

FRAGMENTERING AF
FORSYNINGSKÆDER ØGER
BRUG AF ROBOTTER

**SOMMERFUGLEEFFEKTEN
OG TAIWAN SOM
NUTIDENS IT-HOTSPOT**

NOVO NORDISKS
REVOLUTIONERENDE
FEDMEPRÆPARAT

KVARTALS-
ORIENTERING
NR 3 | 2020

FØLGER DU DINE INVESTERINGER?



WORLDWIDE
INVESTERINGSFORENINGEN

INVESTORBRIEF



**VÆRDISKABELSE Gennem
Oplevelser**

Oplevelser er blevet en vigtig konkurrenceparameter, der tilføjer værdi til et produkt og har potentiale til at øge

OVERBLIK GIVER INDSIGT – FÅ VORES NYHEDSBREV HVERT KVARTAL

Med C WorldWides nyhedsbrev får du overblik og indsigt i dine investeringer. Vores erfarne porteføljeformidlere holder dig opdateret om udviklingen inden for langsigtede investeringstrends.

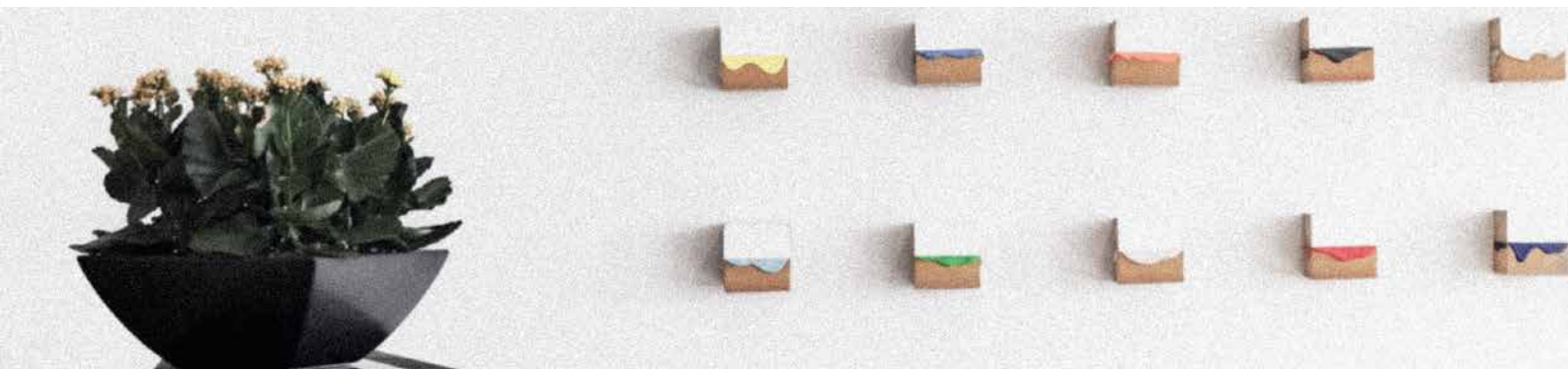
Med C WorldWides nyhedsbrev får du:

- Viden om langsigtede investeringstrends
- Indsigt i den aktuelle markedsudvikling
- Indblik i investeringsbeslutninger
- Adgang til dybdegående artikler
- Overblik over din portefølje

Tilmeld dig nyhedsbrevet på forsiden af cww.dk.

Indholdsfortegnelse

04	Leder
06	Fragmentering af forsyningskæder øger brug af robotter
12	Sommerfugleeffekten og Taiwan som nutidens IT-hotspot
15	Novo Nordisks revolutionerende fedmepræparat
18	Forventninger til aktiemarkedet
22	Globale Aktier KL
24	Globale Aktier Etik KL
26	Stabile Aktier KL
28	Asien KL
30	Emerging Markets KL
32	En grundfilosofi – seks afdelinger
33	Investeringsforeningen C WorldWide



Leder

Kære investor

Covid-19 pandemien accelererer de digitale trends

Covid-19-pandemien præger fortsat økonomierne og vores dagligdag, men vi lærer langsomt at leve med den uden samme grad af nedlukninger som i foråret. Aktiemarkederne har nu mere eller mindre lagt pandemien bag sig bl.a. med udsigt til mulig vaccination i 2021. Vigtigst af alt er dog de historiske finans- og pengepolitiske tiltag, som har understøttet økonomierne og aktiemarkederne i særdeleshed. De pengepolitiske udmeldinger giver udsigt til lave renter i lang tid fremover, hvilket understøtter en højere prisfastsættelse på aktiemarkedet. Vi har i dag en situation, hvor centralbanker og regeringer ikke vil tillade store fald på bolig- og aktiemarkederne, da de afledte konsekvenser er for store. Dette ændrer risikobalancen til fordel for aktier.

Vi ser også, at Covid-19 accelererer digitaliseringen af vores samfund, hvilket er forklaringen på årets store kursforskelle de enkelte sektorer imellem. Kursen på mange af de digitale selskaber er steget mere end 30 pct, mens der blandt taberne af Covid-19-pandemien er banker, energiselskaber og transportindustrien med fald på over 30 pct.

Denne acceleration af eksisterende trends passer godt til vores investeringsstrategi, der er forankret omkring holdbare og markedsledende selskaber inden for områder med tematisk vækst. Som det fremgår af afkasttabellen på side 4, har de fleste afdelinger i indeværende år på trods af Covid-19 skabt positive afkast – der tilmed er bedre end benchmark. F.eks. har afdeling Globale Aktier KL i år skabt et afkast på 4,2 pct., mens verdensindekset er faldet 3,3 pct. Foruden digitaliseringstemaet har afdelingen også undgået de negative områder som turisme og traditionelle banker og kun haft en lille eksponering til energisektoren. Omvendt og måske lidt overraskende er det, at de stabile aktier i et år med uro faktisk har gjort det lidt dårligere end det generelle aktiemarked. Forklaringen er simpelthen, at investeringsuniverset med de stabile aktier kun i lille grad indeholder de digitale markedsledere, da det netop er dem, som har trukket markedsindeksene i år.

Du kan læse mere om vores forventninger i artiklen om aktiemarkedsudsigterne samt om udviklingen i de enkelte afdelinger på de specifikke afdelingssider.



Covid-19 rammer også vores traditionelle investorkonference

Som en kedelig konsekvens af Covid-19 måtte vi i marts aflyse vores årlige C WorldWide investorkonference. Vi havde håbet, det i stedet ville blive muligt at afvikle konferencen til november, men under de aktuelle omstændigheder er dette desværre fortsat ikke forsvarligt. Derfor må vi desværre aflyse de planlagte arrangementer i hhv. Aarhus og København den 5/11 og 12/11.

Når vi kigger ind i 2021, vil det formentligt stadig være uforsvarligt at afholde denne type arrangementer. På den baggrund har vi for nuværende ikke programsat nye arrangementer for 2021. I stedet arbejder vi på digitale investeringspræsentationer, hvor du får mulighed for at blive opdateret på investeringerne i C WorldWide. For at sikre at du er bedst muligt opdateret på nyheder fra os, herunder de kommende digitale alternativer, anbefaler vi – hvis du ikke allerede er det – at du tilmelder dig vores elektroniske nyhedsbrev. Dette gør du på vores hjemmeside cww.dk.

Tre investeringsindsigter

I denne kvartalsorientering kan du desuden læse om tre interessante investeringsindsigter. I den første artikel beskriver temaspecialist Morten Springborg en ny vigtig global trend, hvor mange selskaber i forhold til deres værdikæder nu prioriterer forsynings-sikkerhed fremfor omkostningsoptimering. Dette sker bl.a. i lyset af handelskonflikten mellem USA og Kina,

men Covid-19 har også blotlagt forsyningsrisikoen ved dagens outsourcete og enstrengede forsyningskæder. Konklusionen er, at produktion i større grad vil blive hjemtaget, og investeringer i automatisering vil tage fart for at imødegå de højere lønomkostninger.

Morten Springborg er også skribenten bag en Indsigt om halvlederindustrien. Her kan du læse om, hvorfor vi har udpeget et taiwanesisk selskab som særdeles velpositioneret over de næste fem til ti år.

Endelig giver porteføljeforvalter Henrik Blaagaard Hviid en opdatering på Novo Nordisk, og hvordan deres nye produkter har et stort potentiale inden for fedmebehandling.

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

Bo Knudsen Tim Kristiansen

Resultat 3. kvartal 2020

Afdeling	Afkast Benchmark		Afkast Benchmark	
	3. kv.	3. kv.	09/2020	09/2020
Globale Aktier KL	4,1%	3,4%	4,2%	-3,3%
Globale Aktier Akk. KL	4,5%	3,4%	4,6%	-3,3%
Globale Aktier Etik KL	4,3%	3,4%	5,9%	-3,3%
Stabile Aktier KL	1,0%	0,2%	-7,4%	-8,0%
Asien KL	8,1%	5,9%	-0,6%	0,5%
Emerging Markets KL	9,4%	4,8%	2,6%	-5,8%



Fragmentering af forsyningskæder øger brug af robotter

Af Morten Springborg,

Temaspecialist, C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S.

Nøgleindsigter

- De globale forsyningskæder er i opbrud. Kritiske sektorer som elektronik og sundhed vil i fremtiden være opdelt i to særskilte forsyningsystemer i hhv. USA og Kina.
- Kapitalinvesteringer vil søge tilbage til de vestlige økonomier i takt med, at produktionen flytter tættere på slutforbrugerne.
- Hjemtagningen af produktionen til Vesten vil medføre en stor efterspørgsel efter automatiseringsteknologier og digitalisering af produktionen.
- Vi har investeringer i flere af de selskaber, som forventes at drage størst fordel af denne langsigtede trend.

Japan faldt markant. Tiden var præget af symbiotisk vækst mellem øst og vest og benævnes ofte som "The Great Moderation". Apple er den mest fremtrædende repræsentant i globaliseringens tidsalder. Selskabet udflyttede al produktion præget af lav kompleksitet og høje kapitalkrav til Kina og andre lavomkostningslande. F.eks. var ca. 600 produktionsanlæg på den ene eller anden måde involveret i produktionen af Apples produkter i 2018. Blot 9 pct. af Apples leverandører var fra USA, mens 70 pct. kom fra Asien.

Finanskrisen blev startskuddet på en styrkelse af nationalstaten og en svækkelse af globaliseringen drevet af stigende ulighed, den politiske midtes fragmentering og voksende populisme. Forværringen af forholdet mellem USA og Kina fra konstruktiv dialog til strategisk rivalisering har sammen med Covid-19-pandemien givet næring til et voksende politisk pres i både USA og Europa ift. at hjemtage produktionen af kritiske varer.

Fragmentering af forsyningskæder øger brug af robotter

Perioden fra 2001 til finanskrisens begyndelse i 2008 vil blive husket som globaliseringens glansperiode, hvor bl.a. Kina blev medlem af Verdenshandelsorganisationen WTO. Drivkræfterne var udflytning af de mere simple produktionsprocesser til Kina og andre nye økonomier samt optimering af forsyningskæder og forretningsprocesser. Kinas andel af værditilvæksten i den globale industri steg fra under 10 pct. til 25 pct., mens de tilsvarende andele i Europa, USA og

En verdensøkonomi i forandring

Gennem de seneste ti år er virksomhedernes produktionsapparater blevet tættere forbundet gennem komplekse interaktioner. Forretningsprocesserne er blevet optimeret til det yderste, og de komplekse forsyningskæder har gjort verdensøkonomien mere skrøbelig end tidligere. Dennesårbarhed bliver synlig, når verdensøkonomien rammes af handelskrige og pandemi. Selskaber vil derfor fremover søge at diversificere forsyningskæderne gennem større anvendelse af teknologi. Denne trend vil accelerere over de kommende år og kan betegnes som den fjerde industrielle

revolution eller Industri 4.0 (jf. infoboks side 10). Mange brancher vil nå til den erkendelse, at ”Just-in-Time”-produktionsprincipperne (at reducere leveringstiden i en produktion ved inddragelse af høj omstillingsevne og minimering af lagerbeholdning) er gået for langt og må erstattes af en ”Just-in-Case”-mentalitet. Udbredelsen af logistik (mellem kontinenterne) vil falde, og den strategiske værdi af lagerkapacitet vil stige. Krigstidens mentalitet, om at have et varelager i krisetider, er igen blevet aktuel. Verden bliver mere robust – men potentielt også mindre effektiv, når forsyningskæderne hjemtages, flyttes tættere på forbrugerne eller omlagt til strategiske alliancepartnere i løbet af de næste mange år.

