

Divergenser og forandringer skaber muligheder

Vi tror, at 2024 bliver endnu et år med store forskelle på aktiemarkedet. Drivkræfterne vil være en mere lempelig pengepolitik og et sværere økonomisk miljø.

Novo Nordisks revolutionerende molekyle
Sådan har vi eksponering til kunstig intelligens
Virksomheder søger alternativer til Kina
Snyder inflationen aktieinvestoren?



Indhold

04



LEDER

Af Bo Knudsen og Tim Kristiansen

04

06



ARTIKLER

Forventninger: Divergenser og forandringer
skaber muligheder

06

Novo Nordisks revolutionerende molekyle
af Henrik Blaagaard Hviid

10

Sådan har vi eksponering til kunstig intelligens

16

Virksomheder søger alternativer til Kina

22

Snyder inflationen aktieinvestoren?
af Marcus Bellander

26

18



KVARTALSSTATUS

Globale Aktier KL

32

Globale Aktier Etik KL

34

Stabile Aktier KL

36

Emerging Markets KL

38

Asien KL

40

Indien KL

42

30



OM C WORLDWIDE

Én grundfilosofi – seks afdelinger

44

Investeringsforeningen C WorldWide

46

Kære Investor

Todelt aktiemarked sluttede 2023 stærkt

2023 var en fortælling med to historier. Stigende renter og kunstig Intelligens (AI) var temaerne, som delte aktiemarkedet i to. Kinesiske aktier, den grønne energisektor og mange af de klassiske stabile vækstselskaber var områder, som ikke deltog i stigningerne, mens Indien og IT-sektoren var blandt vinderne. De syv store IT-selskaber blev døbt "The Magnificent Seven" og steg som gruppe med ca. 100 pct. drevet af AI.

De globale aktiemarkeder steg 18,4 pct. i 2023, men havde man ikke eksponering til de store IT-aktier, blev året meget anderledes. F.eks. steg MSCIs indeks for de stabile aktier kun 4,3 pct., mens det ligevægtede S&P500-indeks (jf. at alle aktier vægter lige meget uanset stør-

relse) steg hele 12 pct.-point mindre end det almindelige indeks. Det betød altså rigtig meget, hvordan investeringerne var placeret i 2023.

Perioden med stigende renter giver kortsigtet modvind til vores investeringsstrategi med fokus på langtidsholdbare kvalitetsselskaber, men via vores tematiske tilgang har vi haft en pæn eksponering til de digitale selskaber og dermed deltaget i opgangen relateret til AI. På denne baggrund leverede vores globale afdelinger pæne afkast på over 15 pct. og dermed tæt på markedsafkastet. Afdeling Stabile Aktier skuffede med et afkast på nul procent. Dette var en konsekvens af de nævnte markedsforhold, hvor de stabile aktier havde modvind fra de stigende renter, og IT-aktierne indgår kun som en lille del i dette investeringsunivers.

“Via vores tematiske tilgang har vi haft en pæn eksponering til de digitale selskaber og dermed deltaget i opgangen relateret til AI.”



Blandt emerging markets-afdelingerne blev Indien et af de bedste markeder, hvor afdeling Indien skabte et afkast på 21 pct. Vi ser fortsat meget positivt på Indien, og måske er landet en af de bedste langsigtede muligheder, vi har set over de seneste 30 år. Afdeling Emerging Markets og særligt afdeling Asien havde det sværere som følge af den negative udvikling i Kina.

Som det fremgår af afkasttabellen, sluttede året stærkt med afkast i 4. kvartal på 4-8 pct., hvor de fleste af vores afdelinger hentede ind på benchmark. Dette var særligt effekten af faldende obligationsrenter, hvor markedsdeltagerne begyndte at inddiskontere, at centralbankerne sænker renterne i 2024.

Vi tror, at 2024 bliver endnu et år med markante afkastforskelle. På den ene side ser vi ind i et sværere økonomisk miljø, mens pengepolitikken omvendt ventes at blive lempet. Dette bør skabe medvind til vores investeringsstrategi med fokus på strukturelle vækstselskaber.

Du kan læse mere om afdelingernes strategi og afkast i kvartalsorienteringen.

Resultat 4. kvartal 2023

Afdeling	Afkast 4.kvt	Benchmark 4. kv	Afkast 12/2023	Benchmark 12/2023
Globale Aktier KL	8,7%	6,4%	17,1%	18,4%
Globale Aktier Akk. KL	8,8%	6,4%	16,2%	18,4%
Globale Aktier Etik KL	8,7%	6,4%	18,8%	18,4%
Stabile Aktier KL	5,6%	2,0%	0,0%	4,3%
Asien KL	3,7%	2,0%	0,0%	2,6%
Emerging Markets KL	6,5%	3,3%	8,0%	6,4%
Indien KL	6,7%	7,2%	21,2%	17,0%

“Vi sluttede året stærkt med afkast i 4. kvartal på 4-8 pct., hvor de fleste af vores afdelinger hentede ind på benchmark.”

