Bank	5,4
AIA Group	3,3
HDFC	2,6
DBS Group	2,4
Bank Rakyat Indonesia	2,2
Bank Central Asia	2,1

RISIKOINDIKATOR



Benchmark er inkl. udbytter i DKK. Bemærkninger til afkast se bagerst i denne publikation.



Indien

Se porteføljen på cww.dk

Status på kvartalet

Det indiske aktiemarked opnåede et positivt afkast i tredje kvartal og har nu en historisk høj værdiansættelsespræmie i forhold til andre emerging markets-lande. Den stabile indenlandske økonomi har styrket både lokale og udenlandske investorers tillid til Indien. Udenlandske investorer har i tidligere år været en storsælger af indiske aktier med et beløb på USD 27 mia. indtil juli, men dette vendte i august til et næsten rekordkøb på USD 6,3 mia. Udlånsvæksten i banksektoren fortsætter på et højt niveau understøttet af den robuste indenlandske økonomi. De seneste tal for udlånsvæksten viser en årlig vækst på 16 pct., det højeste i ti år. Reserve Bank of India (RBI) fører en fornuftig pengepolitik i forhold til den aktuelle inflation på håndterbare 7 pct., og trenden peger nedad. Afdelingen gav et kvartalsafkast på 12,1 pct., mens benchmark MSCI India gav 13,6 pct. De største positive bidragydere var ICICI Bank, IndusInd Bank og Schaeffler India, mens Reliance Industries, Infosys og Indian Energy Exchange trak ned.

Investeringsstrategi og porteføljeændringer

Investeringsstrategien er uforandret med fokus på indenlandske temaer som finansiel inklusion, formalisering af økonomien, boliger og investeringer inden for kapitalinvesteringer. Vi har øget eksponeringen til kapitalinvesteringer med køb af ZF Commercial Vehicle Control Systems (ZCVCS). Derudover har vi købt Kotak Mahindra Bank som eksponering til finansiel inklusion. Omvendt solgte vi Manappuram Finance og Matrimony.com. ZCVCS er branchens førende med næsten monopol inden for bremsesystemer til erhvervskøretøjer. Tilsynsmyndighederne er opsatte på at forbedre sikkerhedsstandarderne for erhvervskøretøjer i Indien, hvilket giver medvind til sektoren. Virksomheden har udvidet sin produktportefølje, som øger eksportpotentialet og giver eksponering til det mere profitable eftermarkedssalg. Virksomhedens produkter er uafhængige af bilernes drivlinje, hvilket hjælper med at fremtidssikre forretningen. Øgede investeringer blandt indiske virksomheder vil smitte af på markedet for erhvervskøretøjer og derved gavne selskaber som ZCVCS. Kotak Mahindra Bank er en af de bedste kvalitetsbanker i Indien. Vi tror, at udlånsvæksten vil stige understøttet af den robuste indenlandske økonomi. Dette bør hjælpe banker med stærke balancer. Bankens seneste kvartalstal giver os tillid til, at væksten er vendt tilbage, hvor udlån voksede 29 pct. ift. sidste år, mens realkreditlån voksede med 46 pct. Desuden har banken også gebyrrelaterede forretninger, der giver højere marginer.