Denne forandring er drevet af finansielle såvel som ikke-finansielle faktorer, som forventes at gøre sig gældende i lang tid fremover:

- Stigende bevidsthed om en ulige fordeling af globaliseringens gevinster har udløst et folkeligt pres for forandring. Dette kommer mest dramatisk til udtryk i indførelsen af told og øvrige protektionistiske foranstaltninger.
- Tiltagende sikkerhedspolitiske bekymringer i USA grundet Kinas voksende globale indflydelse. Dette udfordrer USA strategisk. Dette er senest eksemplificeret ved forbudet mod salg af avanceret amerikansk teknologi til Huawei og andre førende kinesiske teknologiselskaber.
- Faldende omkostninger ved automatiseringsteknologi og stigende lønomkostninger i Kina mindsker forskellen i produktionsomkostninger mellem de vestlige lande og Kina.
- Lande med høje skattetryk – primært USA – har sænket selskabsskatten og reduceret incitamentet til skattetænkning.
- Forbruget af fysiske produkter i Vesten har nået et mætningspunkt, og den generelle tendens i aldrende samfund er stigende efterspørgsel efter lokale serviceydelser og faldende efterspørgsel på importvarer.

- Bekymringer omkring klimaforandringer skaber et pres for at reducere klimaaftrykket og at kunne producere tættere på kunderne. Nogle lande har en undervurderet konkurrencemæssig fordel i form af ikke-fossile brændstoffer. I Canada og Frankrig produceres mere end 80 pct. af elektriciteten ved hjælp af ikke-fossile brændstoffer, mens fossile brændstoffer tegner sig for 70-90 pct af elproduktionen i Kina, Indien og Thailand. De fleste selskaber har fastsat mål for reduktion af CO₂-udledningen. I nogle tilfælde skal der markante reduktioner til for at opnå disse mål, da det kan være vanskeligt gennem energieffektivisering alene. Til gengæld kan kortere forsyningskæder bidrage positivt, da ca. 7 pct. af den globale CO₂-udledning stammer fra international fragttransport via luft, land og vand.

Dette fører til tre tendenser: 1) Øget geografisk spredning af forsyningskæder fra Kina og tættere på slutforbrugeren, 2) Øget digitalisering og automatisering af produktionsprocesser (jf. Industri 4.0), samtidig med at 3) Kinas industrielle opgradering, som beskrevet i Indsigten [“Kina træder ind på verdensscenen”](#), vil medføre konkurrencemæssige udfordringer i forhold til andre industrialiserede producenter, da Kina bliver mere selvforsynende inden for en lang række teknologier, som vi bl.a. har beskrevet i vores tidligere publikationer.

En undersøgelse af 3.000 selskaber – foretaget af analytikere fra Bank of America Merrill Lynch før Covid-19-pandemien – viste, at mere end 80 pct. af selskaberne i 12 globale sektorer med en samlet markedsværdi på USD 22 billioner i Nordamerika, Europa og Asien (ekskl. Kina) har implementeret eller offentliggjort planer om at hjemtage dele af deres produktion, hvilket – hvis gennemført – ville indikere et reelt skifte fra global til lokal produktion. Situationen i dag er, at mange selskaber eksperimenterer med en ”Kina Plus”-strategi, hvor man i stor udstrækning fastholder eksisterende forsyningskæder samtidigt med, at man gennemfører pilotprogrammer på alternative lokationer og efterhånden udvikler dobbelte forsyningskæder. Sydøstasien og Indien var de planlagte destinationer

for halvdelen af de nordamerikanske og asiatiske forsyningskæder, men mange selskaber i Nordamerika tilkendegav også en hensigt om at "hjemflage". Dette gjaldt særligt de højteknologiske sektorer og brancher med et stort energiforbrug.

Renæssance inden for automatiseret og digitaliseret produktion i Vesten?

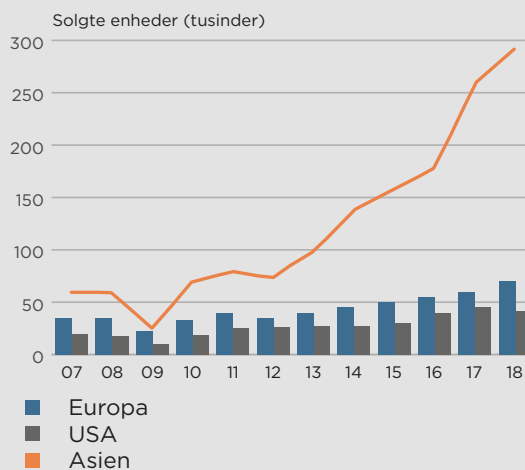
I lyset af disse tendenser, hvor produktionen flyttes tættere på slutforbruget, er det sandsynligt, at USA som verdens største forbrugsøkonomi vil stå for den største "hjemflagning". Tendensen indebærer, at forsyningskæderne flyttes tilbage til lande med højere omkostninger, hvilket medfører et behov for øget automatisering af produktionen, som igen fremskynder realiseringen af Industri 4.0. Automatiseringsteknologierne dækker over mange forskellige produkter og teknologier, hardware såvel som software, og omfatter, ud over robotter, IoT-systemer til dataindsamling, maskinlæring baseret på dataanalyse, visions- og laserteknologi mv.

Automatiseringsteknologierne er mere omkostnings-effektive end nogensinde før. De er i sagens natur immune over for virusinfektioner og dermed mindre sårbare over for forstyrrelser i forhold til den offentlige sundhed og forsyningskæder. Pandemien har allerede medført øget brug af robotter uden for fabrikkernes samlebånd bl.a. til opgaver som desinficering, hjælp til sundhedsarbejdere med rutineopgaver, medicin-fremstilling samt varelevering med selvkørende køretøjer. Pandemien vil desuden fremskynde overgangen til en digital økonomi, og her er fremstillings-selskaber ingen undtagelse. Ved hjælp af digitalisering kan producenterne gøre forsyningskæderne mere modstandsdygtige. Teknologiske fremskridt inden for "big data"-analyse vil tilvejebringe information om materialer, logistik-systemer mv. Sammen med automatiseringen kan disse bidrage til at minimere forsyningsafbrydelser og optimere lagerstyringen.

Bil- og elektronikbranchen er uden sammenligning de to sektorer, hvor automatiseringsteknologier er mest udbredt. Hvorvidt forsyningskæderne her vil forandres

eller ej, er derfor afgørende for, om automatiseringsteknologier vil drage fordel af denne udvikling. 45 pct. af den amerikanske import af elektronikprodukter stammer fra Kina, mens 40 pct. stammer fra Sydøstasien. Til gengæld udgør transportudstyr en forholdsvis lille del af den amerikanske import fra Kina og Sydøstasien (under 4 pct.). Sammen med de åbenlyse geopolitiske årsager, mener vi, at elektronikindustrien med høj sandsynlighed vil foretage en vis hjemtagning af forsyningskæder, hvor mange underproduktioner i dag foretages i Asien. Nordamerika/Europa står for ca. 40 pct. af det globale elektronikforbrug, men kun 10 pct. af den nuværende produktion.

Figur 1: Salg af robotter er drevet af Asien



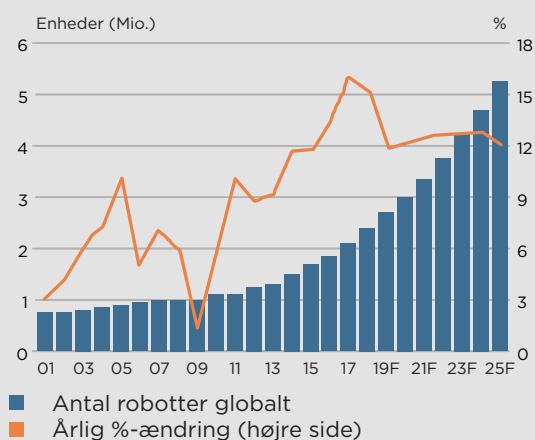
Kilde: Henrik I. Christensen, Maj 2020

Globaliseringen af produktionen og udflytningen til Asien og i særdeleshed Kina har gennem de seneste to årtier understøttet selskaber, der sælger automatiseringsteknologi. Som det fremgår af ovenstående graf, har væksten i automatiseringsteknologi, eksemplificeret ved robotter, været mest udtalt i Asien, og Kinas andel af robotter på verdensplan er steget til 25 pct. fra tæt på 0 pct. i starten af 2000'erne. Vi mener, at hjemtagning af produktion og dobbelte forsyningskæder kan medføre et nyt investeringsboom i fabriksautomatisering på mellemlangt til langt sigt. Dette på linje med den stigning vi så, da forsyningskæderne blev flyttet til Asien. Vi mener



faktisk, at en aftagende globalisering kan vise sig at være en endnu større drivkraft for efterspørgslen efter automatiseringsteknologier. Som det fremgår af grafen i figur 2 nedenfor fra Bank of America, vil markedet for automatiseringsteknologi udvise kraftig vækst gennem 2020'erne.

Figur 2: Vækst i robotteknologi



Gradvis udvikling af to separate forsyningsystemer

Kombinationen af handelskrigen mellem USA og Kina, det amerikanske handelsforbud mod Huawei og senest det amerikanske handelsministeriums forbud mod eksport af produkter beregnet til militært brug har gjort udviklingen af en lokal forsyningskæde for computerchips (halvledere) endnu mere presserende for den kinesiske regering. Kina kan i øjeblikket dække ca. 15 pct. af efterspørgslen efter halvledere. Som et led i politikken “Made in China 2025” fastsatte Kina i 2015 en målsætning om en selvforsyningsandel for computerchips på 40 pct. i 2020 og 70 pct. i 2025. Skønt disse mål i dag forekommer urealistiske, repræsenterer de ikke desto mindre store muligheder for automatiseringsvirksomheder i takt med, at Kina øger investeringerne i teknologi- og produktionskapacitet.