Fire nye markedsindsigter

Denne gang har vi fire forskellige indsigter. Novo Nordisks succes er velkendt, men i første artikel går vi bagom virksomhedens nye vidundermedikament GLP-1 og fortæller om dets potentiale til at behandle flere sygdomme udover diabetes og appetitregulering. Dernæst kan du læse om, hvordan vi ser udviklingen inden for AI særligt med fokus på, hvorledes vores investeringer er eksponeret hertil. Efter Covid-19 pandemien og den anspændte geopolitiske situation mellem Kina og USA søger virksomheder nu i stigende grad produktionsalternativer til Kina. Vi forklarer konsekvenserne af dette, og umiddelbart står lande som Vietnam, Indien og Mexico som vindere. Vi ser ikke Kina som en decideret taber, da både indenlandske og udenlandske investeringer fortsætter med stor styrke i takt med, at Kina søger opad i værdikæden.

Endelig slutter vi med en mere teoretisk artikel om, i hvilken grad aktier giver en beskyttelse mod stigende inflation, som vi har oplevet de seneste par år. Konklusionen er, at inflationen denne gang har løftet virksomhedernes indtjening, hvorfor aktieinvesteringer rent faktisk har fungeret som et værn mod inflationen.

Udbytter udbetales i slutningen af januar

Årets udbytter bliver udbetalt i slutningen af januar. Udlodningen er som bekendt et resultat af, hvor mange gevinster den enkelte afdeling har realiseret i 2023. Dette betyder, at afdeling Globale Aktier, Etik Udloddende og Indien vil udlodde. Udbytteerne vil fragå kursen 23. januar og bliver indsat på afkastkontoen 25. januar. Du kan læse om de faktiske udlodninger på cww.dk.

Du er altid velkommen til at skrive eller ringe til os, hvis du har spørgsmål. Med ønsket om et godt investeringsår 2024.

Bo Knudsen

Tim Kristiansen

Divergenser og forandringer skaber muligheder

2023 var præget af divergens og forandringer med krig i Ukraine og Mellemøsten, geopolitisk turbulens, kraftigt stigende renter og et overraskende stærkt globalt aktiemarked. Aktiemarkederne bevægede sig i mange forskellige retninger, hvor nogle områder faldt meget, mens andre var overraskende stærke. Kinesiske aktier, den grønne energisektor og klassiske stabile vækstvirksomheder var overvejende negative, mens særligt Indien og IT-sektoren drevet med de syv store selskaber "The Magnificent Seven" steg markant oven på landvindingerne inden for AI (kunstig intelligens).

Geopolitik og krige

Vi er vidner til et vigtigt skifte fra en mangeårig periode, hvor verden reelt har haft én supermagt, der dominerede den globale scene, til en multipolar verden, hvor flere lande med Kina i spidsen ønsker indflydelse. Det skifte har vidtrækkende konsekvenser og vil fortsætte med at skabe geopolitisk turbulens. De to aktuelle krige i den vestlige verden kan til dels siges at være forankrede i dette skifte mod en multipolær verden.

"Aktiemarkedet stak i 2023 i flere retninger. 2024 vil sandsynligvis igen blive ganske forskelligartet med en ny fordeling mellem vindere og tabere"



Bo Knudsen
Adm. direktør og Porteføljemanager
C WorldWide Asset Management



Som en konsekvens heraf vil vores tema "Bigger Government" blive endnu mere aktuelt fremover. Krige er pr. definition et statsanliggende, og vi vil se staten øve endnu større indflydelse på tværs af erhvervslivet. "Power Politics", hvor nationale interesser definerer agendaen. Den grønne energiomstilling, hvor landene ønsker øget grad af selvforsyning, er et konkret eksempel, og vi har allerede vænnet os til statens indflydelse og kontrol med pengepolitikken. Dette vil sandsynligvis fortsat blive gældende fremover. Som investor er det vigtigt at investere i tråd med regeringers prioriteter og politikker.

Investeringsmiljøet bliver derfor forventeligt lidt mere besværligt sammenlignet med de seneste 30 år, hvor globaliseringen og de frie markeds kræfter styrede den politiske agenda. Derfor er det afgørende at være selektiv. Men forandringer skaber også nye interessante investeringsmuligheder.

Stigende renter, AI og divergensen på aktiemarkederne

Aktiemarkederne var overordnet set positive i 2023, hvor MSCI's verdensindeks steg ca. 18 pct. Det var højere end vores forventninger set i lyset af de stigende (real-) renter og vores forventning om en svagere økonomisk vækst og mulig recession. Selvom konsensus i øjeblikket hælder mod en såkaldt økonomisk "blød landing" for den vigtige amerikanske økonomi, er det stadig for tidligt at drage den endelige konklusion. Sandheden bliver ikke fortalt, hvis vi alene ser på de aktuelle økonomiske indikatorer, da der er en tendens til at undervurdere

"Investeringsmiljøet bliver derfor forventeligt lidt mere besværligt sammenlignet med de seneste 30 år, hvor globaliseringen og de frie markeds kræfter styrede den politiske agenda. Men forandringer skaber også nye interessante investeringsmuligheder."

effekten af den langsommelige transmission af en strammere pengepolitik. Derfor ser vi fortsat en risiko for en vækstpause i første halvår af 2024, hvilket betyder, at investorer bør holde fokus rettet på virksomhedernes evne til at opretholde indtjeningen – selv i miljø med svagere eller negativ vækst.