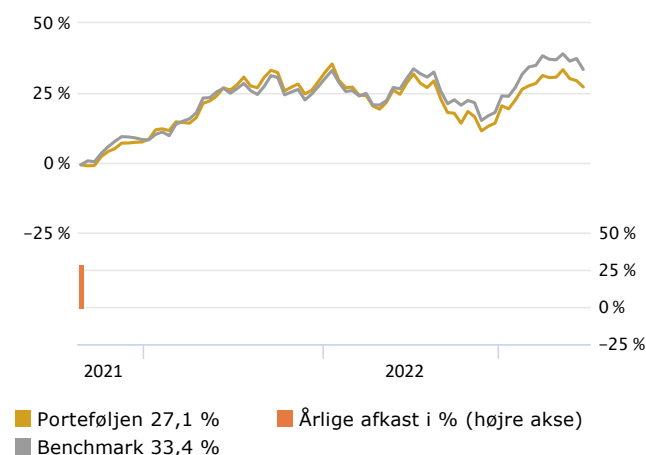
C WorldWide Indien

PR. 30. SEPTEMBER 2022

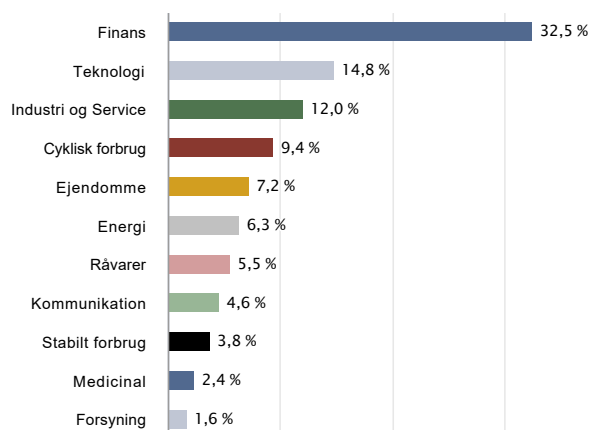
FAKTA

Afdeling	C WorldWide Indien KL A
Fondskode	DK0061534963
Afdelingens start	29. april 2021
Risikomærkning	Gul
Lagerbeskattes frie midler	Nej
Benchmark	MSCI Indien
Emissionstillæg	0,60 %
Indløsningsfradrag	0,60 %
Løbende omkostninger	1,71 %
ÅOP	2,23 %
Indirekte handelsomk.	0,014 %
Forvalterteam	Abhinav Rathee, Allan Christensen, Mogens Akselsen

AFKASTUDVIKLING



SEKTORFORDELING



AFKAST & RISIKO

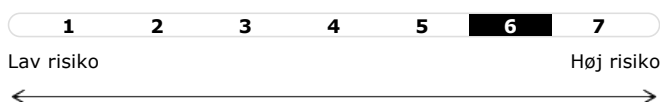
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	0,7	-	-	-	27,1	17,4
Benchmark (%)	6,5	-	-	-	33,4	21,2
Aktivt afkast (%)	-5,9	-	-	-	-6,2	-3,8

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. porteføljen (%)	-	-	-	-
Std. afv. benchmark (%)	-	-	-	-
Beta	-	-	-	-

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
ICICI Bank	8,5
Infosys Technologies	7,2
Reliance Industries	6,3
HDFC Bank	5,7
HDFC	3,6
Bharti Airtel	3,2
Asian Paints	2,3
Kajaria Ceramics	2,3
Kotak Mahindra Bank	2,2
Schaeffler India	2,2

RISIKOINDIKATOR



Typisk lavt afkast Typisk højt afkast

Indikatoren viser sammenhængen mellem risiko og afkast. Afdelingens placering er bestemt af udsvingene i afdelingens regnskabsmæssige indre værdi de seneste fem år. Kategoriseringen er givet fra afdelingens Central Investorinformation og kan ændre sig. Det skyldes, at historiske data ikke kan give et billede af afdelingens fremtidige risikoprofil.

Andelsklassen er lanceret 29. april 2021. Benchmark er inkl. udbytter i DKK. Bemærkninger til afkast se bagerst i denne publikation.

* Afkast vist i 2021 er afkast fra andelsklassens lancering 29. april 2021 til 31. december 2021.

En grundfilosofi – seks afdelinger

C WorldWide har seks forskellige afdelinger, som bygger på de samme grundlæggende principper. De tre globale afdelinger kan generelt bruges som fundamentet i opbygningen af din aktieportefølje. Vores øvrige afdelinger har alle fokus på særlige regioner eller lande. Risikoen er typisk lidt højere, men omvendt er potentialet også større. Modellen for neden viser, hvordan vores afdelinger kan bruges i en typisk portefølje.