Kina vil generelt fortsætte med at være et globalt kraftcenter for produktion. For de fleste brancher vil det være nærmest umuligt at frigøre sig fuldstændigt fra Kina grundet det enorme antal underleverandører, der i dag er lokaliseret i Kina. Fremover vil de globale virksomheders fokus dog blive rettet mod Kinas



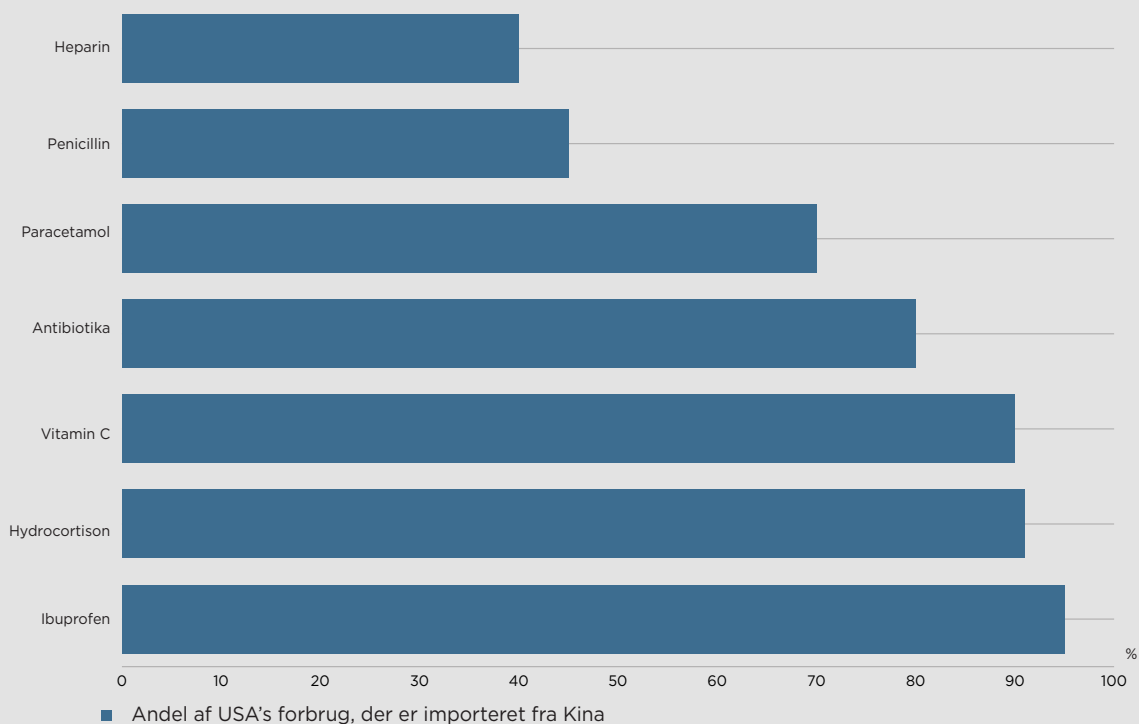
Verden bliver mere robust – men potentielt også mindre effektiv, når forsyningskæderne hjemtages, flyttes tættere på forbrugerne eller omlagt til strategiske alliancepartnere i løbet af de næste mange år.

store hjemmemarked samt områder højere oppe i værdikæden, hvor Kina har en førende position inden for kunstig intelligens og andre Industri 4.0-teknologier. Sanktioner mod Kina på det teknologiske område kan skabe et incitament for selskaber til at udflytte teknologifølsom produktion fra Kina samtidigt med, at kinesiske teknologiselskaber kan blive motiverede til at

købe komponenter fra andre asiatiske og europæiske leverandører, hvilket bør føre til nye investeringer i automatiseringsteknologi.

Inden for medicinalprodukter såsom generiske lægemidler, aktive farmaceutiske ingredienser og personlige værnemidler har den nationale forsyningssikkerhed højere prioritet end økonomi. Forsyningskæderne har været under massivt pres under Covid-19-pandemien, hvilket har medført en alvorlig mangel på produkter. Kina har en monopol-lignende stilling inden for værnemidler og mange af de råmaterialer, der indgår i farmaceutiske produkter, har store markedsandele inden for adskillige andre medicinkategorier, som det fremgår af nedenstående figur. Kinas dominerende stilling vil blive svækket i takt med, at både Europa og USA opbygger deres egen produktionskapacitet og genetablerer strategiske lagre i et forsøg på at undgå fremtidige forsyningsproblemer.

Figur 3: Stor afhængighed af kinesiske råvarer til medicinproduktion





Industri 4.0

Den fjerde industrielle revolution, kombinerer traditionel produktion og traditionelle industrielle platforme og metoder med de nyeste teknologier. Der fokuseres primært på anvendelsen af maskine-til-maskine-kommunikation (M2M) og Internet of Things (IoT) for at opnå øget automatisering, forbedret kommunikation og selvovervågning samt på "smarte" maskiner, der kan analysere og diagnosticere problemer uden menneskelig indblanding.

Konklusion

Vi forudser en gradvis udvikling af to særskilte forsyningskæder inden for strategiske industrier som elektronik og dele af sundhedssektoren. Mere fragmenterede forsyningskæder indebærer et større kapitalapparat. Alt andet lige forudser vi derfor en strukturel stigning i efterspørgslen efter fabriksautomatiseringsteknologi.

TSMC, som for nylig offentliggjorde planer om at etablere et nyt anlæg til produktion af halvledere i USA, er et eksempel på et "neutralt" selskab, som er nødt til at investere i Taiwan og Kina, hvor selskabet har haft produktion i en årrække – og nu også i USA for at kunne opretholde positionen som strategisk leverandør til begge lejre. Kina har længe arbejdet hen imod at blive selvforsynende, og vi forventer, at disse bestræbelser vil blive intensiveret. Selskaber af vital betydning og med teknologier, som både USA og Kina anser som kritiske, kan potentielt drage fordel af fragmenterende forsyningskæder og de afledte investeringsbehov i teknologi til automatisering af produktionen.

Sommerfugleeffekten og Taiwan som nutidens IT-hotspot

Af Morten Springborg,

Temaspecialist, C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S.

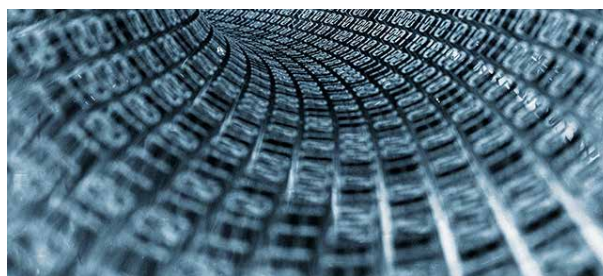
Nøgleindsigter

- I mange år har eksperter fejlagtigt forudset afslutningen på Moores lov og dermed den eksponentielle vækst i computerkraft.
- Intels udfordringer med at efterleve Moores lov, og meddelelsen om at selskabet overvejer at outsource produktion af fremtidige chips til asiatiske producenter, er skelsættende.
- Taiwan vil indtage en endnu vigtigere position i den globale tech industri og blive geopolitisk hotspot.

I det sidste halve århundrede har Moores lov været en af de vigtigste drivkræfter bag verdens økonomiske fremgang. Gennem gode såvel som mere ustabile tider med recessioner og politisk uro har Moores lov (se faktaboksen) kørt i baggrunden af den økonomiske udvikling. Det har givet os billigere og bedre pc'ere og smartphones samt har muliggjort udviklingen af internettet og uendeligt mange nye forretningsmodeller. De smartphones, som de fleste af os ejer i dag, har langt mere regnekraft, end verdens største supercomputere havde for 30 år siden. Såfremt at man i 1991 skulle have produceret en mobiltelefon svarende til en nutidig iPhone XS, ville prisen for de basale komponenter og chips være løbet op i 28 mio. USD. At man i dag kan købe en smartphone for ca. 1.000 USD, skyldes effekten af Moores lov.

I de senere år har mange industrieksperter påpeget, at Moores lov står foran sin afslutning. Dette skyldes, at det ikke længere er fysisk muligt at mindske afstandene mellem transistorer, da disse nærmer sig det atomare niveau. Kurven, som ses i figur 1 på næste side, vil således begynde at flade ud. Denne vurdering blev i juli 2020 styrket, da amerikanske Intel – som siden de tidlige 1970'ere har været førende i forhold til at drive Moores lov – efter seks år med voksende udfordringer smed håndklædet i ringen. Intel annoncerede således, at de overvejer at outsource produktionen af næste generations halvlederchips (7 nanometer), og dermed opgiver selskabet at forfølge Moores lov yderligere.

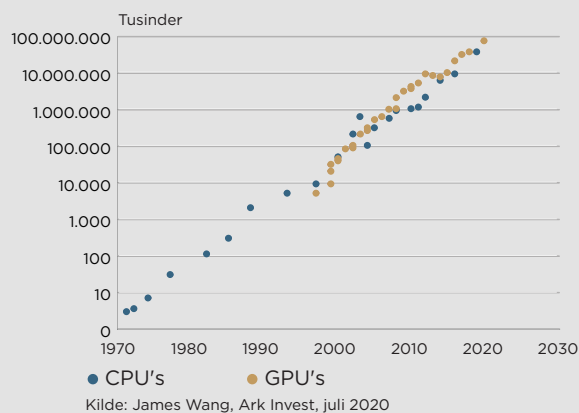
I de tidlige dage af halvlederindustriens historie blev chips designet og produceret af samme selskab. Kun få producenter, som f.eks. Intel, har holdt fast i denne strategi frem til i dag. Allerede i 1980'erne



Moores lov

Moores lov angiver, at antallet af transistorer på en chip fordobles cirka hvert andet år. Dette betyder, at udviklingen i transistorer og heraf computerkraft er eksponentielt voksende.

Figur 1: Udvikling i antallet af processorer



begyndte producenterne af chips at adskille design og produktion. Specialisering gjorde det muligt for producenter at koncentrere sig om at udvikle nye måder til at skubbe de fysiske grænser og dermed fortsætte Moores lov. Samtidigt kunne et langt større antal teknologiselskaber koncentrere sig om at designe chips til et eksploderende antal nye produkter, som bl.a. pc'ere, konsoller, smartphones og netværk. I dag er to af de mest avancerede "leading-edge"-chips for eksempel designet af et "videospilsfirma" og et "e-handelsfirma". Nvidia A100, der har 54 mia. transistorer, og Amazon Graviton 2 med 30 mia. transistorer, er begge designet af amerikanske firmaer

CPU er en forkortelse for "Central Processing Unit", men på dansk kaldes det ofte bare en processor. Det er den, der udfører alle beregninger i en computer. Det er selve "motoren", som styrer en stor del af dataen rundt i systemet.

GPU er en forkortelse for "Graphics Processing Unit", også kaldet visuel forarbejdningsenhed eller VPU. Det er en grafikprocessor enhed, grafisk bearbejdningsenhed eller computer-komponent, der er specifikt designet til at vise tredimensionel grafik på computerskærm med høj billedhastighed.

men fremstillet af det taiwanesiske selskab TSMC (Taiwan Semiconductor Manufacturing Company). TSMC har på deres syvende nanometerproces, den mindste funktionstørrelse for chips nogensinde, en afstand mellem transistorerne, som er mindre end tykkelsen på en cellemembran – eller en 1.500-del af et menneskehår. Til sammenligning indeholdt Intels første mikroprocessor i 1971 2.300 transistorer og havde en transistorbredde på 10 mikron – nogenlunde svarende til tykkelsen på et menneskehår.

Halvlederproducenterne har konsolideret sig gennem mange år. I 2001 producerede næsten 30 halvlederselskaber "leading-edge"-chips. I dag er dette reduceret til tre producenter, henholdsvis TSMC, Samsung og Intel. Selvom amerikanske tech-selskaber designer 65 pct. af klodens chips-volumen, er Intel det eneste selskab i USA, der designer og producerer "leading-edge"-chips. Nu har Intel som nævnt meddelt, at selskabet overvejer at opgive dette. Betydningen af denne beslutning kan ikke undervurderes pga. de industrielle og geopolitiske implikationer, og fordi det viser, hvor kompliceret fortsat teknologisk fremgang og dermed økonomisk vækst er blevet.

//

I 2001 producerede næsten 30 halvlederselskaber "leading-edge"-chips. I dag er dette reduceret til tre selskaber.