Selvom vi ikke bruger meget tid på at forudsige den kortsigtede udvikling på aktiemarkedet, forventer vi ikke, at fremgangen forsætter uafbrudt i 2024. Aktiemarkedet stak i 2023 i flere retninger. 2024 vil sandsynligvis igen blive ganske forskelligartet med en ny fordeling mellem vindere og tabere. Derfor er "Stock Picking" så vigtig.

I 2023 var renterne og AI økserne, der kløvede vinderne fra taberne. Stigende renter har skabt kraftig modvind til langvarige aktiver såsom vækstelskaber af høj kvalitet. Dette ses bl.a. ved, at MSCI's

indeks for minimumsvolatilitet og MSCI's indeks for stabile forbrugsaktier underperformede det generelle aktiemarked med hhv. ca. 15 og 20 procentpoint. Et eksempel på et veldrevet og stabilt vækstelskab er schweiziske Nestlé. Aktiekursen er faldet omkring 17 pct. fra toppunktet i 2023 målt i schweizerfranc. Faldet skyldes primært den negative påvirkning på værdiansættelsen fra højere renter. Omvendt drev AI de store teknologiske selskaber højt til vejrs, og de såkaldte "Magnificent Seven" (Nvidia, Amazon, Tesla, Meta, Alphabet, Microsoft og Apple) blev som gruppe mere eller mindre fordoblet i værdi.

Denne divergens skaber dog også muligheder – især fordi vi ser, at pengepolitikens kurs vil vende i 2024. Vi tror, at vi har nået toppen i den amerikanske rente-

"I 2023 var renterne og AI økserne, der kløvede vinderne fra taberne."

“Vi tror, at vi har nået toppen i den amerikanske rentecyklus, hvilket har vigtige konsekvenser for markedsudsigterne for 2024 og udsigterne for enkeltaktier.”

cyklus, hvilket har vigtige konsekvenser for markedsudsigterne for 2024 og udsigterne for enkeltaktier. Lavere renter vil fjerne modvinden for de langtidsholdbare aktier, og udviklingen for disse aktier kan i 2024 blive et spejlbillede af den negative udvikling i

2023. Obligationsrenterne begyndte allerede at falde her i slutningen af 2023, og vi tror, at denne udvikling kan fortsætte i 2024.

AI er efterhånden et veldebatte emne, men vi interesserer os mest for, hvordan AI påvirker virksomhedernes indtjening. Indtjeningsudviklingen er nemlig den fundamentale drivkraft for aktiekurserne. Her kan det være relevant at sammenligne udviklingen med internettets gennembrud for mere end 20 år siden. I slutningen af 1990'erne og starten af 2000'erne var der et børsboom inden for IT-aktierne, men indtjeningen steg ikke tilsvarende. Den positive effekt på virksomhedernes indtjening skete først, da forretningsmodellerne havde modnet. Det var først efter 2010, hvor udbredelsen af sociale medier og markedet for online annoncering blomstrede, det såkaldte Internet 2.0, at indtjeningen boomed, og vi så mere sunde og fundamentalt drevne aktiekursstigninger.

I dag er det centrale spørgsmål så, om AI kan sammenlignes med Internet version 1.0 eller 2.0., og om vi vil se en årrække uden positiv indvirkning på virksomhedernes indtjening, eller om AI vil føre til et indtjeningsboom? Vi tror, at svaret vil være nuanceret, hvor selektivitet igen vil være nøglen. Nogle virksomheder vil i en tidlig fase kunne tjene penge med AI-produkter, der forbedrer produktiviteten. Her vil de store selskaber have en umiddelbar fordel. Microsoft, Adobe og Google (Alphabet) har leveret nogle bemærkelsesværdige annonceringer. Adobe var først, og derefter fulgte Microsoft og Google med en erklæring om, at brugere af deres AI-værktøjer i forretningsøjemed ikke behøver bekymre sig om den centrale risiko ift. ophavsrettigheder. Hvis man bruger produkterne fra en af disse tre giganter, påtager de sig tilsyneladende den juridiske risiko. Omvendt er det svært

for de mindre konkurrenter med en lavere finansiell styrke at tilbyde en sådan garanti og sikkerhed. Skala er vigtig, især inden for AI. Skala giver adgang til store mængder data, mulighed for at kunne udnytte den eksisterende kundebase, og endelig risikodeling gennem finansiell styrke. De store etablerede virksomheder har dermed mulighed for at øge omsætningsvæksten gennem produkter, der giver kunderne en økonomisk fordel og produktivitetsgevinst her og nu.

Vi har for nylig udgivet artiklen “Sådan har vi eksponering til kunstig intelligens”, hvor vi forklarer, hvordan vores porteføljevirkomheder er positioneret til at udnytte mulighederne ved AI.