C WorldWides kerne- og vækstafdelinger



Afdeling **Globale Aktier KL** investerer globalt uden lande- eller sektorbegrænsninger. Her får du bedst udbytte af vores erfaring, fordi vi har størst mulig fleksibilitet til at sætte investeringerne optimalt sammen. Du kan investere i Globale Aktier KL via en udbyttebetalende eller en akkumulerende afdeling.

Afdeling **Globale Aktier Etik KL** sætter etik og samfundsansvar højt. Investeringsprincipperne matcher afdeling Globale Aktier KL. Inden der investeres i et nyt selskab, screenes selskabet af en ekstern konsulent, som sikrer, at selskaberne i porteføljen ikke har en betydelig del af deres aktiviteter inden for produktion, distribution eller salg af alkohol, tobak, pornografi, hasardspil, våben eller fossile brændstoffer. Du kan investere i Globale Aktier Etik KL via en udbyttebetalende eller en akkumulerende afdeling. Ved investering for frie midler beskattes afkastet efter lagerprincippet. Dette indebærer årlig beskatning af såvel realiseret som urealiseret gevinst og fradrag for eventuelle tab.

Afdeling **Stabile Aktier KL** har en målsætning om at skabe et afkast, som er mere stabilt end globale aktier i almindelighed. De stabile selskaber har en holdbar forretningsmodel – typisk med en høj egenkapitalforretning. Derfor leverer denne type aktier ofte en attraktiv kombination af gode afkast og lave kursudsving. Afdeling Stabile Aktier KL kan være noget for dig, hvis du ønsker eksponering til aktiemarkedet med en lavere risiko.

Emerging markets-landene er karakteriseret ved høje vækstrater drevet af unge og voksende befolkninger, som aspirerer efter den vestlige levestandard. Det er denne udvikling, som du får del i ved at investere i afdeling **Emerging Markets KL**. Afdelingen kan være et godt supplement til vores globale afdelinger, hvis du kan leve med en lidt højere risikoprofil.

Afdeling **Asien KL** investerer i den asiatiske del af emerging markets. En investering i afdeling Asien KL giver din opsparing et solidt fodfæste i verdens stærkeste vækstområder. Kina fører an i regionen, og de gode vækstmuligheder skal især findes blandt Asiens mindre og mellemstore virksomheder. Ved at vælge afdeling Asien KL får du fordelene af vores forvalters store erfaring i at finde de rigtige aktier i netop denne region.

Indien er en af de hurtigst voksende økonomier i verden og samtidigt verdens tredjestørste økonomi. Med afdeling **Indien KL** får du adgang til investeringer på et marked, der er svært tilgængeligt for individuelle investorer, da det kræver tilladelse at investere lokalt i Indien.



Investeringsforeningen C WorldWide

C WorldWide er en investeringsforening, som står for langsigtede og modstandsdygtige investeringer. Vores ambition er at skabe afkast, som ligger væsentligt over gennemsnittet på den lange bane.

Den ambition har fulgt os siden 1990, hvor foreningen blev stiftet.

Vi tror på, at vi kan skabe stærke resultater ved at identificere de bedste langsigtede aktier blandt verdens mange børsnoterede virksomheder. Denne søgen har været vores passion i næsten 30 år.

Vores investeringsfilosofi er enkel – vi har fokus på få aktier og få afdelinger. Dette fokus giver overblik og betyder, at hver enkelt aktie har afgørende betydning for porteføljernes udvikling. Den enkelthed motiverer os til at bruge al energi på at sikre, at de få udvalgte aktier i porteføljerne til enhver tid hører til blandt verdens bedste.