En sommerfugl slog med vingerne i 2005

Populært sagt beskriver sommerfugleeffekten, at en sommerfugls vingeslag på den ene side af jorden kan starte en orkan på den anden side. Vingeslaget kan starte en proces, der fortsætter og forstærkes. Intel er sandsynligvis blevet ramt af et sådan vingeslag 15 år efter, at bevægelsen blev sat i gang.

I maj 2013 fortalte den tidligere adm. direktør for Intel, Otellini, at Intel blev tilbudt at producere chips til iPhones i 2005, men selskabet var ikke interesseret, fordi de ikke kunne se potentialet og – viste det sig

– undervurderede mængden af iPhones 100 gange. I bagklogskabens klare lys kan man konkludere, at dette sandsynligvis var en af de største fejl i moderne virksomhedshistorie, for hvis Intel havde taget ordren fra Apple og var blevet producent af chips til iPhones, “...ville verden have set meget anderledes ud...” ifølge Otellini. Den beslutning Intel tog i 2005, var en gylden mulighed for TSMC til at producere flere chips end Intel og dermed komme hurtigere ned af omkostningskurven for transistorfremstilling. I dag har TSMC et teknologisk forspring over Intel på to år og dominerer fremstillingen af chips til mobile enheder, da TSMC producerer tre gange så mange chips som Intel og derfor har lavere enhedsproduktionsomkostninger. Denne skalaulempe har sandsynligvis ført til, at Intel i dag har vanskeligt ved at følge med TSMC i konkurrencen om fortsat at efterleve Moores lov. I fremtiden er det sandsynligt, at Intel-designede chips vil blive produceret af TSMC eller af Samsung simpelthen fordi, at Intel tog en forkert beslutning for 15 år siden og gik glip af verdens største marked for chips – nemlig chips til smartphones og andre mobile enheder.

Hvad er konsekvenserne på længere sigt?

Industriimplikationerne er, at et stigende marked for produktion af chips vil blive delt mellem færre udbydere (TSMC og Samsung). Da halvledermarkedet vil accelerere i det næste årti drevet af Internet of Things, 5G, selvkørende biler, Smart Cities og Industri 4.0-teknologier, vil markedspotentialet være meget stort.



I fremtiden er det sandsynligt, at Intel-designede chips vil blive produceret af TSMC eller af Samsung simpelthen fordi, Intel tog en forkert beslutning for 15 år siden og gik glip af verdens største marked for chips.

De geopolitiske implikationer er, at Intel på længere sigt ophører med at fremstille ”leading-edge” halvledere, hvilket set fra et nationalt sikkerhedsmæssigt synspunkt er fuldstændigt uacceptabelt for enhver amerikansk administration. Taiwan er blevet verdens største producent af computerchips og vil derfor på længere sigt blive det ”hotteste hotspot” set ud fra et geopolitisk synspunkt. USA ventes at kræve, at ledende halvlederproducenter opbygger produktion i USA. Det er ovenikøbet muligt, at almindelige konkurrencemæssige hensyn vil blive undertrykt, og at USA vil forlange, at de ledende halvlederproducenter samarbejder på amerikansk jord om udbygning af produktionskapacitet. Det er i dette lys, at TSMC’s nylige meddelelse om at etablere en chipsfabrik i Arizona skal ses. I løbet af det kommende årti vil mange flere fabrikker blive bygget i USA for at garantere USA’s adgang til ”leading-edge”-halvledere i et miljø med stigende geopolitiske spændinger med Kina.

Endelig afslører Intels udfordringer, at vi er meget tæt på den ultimative fysiske grænse for Moores lov. Vi mener, at der endnu er en dekades fortsættelse af Moores lov (minimum ned til 3 nanometer), men færre og færre selskaber har kapital, skala og teknologisk ekspertise til at forblive relevante.

Novo Nordisks revolutionerende fedmepræparat

Af Henrik Blaagaard Hviid

Porteføljeformaler, C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S.

Nøgleindsigter

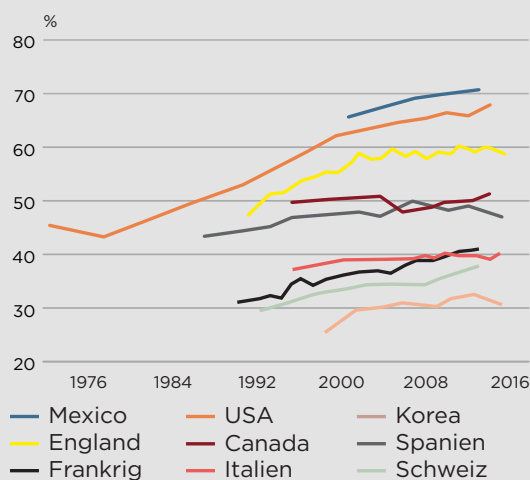
- I 2016 konkluderede WHO (World Health Organization), at overvægt hos mennesker er tredoblet siden 1975, sådan at 1,9 mia. voksne over 18 år var overvægtige og deraf ca. 650 mio. svært overvægtige.
- Fedmerelaterede følgesygdomme er ikke kun en udfordring for det enkelte individ – det er også en samfundsudfordring.
- Udviklingen af et nyt banebrydende præparat vil skabe interessante muligheder for Novo Nordisk.

I 2016 konkluderede WHO (World Health Organization), at overvægt er tredoblet siden 1975. Globalt var 1,9 mia. voksne over 18 år overvægtige og deraf ca. 650 mio. mennesker svært overvægtige. Dette er en skræmmende udvikling for den voksne del af verdens befolkning, jf. figur 1, og værre står det til med udviklingen for børn og teenagere. Andelen af overvægtige/svært overvægtige børn/teenagere er steget fra 4 pct. i 1975 til 18 pct. i 2016.

Udviklingen er bekymrende, da en stigning i BMI'et medfører øget risiko for 1) hjerte-kar-sygdomme, såsom blodpropper mv. 2) diabetes 3) ledrelaterede sygdomme, f.eks. slidgigt og 4) visse kræfttyper.

Følgesygdomme, der er relaterede til overvægt, er ikke kun en udfordring for det enkelte individ – det er også en samfundsudfordring, da de afledte direkte og indirekte omkostninger er kolossale. I en undersøgelse fra det amerikanske Milken Institute blev det i 2018 konkluderet, at de samlede omkostninger til behandling af svær overvægt, behandling af følgesygdomme samt mistet produktivitet i den amerikanske økonomi pga. overvægt/svær overvægt oversteg 1.700 mia. USD årligt, hvilket svarer til 9,3 pct. af BNP. I Danmark har man ikke foretaget en tilsvarende analyse, men da der endnu ikke forekommer en lige så udtalt fedmeepidemi som i USA, antages tallet at være markant lavere. Det begrundes i,

Figur 1: Udvikling i overvægt blandt voksne med BMI>25



at i 2020 var ca. 36 pct. af den amerikanske befolkning svært overvægtige, mens det kun var ca. 20 pct. i Danmark.

Den traditionelle behandling af svær overvægt har været en livsstilsændring med kostvejledning fra en diætist til en sundere kost kombineret med øget fysisk aktivitet. Medicinsk behandling af overvægt har også været forsøgt med præparater, der henholdsvis 1) nedsætter appetitten 2) øger energiomsætningen 3) nedsætter optagelsen af ernæringsstoffer fra tarmen, men disse præparater afstedkommer bivirkninger f.eks. kvalme og diarre. Medicinsk behandling bliver i dag kombineret med kostvejledende livsstilsændringer. Da denne metode for mange har vist sig ikke at være optimal, kan man foretage et kirurgisk indgreb – den såkaldte ”laparoskopisk gastrisk bypass”– hvor mavesækken formindskes. Dette medfører hurtig mæthed og en nedsat ernæringsoptagelse. Der er få bivirkninger ved denne metode bl.a. træthed, ”løs mave”, kvalme og mavesmerter ved indtagelse af fed mad.



Novo Nordisk har lanceret deres første produkt, Saxenda, til behandling af svær overvægt. Saxenda solgte for 5,7 mia. DKK i 2019 og det forventes, at deres præparater mod svær overvægt vil omsætte for det dobbelte i 2025.



Beregning af Body Mass Index (BMI)

Overvægt og svært overvægtige er defineret ud fra det globale begreb Body Mass Index, som er individets vægt/(højde x højde).

Man er overvægtig, når ens BMI er over 25, og svært overvægtig når ens BMI er over 30.

Stort udækket behov for et bivirkningsfrit slankepræparat

Novo Nordisk er på nuværende tidspunkt det eneste selskab, der har et godkendt præparat uden bivirkninger på markedet til behandling af svær overvægt, nemlig Glucagon-like Peptide 1 (GLP-1).

Dette præparat blev udviklet i forlængelse af professor Jens Juul Holst og Panum Institutets afdeling for endokrinologisk forsknings opdagelse i 1986. Holst opdagede, at hormonet GLP-1, der fremmer udskillelsen af insulin, samtidigt hæmmer udskillelsen af glucagon og dermed nedbringer blodsukkeret. Ikke mindst hæmmer GLP-1 appetitten. Det sidste forhold var en signifikant ændring i behandlingen af diabetes, da patienter ved traditionel behandling med insulin tager på i vægt.

Jens Juul Holst kom i kontakt med forskeren Lise Heding, som arbejdede hos Novo Nordisk i 80'erne. Lise Heding havde arbejdet med hormonet Glucagon, der ligesom insulin stammer fra bugspytkirtlen, og som Novo Nordisk fremstillede til brug ved for lavt blodsukker og hjertebehandling. Novo Nordisk begyndte med den nye opdagelse at integrere denne viden i deres fortsatte arbejde med deres portefølje inden for GLP-1-præparater.

Siden har de lanceret deres første produkt, Saxenda, til behandling af svær overvægt. Saxenda solgte for 5,7 mia. DKK i 2019. Novo Nordisk forventer, at deres præparater mod svær overvægt vil omsætte for det dobbelte i 2025.

Nye overbevisende forsøg

For nyligt offentliggjorde Novo Nordisk de sidste forsøg med deres nye GLP-1 Semaglutide 2,4 mg mod svær overvægt. Forsøgene viste i gennemsnit et vægttab på 18 pct. overfor placebo. Dette produkt kan sandsynligvis komme på markedet i efteråret 2021. Novo Nordisk fremkom også med resultater fra en kombinationsbehandling med hormonet Amylin (AM833) og Semaglutide 2,4 mg i forsøgsfase 1. Denne kombinationsbehandling med to forskellige hormoner viste et vægttab på 17 pct. efter kun 20 ugers brug. AM833 påvirker hjernens serotonin-niveau, som regulerer angst, lykkefølelse, humør og appetit. GLP-1 påvirker appetitten igennem hypothalamus, som er den nederste del af mellemhjernen med centre for den overordnede styring af det autonome nervesystem, der f.eks. regulerer blodtryk, kropstemperatur, appetit og tørst. Forskningsdirektøren hos Novo Nordisk, Mads Krogsgaard Thomsen, ser et godt potentiale i denne nye kombinationsbehandling. Han forventer at se et potentielt vægttab på 25-35 pct., når patienterne har brugt denne kombinationsbehandling i et år. Denne kombinationsbehandling kan konkurrere med kirurgi af svær overvægt uden væsentlige bivirkninger.