Japan og Indien drager fordel af geopolitisk uro

Når vi bevæger os ind i en mere multipolær verden, vil geopolitik skabe usikkerhed og forandring. Men i takt med at den politiske dagsorden ændrer sig, tilpasser virksomhederne sig det nye miljø. Og denne ændring skaber muligheder. Et eksempel herpå er skiftet mod flere forsyningskæder og flytning af produktion tættere på hjemmemarkedet. Det er en kæmpe forandring, og udviklingen er i gang.

Selvfølgelig er det uundgåeligt, at Kina bliver ramt, men det betyder ikke, at der ikke stadig er gode selskaber og interessante muligheder i Kina. Kina ønsker at bevæge sig opad i den industrielle værdikæde og har tre prioriteter: 1) grøn, digital og smart produktionsteknologi. 2) udvidelse af lederskabet inden for vedvarende energi, højhastighedstog og kunstig intelligens. 3) områder, hvor selvforsyning er kritisk – f.eks. ved fremstilling af industrielle/videnskabelige instrumenter, elektroniske komponenter, specialmaterialer og industriel software. I Europa og USA vil vi se en stigning i antallet af fabrikker, mens andre store vindere er Mexico, Japan og Indien. Mexico har opnået en stærk position som fremstillingscenter for USA, og derfor er der stærk økonomisk vækst i den nordlige og centrale del af landet. I Japan bygges der nu en række nye halvlederfabrikker i samarbejde med taiwanske og japanske virksomheder især på den sydlige ø i Japan kaldet Kyushu. Kyushu har nogenlunde samme størrelse som Taiwan og er geografisk godt positioneret som et alternativ til Taiwan for at sikre ekstra forsyningsveje af halvlederships.



“Indien er for os at se et af de mest interessante langsigtede investeringsområder, ja, måske en af de bedste muligheder gennem de seneste 30 år.”

Indien er måske det land som nyder størst gavn af behovet for nye produktions- og forsyningskæder. Det kommer oven på en allerede gunstig position som et land med en stor, voksende og ung befolkning ledet af en reformfokuseret regering, der er på forkant med at udnytte de nyeste teknologier. Vi mener, at alle investorer bør have Indien i tankerne, når investeringsporteføljen skal sammensættes. Vi har været positive på Indien og investeret i landet i mange år. Vores positive syn er kun blevet bekræftet efter et længere besøg i landet. Indien er for os at se et af de mest interessante langsigtede investeringsområder, ja, måske en af de bedste muligheder gennem de seneste 30 år.

Konkurrence om kapital er vores grundlæggende princip

Vi tror, at 2024 bliver endnu et år med store forskelle på aktiemarkedet. Drivkræfterne vil være en mere lempelig pengepolitik og et sværere økonomisk miljø.

“De imponerende landvindinger inden for AI gør, at udviklingen af det digitale samfund vil fortsætte som et stærkt tema i 2024. Størrelse er her en umiddelbar fordel, hvilket i første omgang understøtter de dominerende IT-virksomheder.”

Aktiver med lang varighed såsom de stabile kvalitetsvækst-selskaber bør få medvind, da lavere renter vil understøtte deres værdiansættelse. Cyklisk vækst vil omvendt blive mere udfordret. De imponerende landvindinger inden for AI gør, at udviklingen af det digitale samfund vil fortsætte som et stærkt tema i 2024. Størrelse er her en umiddelbar fordel, hvilket i første omgang understøtter de dominerende IT-virksomheder ligesom lavere renter også understøtter værdiansættelsen af disse.

Vores investeringsfilosofi bygger på idéen om maksimalt 30 aktier. Dette har været et bærende princip siden vores start i 1990. Begrænsningen om 30 aktier skaber konkurrence om kapitalen, hvor de ”svagere selskaber” konstant bliver vurderet og udfordret. Vores aktieanalyser frembringer løbende nye investeringsemner. Disse kandidater er vores pipeline, som vi sammenligner mod de eksisterende beholdninger. Denne løbende konkurrence om kapital vurderer vi ud fra et tidsperspektiv på et, fem-,syv- eller endda op til ti år. Vores investeringskalkuler ser altid igennem en eventuel recession, vi ser analyser gennem en økonomisk cyklus for at finde den bedste afkastrisikoprofil. Investering er mere et maraton end et sprint. En maratonløber ved, at det er en hård udfordring og forbereder sig derfor på det. En sprinter tænker naturligt mere kortsigtet – nøjagtig som en kortsigtet investor, der higer efter en umiddelbar belønning. Maraton kræver udholdenhed og disciplin. Det samme gælder for langsigtet investering, som er en maraton uden afslutning.

“Vores investeringsfilosofi bygger på idéen om maksimalt 30 aktier. Dette skaber konkurrence om kapitalen, hvor de ”svagere selskaber” konstant bliver vurderet og udfordret.”