C WorldWide har et af de mest stabile og erfarne forvalterteams i verden, og kernen i teamet er næsten uændret siden 1990. Derfor er det de samme mennesker, som siden starten har holdt fast i vores langsigtede værdier: **Fokus, Stabilitet og Passion.**

Alle C WorldWides afdelinger bygger på de samme grundlæggende principper. Vi tror på aktiv porteføljevaltning, hvor vi håndplukker aktier for at skabe holdbare investeringsresultater. Vores holdning er helt enkelt, at nogle selskaber har en bedre forretningsmodel end andre, og vores kerneydelse er at udpege disse selskaber. Vores afdelinger må derfor forventes at have en afkastudvikling, som bliver ganske forskellig fra markedsudviklingen – naturligvis med det sigte at skabe en højere værditilvækst på langt sigt.

Bemærkninger til afkast

Alle tal er baseret på historiske afkast. Historiske afkast er ingen garanti for fremtidige afkast. Valutaen er DKK. Afkastet kan øges eller mindskes på grund af udsving i valutakurserne. Administrationshonorar og andre udgifter afholdt af fonden er inkluderet i tallene. Gebyrer afholdt af investor såsom depotomkostninger og transaktionsomkostninger er ikke inkluderet. For yderligere oplysninger henvises til prospektet og central investorinformation for de enkelte afdelinger, som kan findes på www.cwww.dk under menupunktet Information.



Fra tanke til handling

Det er nemt at blive investor i en eller flere af vores afdelinger og få del i C WorldWides erfaring og fokuserede investeringsmodel.

Alle vores afdelinger er børsnoterede og kan både købes og sælges via de fleste netbanker i Danmark. Du finder fondskoderne på cww.dk, hvor du også kan udfylde en investeringsordre, som du sender til din bankrådgiver.

Du har også mulighed for at investere via din pensionsordning – her bør du kontakte din pensionsrådgiver og få rådgivning om hvilken metode, der passer bedst til dig.

Vil du vide mere, så kontakt en af vores medarbejdere på 35 46 35 46.

Risikomærkning af investeringsprodukter

C WorldWide er forpligtet til at risikomærke alle foreningens afdelinger, der alle har en gul mærkning, idet der er tale om investeringsforeningsbeviser. For yderligere information henvises til foreningens hjemmeside www.cww.dk.

Andre praktiske oplysninger

Foreningen opfordrer til, at alle medlemmer lader sig navnenotere via deres depotbank.

Redaktionen er afsluttet den 14. oktober 2022. Denne kvartalsorientering for 3. kvartal 2022 er tilgængelig på foreningens hjemmeside samme dag. Vi tager forbehold for trykfejl.

DET ER IKKE KUN EN AMBITION AT SKABE GODE AFKAST – DET ER VORES PASSION.

Dette er markedsføringsmateriale. Denne kvartalsorientering er udarbejdet af Investeringsforeningen C WorldWide (CWW). Den er alene ment som generel information og udgør ikke et tilbud eller en opfordring til at gøre tilbud, ligesom den ikke skal betragtes som investeringsrådgivning eller som investeringsanalyse. Den er således ikke udarbejdet i henhold til de regler, der er fastsat for at fremme investeringsanalysers uafhængighed, og den er ikke genstand for noget forbud mod at handle forud for udbredelsen af investeringsanalyse.

Kvartalsorienteringen er udarbejdet på baggrund af kilder, som CWW anser for pålidelige, og CWW har taget alle rimelige forholdsregler for at sikre, at informationen er så korrekt som muligt. CWW kan dog ikke garantere informationens korrekthed og påtager sig ikke noget ansvar for fejl eller udeladelser. Meninger og holdninger er alene aktuelle pr. publikationsdatoen.

Artikler i kvartalsorienteringen må ikke gengives eller videredistribueres helt eller delvist uden CWWs forudgående skriftlige samtykke. Historiske afkast er ikke en garanti for fremtidige afkast. Prospekt og dokument med central investorinformation er tilgængelig på cww.dk.

INVESTERINGSFORENINGEN C WORLDWIDE

Dampfærgevej 26 · DK-2100 København Ø · Tlf: +45 35 46 35 46 · Fax: +45 35 46 36 00 · www.cww.dk