**Forsøgene med nye
GLP-1 Semaglutide 2,4 mg
mod svær overvægt viste i
gennemsnit et vægttab på 18
pct. overfor placebo. Dette
produkt kan sandsynligvis
komme på markedet
i efteråret 2021.**

Jokeren i anvendelse af GLP-1, som er svær afkvantificere, er anvendelse af GLP-1 i behandling af Alzheimers og demens. I Storbritannien har man set, at brugen af GLP-1 Liraglutide har en positiv effekt på alzheimerspatienter. Dr. Paul Edison, Imperial College London, startede et forsøg med hjælp fra den engelske alzheimersforening for netop at undersøge GLP-1's effekt på alzheimerspatienter. Forsøget blev påbegyndt i 2014, og resultaterne vil blive offentliggjort over de kommende måneder. I Danmark vil Professor Filip Knop, Gentofte Hospital, påvise at GLP-1 ikke alene forebygger svær overvægt og regulerer insulin, men også forebygger demens. Dog ser vi, at Alzheimers og demens som GLP-1-behandlingstilstand fortsat er en stor joker. Til gengæld har svær overvægt et kæmpe uforløst potentiale, der skaber store forretningsmæssige muligheder for Novo Nordisk.



Forventninger til aktiemarkedet

Af adm. direktør og porteføljeforvalter, Bo Knudsen,
C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S.

Hvorfor er vækstaktier så attraktive?

Gennem de seneste par kvartaler har vi beskrevet de centrale drivkræfter på aktiemarkederne, hvor myndighedernes tiltag for at inddæmme Corona-pandemien har skabt økonomisk usikkerhed, mens de historiske finans- og pengepolitiske tiltag for at understøtte økonomier og kapitalmarkeder har skabt kraftig medvind. Hvis man alene har fokuseret på de restriktive indgreb, kan man have haft svært ved at forstå det markante comeback på aktiemarkederne. Men de finans- og pengepolitiske tiltag har domineret. Reelt signalerer centralbanker og regeringer, at de ikke vil tillade store fald på bolig- og aktiemarkederne, da de afledte konsekvenser er for store. Dette ændrer risikobalancen til fordel for aktier.

Udsigt til negative realrenter i lang tid fremover løfter investorernes villighed til at betale mere for en fremtidig indtjeningskrone. Derved stiger prisfastsættelsen af aktier. De aktuelle lave renter er ikke nødvendigvis – som ellers – et signal om lave vækstudsigter, da de er en konsekvens af centralbankernes bevidste handling. Vi ser desuden en økonomisk todeling, hvor nogle selskaber oplever god vækst, som f.eks. sundhedssektoren og de digitale selskaber, mens andre selskaber åbenlyst er i tilbagegang. Alene i forhold til vækstdelen af økonomien er renten for lav, men renten fastsættes ikke efter dette segment. Herved er der strukturel medvind til vækstselskaberne i en rum tid fremover.



//

Reelt signalerer centralbanker og regeringer, at de ikke vil tillade store fald på bolig- og aktiemarkedet, da de afledte konsekvenser er for store. Dette ændrer risikobalancen til fordel for aktier.



Set i forhold til vækstdelen af økonomien er renten for lav, men renten fastsættes ikke efter dette segment. Herved er der strukturel medvind til vækstselskaberne i en rum tid fremover.

Vækstudsigter understøttes af grønne investeringer og automatisering

Efter normaliseringen af aktiemarkederne de seneste kvartaler er fokus nu i stigende grad på de langsigtede vækst- og inflationsudsigter. I takt med at vi lærer at leve med Covid-19 uden omfattende nedlukninger, er recessionsfrygten lagt bag os. 2021 bliver efter al sandsynlighed "vaccinationsåret", hvorfor aktiemarkederne i stigende grad vil blive drevet af realøkonomien og selskabernes indtjeningsudvikling.

Privatforbruget er den mest betydningsfulde faktor for væksten. Politikernes villighed til at føre ekspansiv finanspolitik sammen med centralbankernes hånd under bolig- og aktiemarkederne understøtter væksten i privatforbruget. Dernæst står vi foran en lang global, grøn investeringsperiode, hvor både Europa, USA (særligt, hvis Biden bliver præsident) og Kina vil investere massive summer i den nødvendige energitransformation.

Brint/Hydrogen produceret med vedvarende energi ses i stigende grad som "the missing link" i skiftet mod et fossilfrit energisystem. Brint kan bruges som brændstof, men også som lagringsmedie. Brint kan ligeledes anvendes i industriprocesser inden for stål, cement, tung transport og raffinaderi og kan dermed dekarbonisere industriprocesser, hvor man ikke kan anvende grøn elektricitet. Hydrogen er i dag ikke konkurrencedygtigt med fossile energikilder, men det er vores forventning,

at brint gradvist vil blive det. Dette er noget, som EU aktivt vil understøtte, som beskrevet i materialet "Hydrogen Plan".

Brint vil derfor være afgørende for realiseringen af klimamålsætningerne. Organisationer som "The Hydrogen Council" og Bloomberg New Energy Finance (BNEF) forventer, at brint vil stå for 20-25 pct. af verdens energiforbrug i 2050. Vores nuværende kapacitet fra sol og vind skal tidobles frem mod 2050 for at realisere disse visioner – noget som analysehuset UBS forventer vil kræve yderligere investeringer i sol og vind samt netværk på USD 250 mia. årligt frem til 2050. Denne investeringsbølge vil understøtte en langvarig vækscyklus og skabe fundamentet for en mere holdbar og – i sidste ende – mere produktivitetsdrevet vækst.

Oven i dette ser vi, at selskaberne vil øge kapitalinvesteringerne for at udbygge deres værdikæder og organisere forsyningskæderne mere lokalt og tættere på forbrugerne. Dette sker som en konsekvens af handelskrigen mellem USA og Kina, som sammen med Covid-19 har blotlagt sårbarheden af de nuværende enstrengede forsyningskæder. Hjemtagningen af produktionen til Vesten vil bl.a. medføre en stor efterspørgsel efter automatiseringsteknologier og digitalisering af produktionen, som vi tidligere har beskrevet i artiklen [Fragmentering af forsyningskæder øger brug af robotter.](#)

Fortsat udsigt til mild inflation

Centralbankerne har i dag forskellige pengepolitiske værktøjer til rådighed. En af mulighederne er "helikopter-vejen", hvor nye penge trykkes og derefter uddeles til forbrugerne. En anden vej er at udstede lånegarantier til bankerne for derigennem at fremme udlån, mens en tredje vej er, at centralbankerne opkøber obligationer og andre aktiver via kapitalmarkederne. De to første muligheder indebærer de største inflationsrisici og er dermed mindst attraktive set for en aktieinvestor. Centralbankerne gør i dag primært brug af den

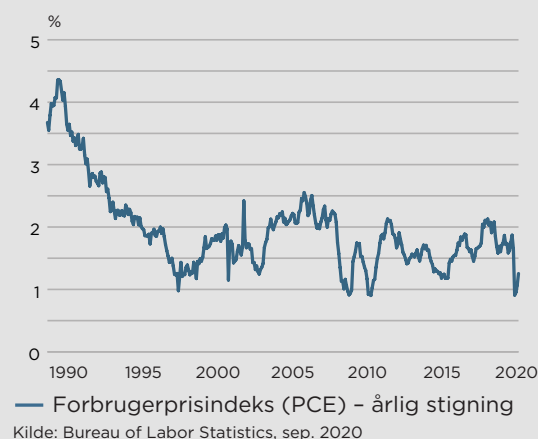
tredje mulighed. Transmissionsmekanismen via kapitalmarkederne har vist sig mindre inflationær og med en direkte positiv indvirkning på aktiver som aktier og obligationer.

Som vi har beskrevet i tidligere artikler, viser historiske erfaringer, at pandemier efterlader markante deflationære aftryk. Dette er primært forankret i ledig produktionskapacitet forårsaget af pandemien samt en mere forsigtig forbrugeradfærd. Kombineret med de inflationsdæmpende effekter af den digitale transformation er risikoen for eskalerende inflation forårsaget af de ekspansive finans- og pengepolitiske tiltag begrænset for de kommende år.

Som det ses af figur 1 nedenfor, som viser inflationsudviklingen i USA, har inflationen siden starten af 1990'erne ikke været over 2,5 pct. Dette illustrerer effekten af dagens strukturelle deflationære kræfter og forklarer samtidigt, hvorfor markedets inflationsforventninger i USA fortsat holder sig lave på omkring 1,6 pct. årligt over de næste ti år.

Figur 1:

Inflationsudviklingen i USA



Omvendt er det nu en langsigtet politisk målsætning at få løftet inflationen. Årsagen er, at dette er den eneste samfundsmæssige acceptable måde at håndtere de høje gælds niveauer på. Dette er også baggrunden for den amerikanske centralbanks nylige ændrede inflationsstyring, hvor inflationsmålet på 2 pct. vil blive anskuet ud fra en gennemsnitsbetragtning – og ikke som tidligere – som et absolut mål. Hermed vil centralbanken tillade en lidt højere inflation, før pengepolitikken strammes. De lave renter vil således fortsætte i længere tid. Dette er drejebogen til positive aktiemarkeder.



Den amerikanske centralbank vil tillade en lidt højere inflation, før pengepolitikken strammes. De lave renter vil således fortsætte i længere tid. Dette er drejebogen til positive aktiemarkeder.

Lave renter understøtter værdiansættelsen, og de selskaber, som har "pricing power", altså evnen til at hæve priserne, vil opleve indtjeningsinflation. Aktier har dermed evnen til at være en forsikring mod let stigende inflation. Dette i modsætning til obligationer, hvor ejerne vil opleve en erodering af den nominelle værdi.



Vi står foran en global grøn investeringsperiode, hvor både Europa, USA og Kina vil investere massive summer i den nødvendige energitransformation.

Vækst eller value?

Debatten om vækst- eller valueaktier har været udbredt i takt med, at afkastdivergensen mellem de to aktivklasser forøges. Kursforskellene er i år større end tidligere, hvor flere af de digitale selskaber er steget mere end 30 pct, mens der blandt taberne såsom banker, energiselskaber og transportindustrien har været fald på over 30 pct. Denne polarisering er en konsekvens af en acceleration i de underliggende trends, hvor Covid-19 fremmer digitaliseringstrenden, mens udsigten til fortsatte lave renter og en flad rentekurve f.eks. forværrer udsigterne for bankerne.

Som en fundamental investor er det vores grundholdning, at aktier prisfastsættes ud fra selskaberne evne til at skabe indtjening og ledelsens evne til at allokere kapital. Begrebet valueaktie handler i bund og grund om, hvorvidt en aktie er lavere prisfastsat end ens egne forventninger til selskabet. Ofte er valueaktier dog forbundet med selskaber med lave vækstudsigter og en lav forrentning af egenkapitalen. Vi har en præference for selskaber, som har en holdbar og forudsigelig vækst og samtidigt skaber en høj forrentning af deres kapital.



I et miljø med let stigende inflation er det centralt at investere i selskaber, der kan hæve priserne. Dette er typisk de markedsledende selskaber med differentierede produkter.

Mange af de stabilt voksende selskaber kan i dag – i vores optik – betegnes som valueaktier. Et eksempel er fødevarer-selskabet Nestlé – et selskab med gode vækstudsigter og en høj egenkapitalforrentning. Hvis vi antager, at selskabets indtjening kan vokse ca. 5 pct. årligt den næste fem år, og at selskabet vil udbetale et årligt udbytte på ca. 2,5 pct., giver dette forventninger om et årligt afkast til aktionærerne på 7-8 pct. målt i CHF. Til sammenligning må en investor i schweiziske statsobligationer acceptere et negativt afkast på ca. 0,5 pct.

Kortsigtet støj versus værdien af holdbar vækst

Det kommende amerikanske præsidentvalg kommer uden tvivl til at præge overskrifterne i fjerde kvartal og kan skabe kortsigtet støj på aktiemarkederne. Når vi analyserer den historiske udvikling, viser det sig dog, at den politiske farve på den siddende præsident sjældent har varig indflydelse på aktiemarkederne eller de enkelte sektors udvikling.