Novo Nordisks revolutionerende molekyle

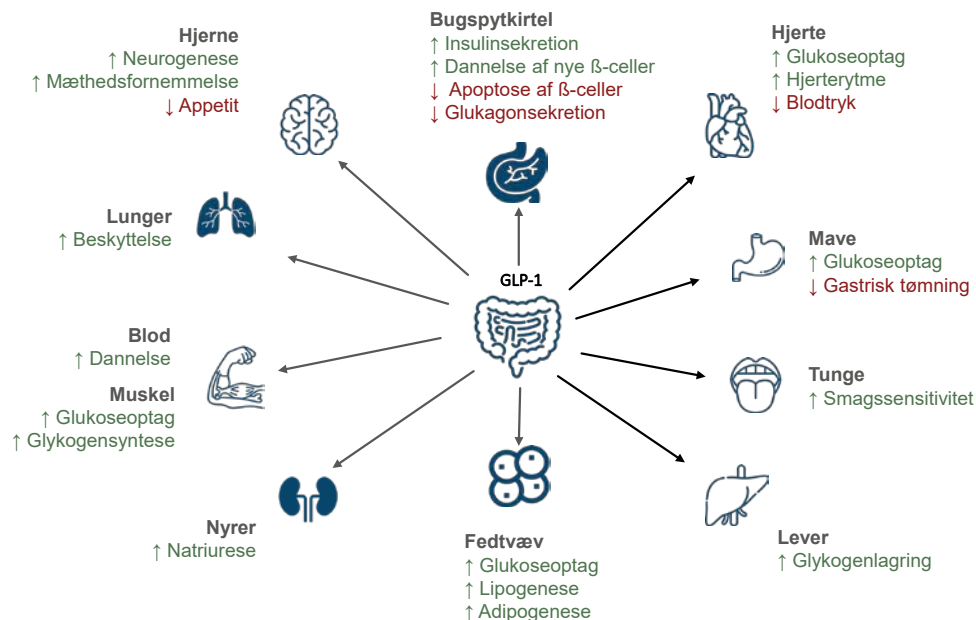
*Af Porteføljemanager Henrik Blaagaard Hviid
C WorldWide Asset Management*

Nøgleindsigt

For et par år siden udtalte daværende direktør for forskning og udvikling i Novo Nordisk, i følge Børsen, 5. dec 2019, Mads Krogsgaard Thomsen, i et "Healthcare Seminar", at Novo Nordisks molekyle semaglutid ville blive det bedst sælgende lægemiddel nogensinde. Molekylet, der naturligt forekommer i tarmene, bliver brugt til både behandling af diabetes, fedme, muligvis hjertekarsygdomme, kroniske nyresygdomme, NASH (dvs. ikke alkoholisk fedtlever) og Alzheimers-demens. Dette rejser naturligt spørgsmål om, hvordan semaglutid blev udviklet og hvilke selskaber, der forsker inden for disse nye GLP-1-molekyler. Dette ser vi nærmere på her.

Figur 1

Funktionerne af Glucagon-like peptide-1 (GLP-1)



Kilde: Adobe Stock, 23 September 2023

GLP-1-semaglutid blev udviklet til diabetesbehandling i 1986 af afdelingen for endokrinologisk forskning ved Panum Institutet i København. GLP-1-hormonet øger insulinproduktionen og reducerer udskillelsen af glucagon, hvilket nedbringer blodsukkeret, jf. figur 1. Ikke mindst virker GLP-1 appetithæmmende, hvilket er en banebrydende opdagelse inden for diabetesbehandling. Novo Nordisk begyndte at integrere denne viden og udviklede produkter som Victoza og Ozempic til diabetesbehandling samt de nylige Saxenda og Wegovy til behandling af svær overvægt.

GLP-1's rolle i diabetesbehandling og appetitregulering er efterhånden velkendt, men GLP-1 har stadig stort potentiale til at behandle forskellige betændelsestilstande i kroppen. I august 2023 fik vi resultaterne fra det såkaldte SELECT-studie – det største kliniske studie, Novo Nordisk har udført. SELECT-studiet var designet til at vise, at semaglutid, udover at føre til vægttab, kan forebygge hjerteanfald og slagtilfælde hos eksisterende hjertepatienter. SELECT-studiet var en succes, da det viste en samlet reduktion på 20 pct. i hjertestop og slagtilfælde

“GLP-1's rolle i diabetesbehandling og appetitregulering er efterhånden velkendt, men GLP-1 har stadig stort potentiale til at behandle forskellige betændelsestilstande i kroppen.”

sammenlignet med placebo. Detaljerne blev offentliggjort på “The American Heart Association's”-konference den 11-13 november 2023 og viste, at semaglutids forebyggende natur over for betændelsestilstande i kroppen er grunden til de gode data i SELECT-studiet.

I begyndelsen af oktober 2023 valgte Novo Nordisk hertil at stoppe kliniske forsøg inden for diabetes og kronisk syge nyrepatienter, da forsøget allerede viste signifikante resultater, der tydede på, at GLP-1 har anti-inflammatoriske genskaber. Et andet spændende aspekt ved Novo Nordisks GLP-1-molekyle er selskabets kliniske

“Et andet spændende aspekt ved Novo Nordisks GLP-1-molekyle er selskabets kliniske forsøg rettet mod forebyggelse af Alzheimer-demens.”

forsøg rettet mod forebyggelse af Alzheimer-demens. Disse resultater forventes i første halvdel af 2025.