Vi bruger derfor i højere grad tiden på at forstå de langsigtede udviklingstendenser. Meget tyder på, at vi kan se frem mod en ny positiv investeringsdrevet vækstperiode. Centralbankernes metodevalg gennem opkøb er positivt for aktier. Inflationen vil på sigt kunne stige en smule, da dette er et politisk ønske. I et miljø med let stigende inflation er det centralt at investere i selskaber, der kan hæve priserne. Dette er typisk de markedsledende selskaber med differentierede produkter. Med lave renter vil selskaber, der kan leve op til vækstforventningerne, blive efterspurgt. Kunsten er at finde disse selskaber. Compounding (dvs. rentes rene-effekten) er død i store dele af kapitalmarkederne. Derfor er Compounding gennem vækstselskaber, der kan levere varen, mere værdifuld end nogensinde.



Globale Aktier

Du kan investere i Globale Aktier
udloddende eller akkumulerende:

Globale Aktier Udl. DK0010157965

Globale Aktier Akk. DK0060655702

Status på kvartalet

De betydelige pengepolitiske lempelser har understøttet aktiemarkedet, men stigende Covid-19-smitte i de fleste områder af verden betyder nye nedlukninger og restriktioner med negative effekter på særligt sektorer som banker, detailhandel, turisme- og oplevelsesindustrien. Omvendt giver de fleste regeringer massiv finanspolitisk støtte til den globale økonomi. EU og mange regeringer har også foreslået at investere betydelige beløb i grønne investeringer. I kvartalet leverede afdelingen et afkast på 4,1 pct. og slog dermed MSCI AC verdensindekset, som steg 3,4 pct. Merafkastet kan tilskrives TSMC og Thermo Fisher. Thermo Fisher drager fortsat fordel af en stærk efterspørgsel på deres instrumenter til medicinforskning og diagnostiske værktøjer – hvoraf nogle er Covid-19-relaterede. TSMC nyder godt af den kraftige efterspørgsel på halvledere drevet af investeringer i cloudcomputing og remote arbejde osv. Desuden gjorde Siemens det godt bl.a. efter en afsluttet spin-out af Siemens Energy. Dette illustrerer selskabets positive transformation. For 2020 har afdelingen formået at modstå pandemien med et positivt afkast på 4,2 pct., mens verdensindekset omvendt er faldet 3,3 pct. De vigtigste trækkræfter har blandt andet været strategiens eksponering mod selskaber som Amazon.com, Thermo Fisher og Home Depot samtidigt med, at vi har undgået negativt påvirkede industrier som turisme samt traditionelle banker.

Investeringsstrategi og porteføljeændringer

Strategien er fortsat med fokus på førende virksomheder med stærke balancer, højt kapitalafkast og evnen til at vokse sig større over tid gennem compounding. Efter en stærk kursudvikling besluttede vi at sælge **MSCI** samt at reducere i Amazon.com og TSMC. I stedet har vi investeret i **Samsung Electronics** og **S&P Global**. Samsung Electronics' primære forretning er hukommelseschips. Fremtidens nye elektroniske enheder og gadgets (som f.eks. elektriske og autonome køretøjer) vil kræve markant mere hukommelse, og her har Samsung Electronics en nøglerolle på grund af stordriftsfordele og selskabets operationelle evne. Den geopolitiske udvikling har ligeledes givet Samsung Electronics mulighed for at øge sin globale markedsandel inden for mobiltelefoner, telekom-udstyr og udliciteret halvlederproduktion. Ligesom MSCI drager S&P Global fordel af den strukturelle vækst i behovet for data. Vores seneste møder med ledelsen har overbevist os om, at de har en bredere pakke af ydelser, som sammen med en stærk markedsposition på en række store nye vækstmarkeder såsom ESG-indekser og ratings samt kreditvurderinger i Kina. S&P Global er en klassisk compounder, der i snit har øget indtjening og frie cash flow ca. 15 pct. p.a. gennem de seneste ti år.



Se porteføljen på cww.dk

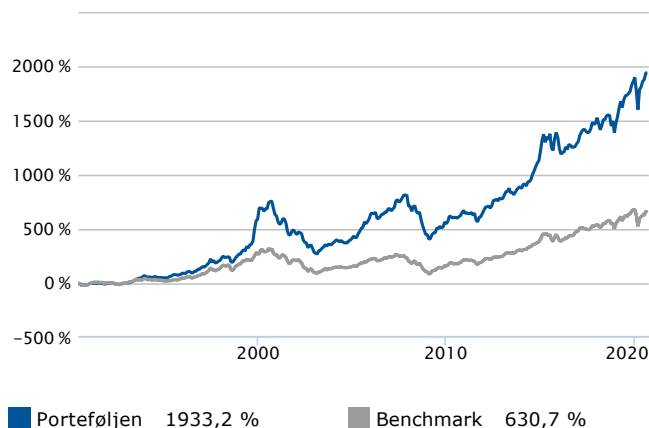
C WORLDWIDE GLOBALE AKTIER

PR. 30. SEPTEMBER 2020

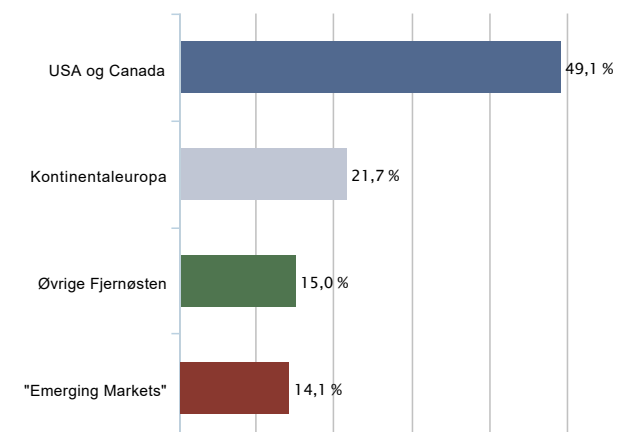
FAKTA

Afdeling	C WorldWide Globale Aktier KL
Fondskode	DK0010157965
Afdelingens start	30. juni 1990
Risikomærkning	Gul
Lagerbeskattes frie midler	Nej
Benchmark	MSCI AC World
Emissionstillæg	0,35 %
Indløsningsfradrag	0,31 %
Løbende omkostninger	1,70 %
ÅOP	1,91 %
Indirekte handelsomk.	0,01 %
Forvalterteam	Bo Knudsen, Bengt Seger, Lars Vincentsen, Mattias Kolm

AFKASTUDVIKLING



GEOGRAFISK



AFKAST & RISIKO

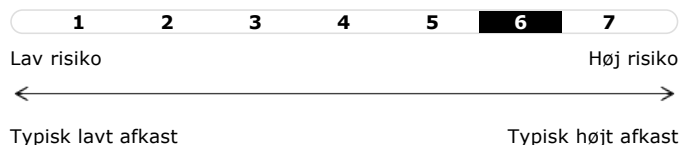
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	10,4	33,8	54,0	186,3	1.933,2	10,5
Benchmark (%)	2,4	23,9	55,1	164,1	630,7	6,8
Aktivt afkast (%)	8,0	9,9	-1,1	22,1	1.302,5	3,7

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. p.a. porteføljen (%)	13,6	12,4	11,8	15,4
Std. afv. p.a. benchmark (%)	15,7	13,7	12,0	15,1
Beta	0,8	0,8	0,9	0,9

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
Visa	6,8 %
Amazon.com	5,6 %
HDFC	5,5 %
Thermo Fisher Scientific	5,1 %
The Home Depot	5,1 %
Keyence	4,9 %
Microsoft	4,3 %
Alphabet	4,3 %
Novo Nordisk	4,0 %
Sony	3,7 %

RISIKO/AFKAST PROFIL



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

Status på kvartalet

Efter betydelige pengepolitiske lempelser og tiltag fra såvel centralbanker som regeringer var tredje kvartal præget af nye nedlukninger og restriktioner med store negative implikationer for særligt banksektoren, detailhandlen, turisme- og oplevelsesindustrien. Imidlertid har et flertal af regeringer verden over givet massiv finanspolitisk støtte til den globale økonomi, og mange regeringer og EU har ligeledes foreslået, at der gennemføres betydelige grønne investeringer med henblik på at kick-starte økonomien og for at håndtere den globale opvarmning. Blandt de største bidragsydere til porteføljens afkast var TSMC og Thermo Fisher, mens Bank Central Asia og American Tower var de mest negative bidragsydere. Thermo Fisher drager fortsat fordel af en stærk efterspørgsel på deres instrumenter til medicinforskning og diagnostiske værktøjer – hvoraf nogle er Covid-19-relaterede. TSMC nyder godt af den efterspørgsel på halvledere drevet af investeringer i cloudcomputing og hjemmearbejde osv. Afdelingen skabte i tredje kvartal et afkast på +4,3 pct., hvilket var noget bedre end afdelingens benchmark, MSCI AC World, der steg 3,4 pct. År-til-dato har afdelingen leveret et positivt afkast på 5,9 pct., mens benchmark har tabt 3,3 pct.

Investeringsstrategi og omlægninger

Afdelingens fundament udgøres af stabile vækstselskaber, som er karakteriseret ved en stærk markedspositionering og en stærk ledelse. Foruden de stabile vækstselskaber, investerer afdelingen i selskaber, der drager fordel af medvinden fra en række strukturelle vækstområder, bl.a. inden for teknologiområdet. Afdelingens etiske profil betyder imidlertid, at vi ikke investerer i selskaber, der har en væsentlig del af deres salg inden for tobak, alkohol, hasardspil, pornografi, og våben samt teknologiske produkter, som specifikt anvendes til våben. Derudover investerer afdelingen heller ikke i selskaber relateret til fossile brændstoffer. I kvartalet foretog vi mindre justeringer, hvor **MSCI** blev solgt efter en stærk kursudvikling, og vi reducerede investeringerne i Amazon og TSMC. Provenuet blev i stedet investeret i **Samsung Electronics** og **S&P Global**. Samsung Electronics er førende inden for hukommelseschip, og med fremtidens elektroniske enheder og gadgets, der kræver markant mere hukommelse, vil selskabet have en nøglerolle og mulighed for at øge sin globale markedsandel inden for mobiltelefoner, telekommunikationsudstyr og halvlederproduktion. S&P Global er et selskab, der i lighed med MSCI, drager fordel af behovet for intelligent/struktureret data, og med deres mange ydelser og en stærk markedsposition, er det vores forventning, at selskabet vil kunne øge deres indtjening markant over de næste ti år.



Se porteføljen på cww.dk

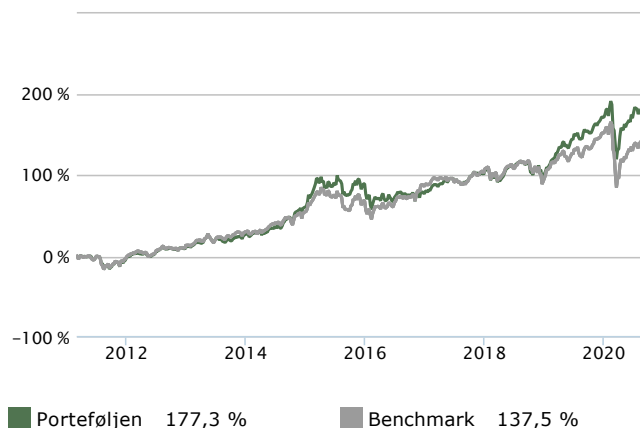
C WORLDWIDE GLOBALE AKTIER ETIK

PR. 30. SEPTEMBER 2020

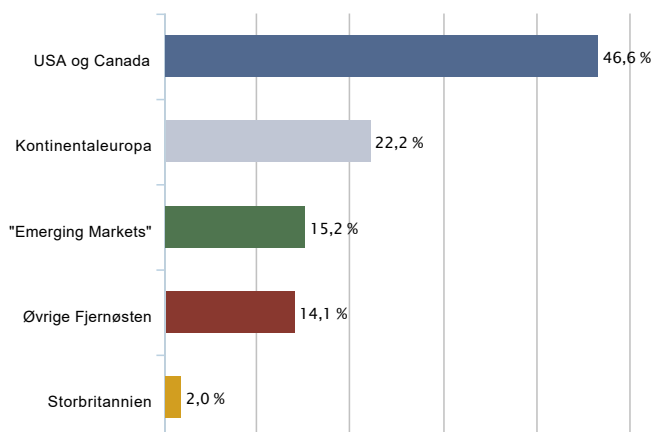
FAKTA

Afdeling	C WorldWide Globale Aktier Etik KL UDL
Fondskode	DK0060287217
Afdelingens start	7. marts 2011
Risikomærkning	Gul
Lagerbeskattes frie midler	Ja
Benchmark	MSCI AC World
Emissionstillæg	0,35 %
Indløsningsfradrag	0,31 %
Løbende omkostninger	1,73 %
ÅOP	1,91 %
Indirekte handelsomkostninger	0,01 %
Forvalterteam	Bo Knudsen, Bengt Seger, Lars Vincentsen, Mattias Kolm

AFKASTUDVIKLING



GEOGRAFISK



AFKAST & RISIKO

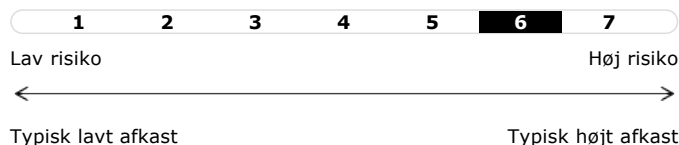
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	11,4	45,6	62,7	-	177,3	11,2
Benchmark (%)	2,4	23,9	55,1	-	137,5	9,5
Aktivt afkast (%)	9,1	21,6	7,7	-	39,8	1,8

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. p.a. porteføljen (%)	13,1	11,9	-	11,6
Std. afv. p.a. benchmark (%)	15,7	13,7	-	12,1
Beta	0,8	0,8	-	0,9

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
Visa	6,7 %
HDFC Bank	6,4 %
Amazon.com	5,3 %
Thermo Fisher Scientific	5,1 %
The Home Depot	4,7 %
Nestle	4,4 %
Keyence	4,2 %
Alphabet	4,2 %
Sony	4,1 %
Microsoft	4,1 %

RISIKO/AFKAST PROFIL



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.



Stabile Aktier

Status på kvartalet

Udbredelsen af Corona-smitten præger fortsat de finansielle markeder, hvilket har resulteret i historisk lave renteniveauer med negative renter på indlån i flere lande, ligesom flere europæiske lande har negative 10-årige statsrenter. Det presser investorerne over i mere risikable investeringer for at få et positivt afkast, hvilket har understøttet aktiemarkedet. Selvom smitten og usikkerheden fortsat breder sig, kommer vi forhåbentligt nærmere en vaccine. Dette kombineret med fortsatte støtteprogrammer kan danne baggrund for en styrket økonomisk udvikling næste år, hvilket vil understøtte virksomhedernes indtjening. Afdelingen gav et afkast på 1,0 pct. i kvartalet, hvilket var 0,8 procentpoint bedre end benchmark. I 2020 er afdelingen faldet med 7,4 pct., hvilket er lidt bedre end benchmark, som er faldet 8,0 pct. Det er som bekendt ikke alt, der glimter, der er guld, men i den seneste tid har vores guldinvesteringer givet et rigtig godt afkast. Agnico Eagle Mines var kvartalets højdespringer med en kursstigning på 19,1 pct. godt understøttet af fremgang i guldprisen, men også ved at produktionen igen er tilbage på et normalt niveau efter forårets nedlukninger.

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. Vi har f.eks. investeret i den amerikanske supermarkeds kæde Dollar General, der er prisførende og hovedsageligt henvender sig til de mindre velstillede amerikanere. Dollar General er ved at opgradere sine butikker med køle- og ferskvarer for at øge frekvensen af kundernes besøg samt udvide antallet af non-food produkter, der har højere marginer. Kæden har haft stor succes gennem corona-pandemien, og øger antallet af butikker med 4-7 pct. årligt. I kvartalet solgte vi det amerikanske bilforsikrings selskab **Progressive** efter en stærk udvikling i aktiekursen (+29 pct. i år). Corona-pandemien har gjort, at mange arbejder hjemme, hvilket har medført væsentlig mindre trafik og dermed færre ulykker på de amerikanske veje. Det reducerer udbetalingen af forsikringspræmierne på kort sigt og har forøget indtjeningen. Progressive har vundet markedsandele, men vi forventer forøget konkurrence i de kommende kvartaler, hvorved indtjeningen normaliseres.



Se porteføljen på cww.dk

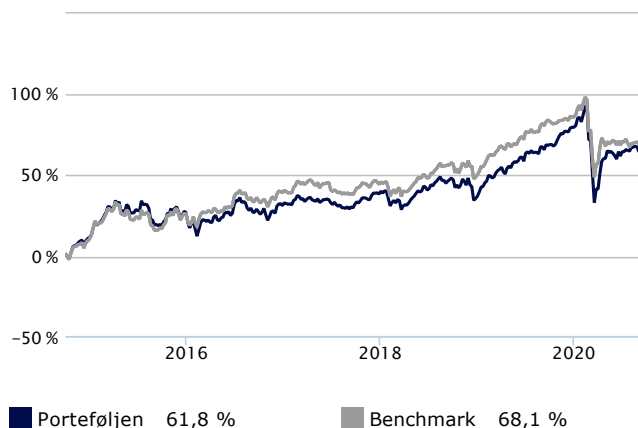
C WORLDWIDE STABILE AKTIER

PR. 30. SEPTEMBER 2020

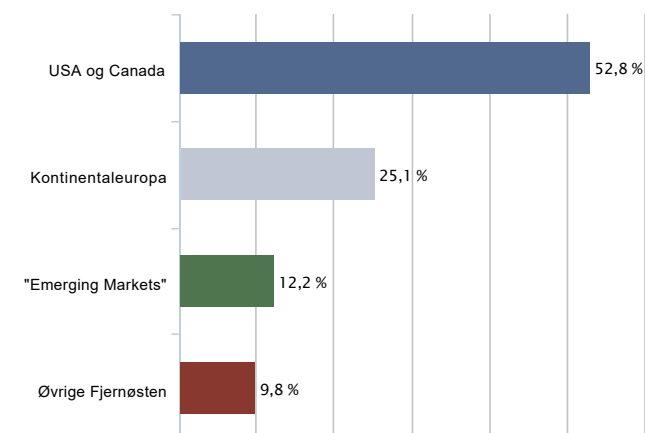
FAKTA

Afdeling	C WorldWide Stabile Aktier KL
Fondskode	DK0010312529
Afdelingens start	1. oktober 2014
Risikomærkning	Gul
Lagerbeskattes frie midler	Nej
Benchmark	MSCI AC World Minimum Volatility
Emissionstillæg	0,35 %
Indløsningsfradrag	0,31 %
Løbende omkostninger	1,74 %
ÅOP	2,13 %
Indirekte handelsomkostninger	0,02 %
Forvalter	Jakob Greisen

AFKASTUDVIKLING



GEOGRAFISK



AFKAST & RISIKO

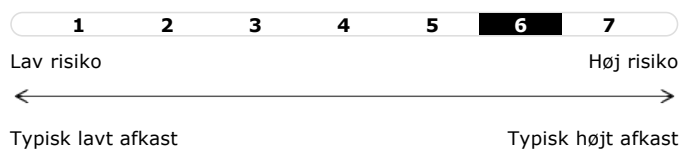
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	-2,5	24,9	39,3	-	61,8	8,3
Benchmark (%)	-7,9	21,5	45,5	-	68,1	9,0
Aktivt afkast (%)	5,4	3,4	-6,1	-	-6,3	-0,7

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. p.a. porteføljen (%)	15,6	13,1	-	13,3
Std. afv. p.a. benchmark (%)	11,5	10,2	-	10,8
Beta	1,3	1,2	-	1,1

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
Atlantica Sustainable Infrastructure	5,5 %
Procter & Gamble	4,7 %
Grand City Properties	4,2 %
Intercontinental Exchange	4,0 %
Newmont Corp	4,0 %
Dollar General	3,9 %
Wheaton Precious Metals	3,9 %
Fiserv	3,8 %
Keurig Dr Pepper	3,5 %
Allstate Corp	3,2 %

RISIKO/AFKAST PROFIL



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.



Asien

Status på kvartalet

I tredje kvartal var de stærke asiatiske aktiemarkeder drevet af et fortsat økonomisk opsving, hvor mange af landene i regionen fortsætter udviklingen mod en normalisering af økonomierne efter nedlukningerne i kølvandet på Covid-19. Afdelingen skabte et afkast på 8,1 pct. i kvartalet, mens benchmark MSCI AC Asia ex Japan steg 5,9 pct. De største positive bidragydere var TSMC, Alibaba og Sea Ltd., mens China Overseas Land & Invest, Sunac China og Sunny Optical bidrog negativt. År til dato er afdelingen faldet 0,6 pct., mens benchmark er steget 0,5 pct. Efter det historiske fald i første kvartal voksede Kinas økonomi med 3,2 pct. i andet kvartal, og nøgletal for både forbrug og produktionsindustrien er positive. Vi ser, at Covid-19 accelererer digitaliserings-tendensen. Dette fremgår også af nylige data rapporteret af Nikkei Asian Review fra det kinesiske statistikbureau. Kinesiske e-handelsfirmaer solgte varer på samlet ca. 6,1 billioner yuan i de første syv måneder af 2020. Dette er en stigning på 9 pct. i forhold til året før. Til sammenligning faldt det samlede detailsalg i Kina 9,9 pct. i samme periode. Flere af afdelingens investeringer drager direkte nytte af denne tendens. Spændingerne mellem USA og Kina skaber fortsat usikkerhed, og forholdet bliver kun værre. I september kom USA tættere på at indføre sanktioner mod Kinas største chipproducent Semiconductor Manufacturing International Corporation (SMIC). Argumentet er, at virksomhedens produkter har en uacceptabel risiko for at blive brugt i militære formål. Det nøjagtige omfang af sanktionerne er fortsat uklart, men USA vil sandsynligvis afskære SMIC fra adgang til vigtig amerikansk software og produktionsteknologi. For Kina er det mindre tåleligt at forbyde SMIC end at forbyde Huawei, da SMICs avancerede chipproduktion er mere unik og dermed mere uerstattelig, hvilket øger risikoen for kinesiske gengældelsesaktioner. Blandt vores porteføljeinvesteringer skiller TSMC sig ud som vinder, mens Samsung Electronics og Hua Hong sandsynligvis også vil få gavn af denne udvikling.

Investeringsstrategi og porteføljeændringer

Investeringsstrategien er uændret med en bias mod den indenlandske vækst i Asien. Vi tilføjede i kvartalet tre nye langsigtede vækstvirksomheder, som faktisk har medvind fra effekterne af Covid-19. Disse var **Samsung SDI**, **Amber Enterprises** og **Sri Tang Glove Thailand (STGT)**. Eksempelvis er STGT, der blev noteret på børsen i Bangkok i juli, den største gummihandskeproducent i Thailand med eksport til mere end 140 lande. Aktien oplevede et kortsigtet kursfald oven på nyheden om den russiske Covid-19-vaccine, men dette er formentlig bare kortsigtet støj, da vi ser strukturel høj efterspørgsel på gummihandsker.