Victoza, Novo-Nordisks 1. generationsprodukt til diabetesbehandling, blev godkendt i USA i januar 2010, mens konkurrenten Eli Lilly fik godkendt selskabets produkt i november 2014. Novo Nordisk fik godkendt 2. generationsproduktet, Ozempic, i december 2017, mens Eli Lilly fik selskabets 2. generationsprodukt Mounjaro godkendt i maj 2022.

Selvom GLP-1 har været på markedet i snart 14 år, udgør det stadig en lille andel af det totale marked for diabetesprodukter målt i antal recepter, jf. figur 2. Hvis man vægter ud fra omkostningerne, har GLP-1-lægemidlerne en markedsandel på knap 50 pct. Den lave andel af GLP-

1-recepter viser det store potentiale i det traditionelle diabetesmarked, da det lave antal recepter skyldes den meget høje pris på GLP-1-lægemidler ift. traditionelle behandlingsmetoder. Ideelt set ville GLP-1 have en større markedsandel, hvis prisen ikke var afgørende.

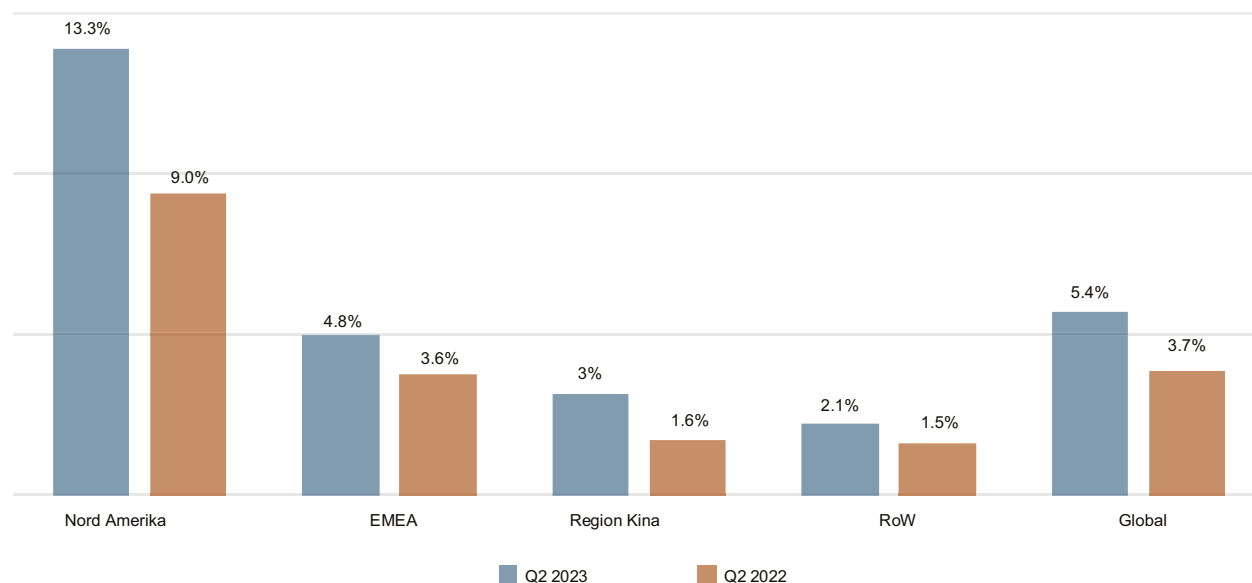
WHO taler om en fedme-pandemi

I 2020 konkluderede WHO (World Health Organization), at antallet af voksne med overvægt globalt var 2,1 mia., og heraf var ca. 764 mio. svært overvægtige. Blandt børn og teenagere steg andelen af overvægtige/svært overvægtige fra 4 pct. i 1975 til 20 pct. i 2020. Denne udvikling øger risikoen for hjerte-kar-sygdomme, diabetes, led-relaterede sygdomme, f.eks. slidgigt og visse kræftformer, jf. figur 3, på næste side.

Fedmerelaterede sygdomme udgør en betydelig udfordring for både den enkelte og samfundet. En undersøgelse fra det amerikanske Milken Institute i 2018 konkluderede, at de samlede omkostninger i USA til behandling samt tabt produktivitet oversteg USD 1.700 mia. årligt, svarerende

Figur 2

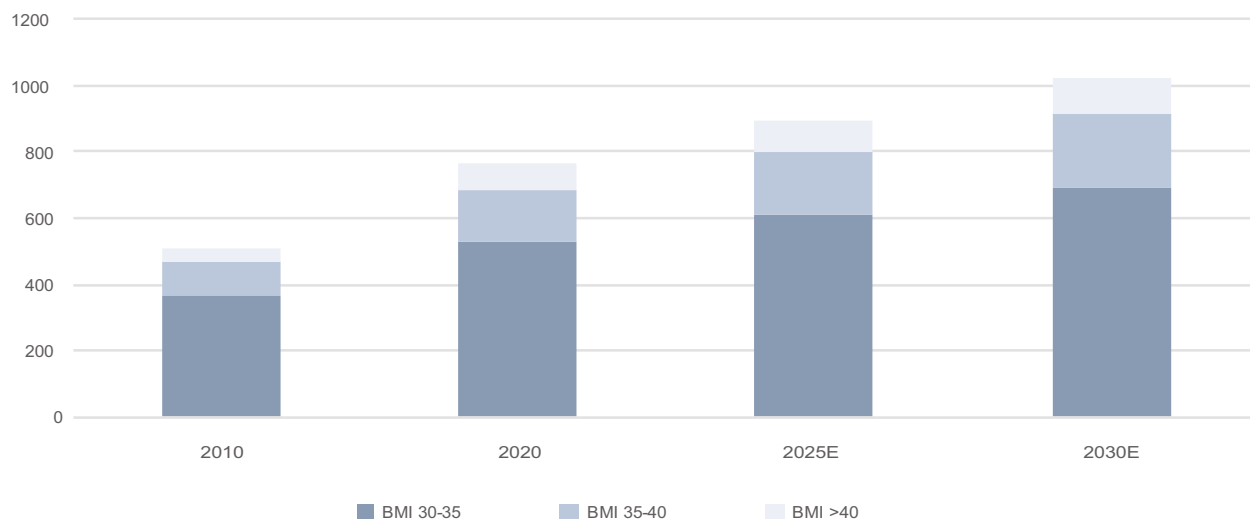
GLP-1 som en del af det samlede antal recepter på diabetesmedicin



Kilde: SEB, 15 september 2023

Figur 3

Antallet af mennesker globalt med fedme (millioner)



Kilde: WHO, 22 september 2022

“Der er et stort, udækket behov for et slankepræparat uden bivirkninger. Novo Nordisk er i øjeblikket det eneste selskab med godkendte præparater til behandling af svær overvægt.”

til 9,3 pct. af BNP. Selvom der ikke findes en tilsvarende analyse for Danmark, forventes omkostningerne dog at være betydeligt lavere, da fedmeepidemien er mindre udbredt her.

Der er et stort, udækket behov for et slankepræparat uden bivirkninger. Novo Nordisk er i øjeblikket det eneste selskab med godkendte præparater til behandling af svær overvægt, herunder Saxenda og Wegovy. Eli Lillys produkt, Mounjaro, blev godkendt til forebyggelse af fedme i november 2023 under navnet Zepbound i USA og forventes lanceret i starten af 2024. Saxenda giver et gennemsnitligt vægttab på 6-7 pct. efter et år og skal tages hver dag med en injektionssprøjte. Wegovy resulterer i et gennemsnitligt vægttab efter et år på 17 pct. og skal tages med en injektionssprøjte én gang om ugen. Zepbound giver et gennemsnitligt vægttab på 20 pct. efter et år og skal ligeledes tages med en injektionssprøjte én gang om ugen.

Både Novo-Nordisk og Eli Lilly er blevet overraskede over den store efterspørgsel efter deres GLP-1 produkter til behandling af fedme, da efterspørgslen langt har oversteget de mest optimistiske scenarier, hvorfor begge selskaber har været ramt af kapacitetsudfordringer. Novo Nordisks Wegovy er af samme årsag kun på markedet i fem lande. I Danmark, hvor Wegovy blev lanceret i december 2022, er der i september 2023 ca. 70.700 patienter, der selv betaler for behandlingen. I Danmark har i alt har 950.000 personer et BMI over 30. Wegovy har således opnået en markedsandel på knap 7,4 pct. efter 10 måneder på markedet – og dette trods prisen for den høje dosis er knap 27.000 kr. årligt. Kapacitetsudfordringerne har fået Novo Nordisk til at udskyde en del af den europæiske lancering, og Eli Lilly har samme udfordringer med kapaciteten som Novo Nordisk.