Se porteføljen på cww.dk

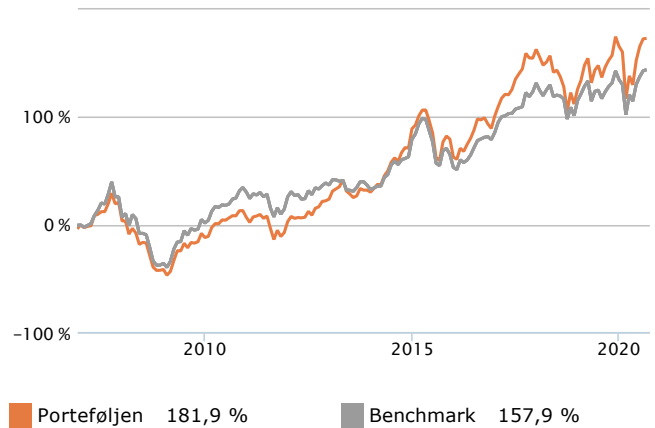
C WORLDWIDE ASIEN

PR. 30. SEPTEMBER 2020

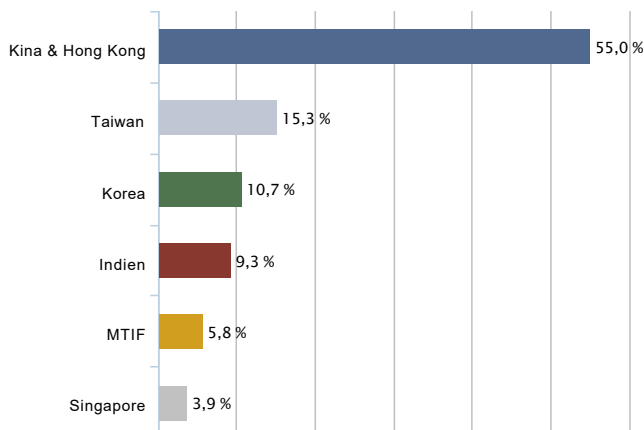
FAKTA

Afdeling	C WorldWide Asien KL
Fondskode	DK0060057644
Afdelingens start	7. december 2006
Risikomærkning	Gul
Lagerbeskattes frie midler	Nej
Benchmark	MSCI AC Asia ex Japan
Emissionstillæg	0,50 %
Indløsningsfradrag	0,55 %
Løbende omkostninger	1,94 %
ÅOP	2,20 %
Indirekte handelsomkostninger	0,0 %
Forvalterteam	Allan Christensen, Mogens Akselsen

AFKASTUDVIKLING



GEOGRAFISK



AFKAST & RISIKO

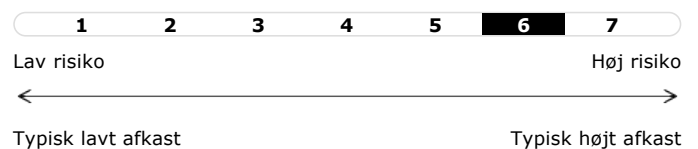
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	10,7	11,6	70,5	150,6	181,9	7,8
Benchmark (%)	9,2	16,4	57,2	96,4	157,9	7,1
Aktivt afkast (%)	1,5	-4,9	13,3	54,2	24,0	0,7

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. p.a. porteføljen (%)	20,1	17,8	17,1	19,4
Std. afv. p.a. benchmark (%)	16,1	14,3	14,4	17,9
Beta	1,2	1,2	1,1	1,0

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
Alibaba Group Holding	9,9 %
TSMC	9,9 %
Tencent Holdings	8,3 %
Samsung Electronics	7,2 %
Sea	3,9 %
AIA Group	3,0 %
Sunny Optical Tech	2,7 %
Techtronic Industries	2,5 %
Meituan Dianping	2,4 %
Sunac China Holdings	2,3 %

RISIKO/AFKAST PROFIL



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.



Emerging Markets

Status på kvartalet

Emerging Markets-aktierne fortsatte fremgangen i tredje kvartal drevet af genåbning af økonomier og en stigende økonomisk aktivitet i en række lande i Asien. På globalt plan er der fortsat usikkerheder i form af det forestående amerikanske præsidentvalg og geopolitiske spændinger mellem USA og Kina. Senest annoncerede det amerikanske handelsministerium yderligere begrænsninger mod Huawei ifm. salget af halvledere fremstillet med amerikansk udstyr eller software til virksomheden. Dette sætter en effektiv stopper for salget af halvledere til Huawei, da alle Huaweis halvledere bruger amerikansk udstyr eller software. Dette er umiddelbart et betydeligt tilbageslag ift. Kinas ambitioner om at videreudvikle egen teknologiinfrastruktur og blive verdens førende inden for 5G-teknologi. Vi ser dog, at Kina fortsat er ståltsat på at bevæge sig op af værdikæden. Denne ideologiske kamp vil få investeringsmæssige konsekvenser og resultere i en række interessante muligheder i de kommende år.

I kvartalet leverede afdelingen et afkast på 9,4 pct., – et merafkast på 4,6 pct.-point. ift. benchmark, der steg 4,8 pct. Et af de største bidrag kom fra TSMC. Intels udmelding om, at de overvejer at bruge eksterne producenter som følge af, at virksomhedens nyeste halvlederteknologi bliver yderligere forsinket, kan potentielt gavne TSMC i de kommende år. Intels udmelding illustrerer, at udviklingen af halvledere bliver mere og mere kompliceret, og at adgangsbarriererne er stigende. De mest negative bidrag kom fra B2W, AK Medical og Sunac. År til dato har afdelingen leveret et positivt afkast på 2,6 pct., mens benchmark er faldet 5,8 pct.

Investeringsstrategi og porteføljeændringer

I kvartalet købte vi **Hangzhou Tigermed**, som tilbyder ydelser inden for klinisk forskning til farmaceutiske og biotekniske virksomheder i Kina. Tigermed står stærkt i takt med, at kinesiske medicinalvirksomheder bevæger sig op af værdikæden, hvilket er understøttet af en række politiske reformer, hvor kinesiske medicinalvirksomheder skal gennemføre strengere kliniske studier. Vi købte desuden **Samsung SDI**, som er en førende batteriproducent og dermed eksponeret til den grønne bølge og den markante efterspørgsel efter batterier i de kommende år. Endelig købte vi også Globant og Lemon Tree Hotels. For at finansiere købene solgte vi **SK Hynix**, **Bank Central Asia**, **Chroma** og **PVR** – fordi vi anser de tilkøbte selskaber som bedre alternativer på nuværende tidspunkt. Derudover solgte vi **Hangzhou Hikvision** som følge af ESG-relateret modvind.



Se porteføljen på cww.dk

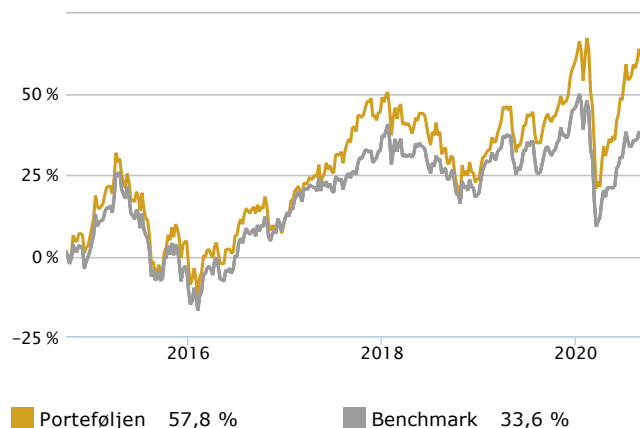
C WORLDWIDE EMERGING MARKETS

PR. 30. SEPTEMBER 2020

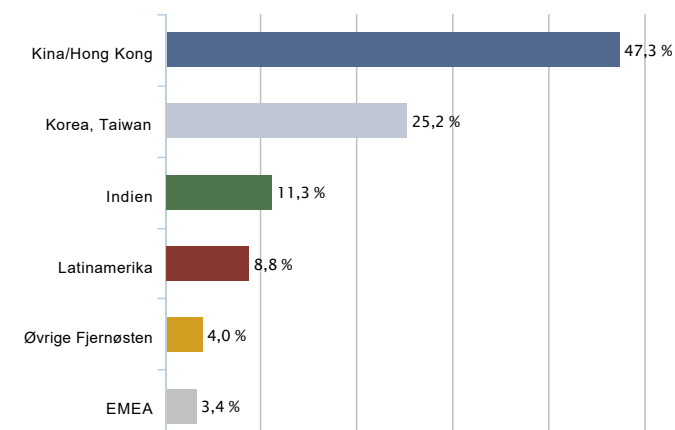
FAKTA

Afdeling	C WorldWide Emerging Markets KL
Fondskode	DK0015945166
Afdelingens start	1. oktober 2014
Risikomærkning	Gul
Lagerbeskattes frie midler	Nej
Benchmark	MSCI Emerging Markets
Emissionstillæg	0,50 %
Indløsningsfradrag	0,55 %
Løbende omkostninger	1,95 %
ÅOP	2,40 %
Indirekte handelsomkostninger	0,04 %
Forvalterteam	Aman Kalsi

AFKASTUDVIKLING



GEOGRAFISK



AFKAST & RISIKO

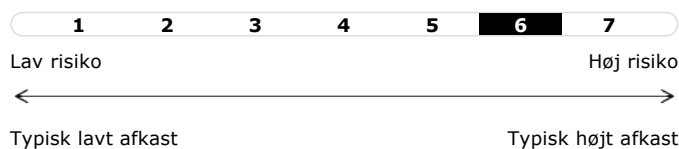
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	13,7	16,9	69,7	-	57,8	7,9
Benchmark (%)	2,5	8,3	45,9	-	33,6	4,9
Aktivt afkast (%)	11,3	8,6	23,8	-	24,2	2,9

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. p.a. porteføljen (%)	18,7	16,5	-	16,9
Std. afv. p.a. benchmark (%)	16,7	14,8	-	15,1
Beta	1,1	1,1	-	1,1

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
Alibaba Group Holding	9,6 %
TSMC	8,2 %
Tencent Holdings	7,8 %
Samsung Electronics	6,4 %
Meituan Dianping	3,5 %
Sea	2,8 %
Samsung SDI Co Ltd	2,1 %
Sberbank - Pref	1,9 %
Ping An Insurance	1,9 %
HDFC Bank	1,9 %

RISIKO/AFKAST PROFIL



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.

En grundfilosofi – seks afdelinger

C WorldWide har seks afdelinger, som bygger på de samme grundlæggende principper.

De fire 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 til højre viser, hvordan vores afdelinger kan bruges i en typisk portefølje.

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.

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.

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.

C WorldWides kerne- og vækstafdelinger



Emerging markets-landene er karakteriseret ved høje vækstrater drevet af en ung og voksende befolkning, 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.

Læs mere om afdelingernes strategi, afkastudvikling og risikofaktorer på cww.dk.

Investeringsforeningen C WorldWide

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.cww.dk under menu-punktet Publikationer.

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 2020. Denne kvartalsorientering for 3. kvartal 2020 er tilgængelig på foreningens hjemmeside samme dag. Vi tager forbehold for trykfejl.

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.

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.

VI HAR SNÆVRET 50.000 PAPIRER IND TIL 30, **SÅ DU KAN NØJES MED AT VÆLGE ÉT.**

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