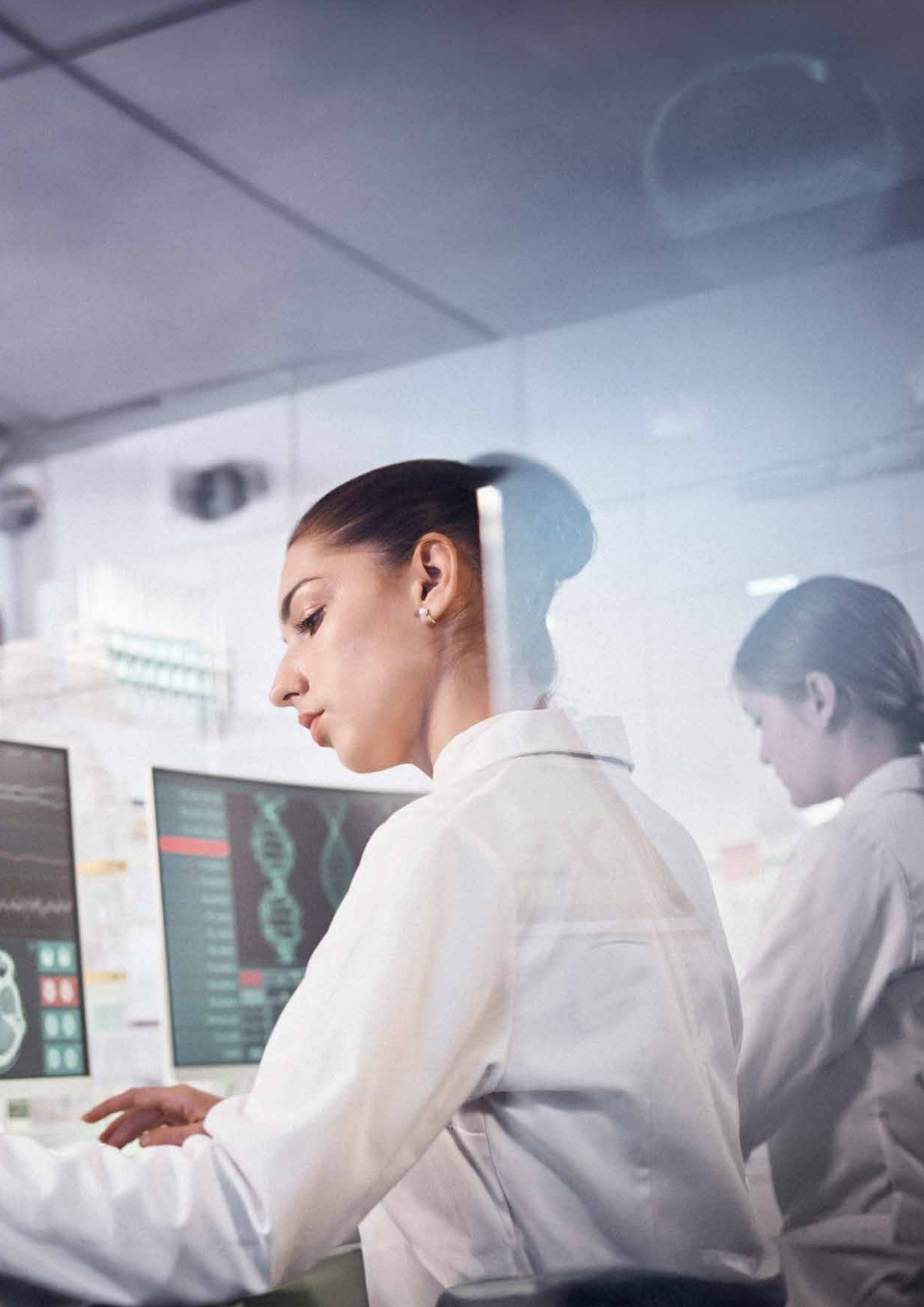
Novo Nordisk og Eli Lilly er ikke de eneste selskaber, som har opdaget det store potentiale i GLP-1. Udover



“Potentialet er massivt, hvorfor konkurrencen også bliver hårdere, og således kommer semaglutid måske heller ikke til at være det bedst sælgende medikament nogensinde.”

Novo Nordisk og Eli Lilly er der 25 andre selskaber med forskningsprojekter inden for GLP-1. Vi tror, at markedet frem til år 2030 bliver delt mellem Novo Nordisk og Eli Lilly. Novo Nordisk kommer desuden med et 3. generationspræparat til behandling af fedme, CagriSema i 2. halvdel af 2025. Det er semaglutid kombineret med et andet hormon, Amylin. Det forventede vægttab er 25-27 pct. efter et år, og produktets patentbeskyttelse bliver forlænget fra 2031 til 2037. Eli Lilly planlægger at lancere selskabets 3. generations fedmepræparat, Retatrutide, hvor det forventede vægttab er omkring 25-30 pct. Dette produkt forventes godkendt i 2026. Endelig har Eli Lilly et pillepræparat, Orforglipon, hvor det forventede gennemsnitlige vægttab efter et år vil være ca. 25-30 pct. Produktet forventes godkendt i 2026. Selskabet Zealand/Boehringer har også et 3. generations GLP-1/Glucagon-præparat til behandling af fedme med en forventet godkendelse i 2027 og med et forventet vægttab på ca. 20-25 pct.

Mads Krogsgaard Thomsen kan have ret i sin forudsigelse om semaglutid som det bedst sælgende molekyle nogensinde, i følge Børsen, 5. dec 2019. Dog stiger konkurrencen i GLP-1-markedet i takt med omfanget af de forskellige sygdomme, som GLP-1 kan bekæmpe. Potentialet er massivt, hvorfor konkurrencen også bliver hårdere, og således kommer semaglutid måske heller ikke til at være det bedst sælgende medikament nogensinde.





Sådan har vi eksponering til kunstig intelligens

Af C WorldWide Asset Management

Nøgleindsigter

- *Kunstig intelligens (AI) skaber forandringer og mulighederne bliver i stigende grad tydelige på tværs af sektorer og brancher.*
- *Hvem, der bliver vinderne inden for AI, er fortsat uafklaret.*
- *Vi har stor eksponering i vores porteføljer til de førende virksomheder, der udnytter AI-teknologien.*
- *Et centralt spørgsmål er, om AI vil gentage internettets udviklingsmønster mht. indtjeningsvækst, som først for alvor tog fart efter 10 års modningsproces.*

Kunstig intelligens (AI) er blevet betydeligt ”hypet” og er hastigt accelereret i vores samfund og erhvervsliv. AI vil ganske sikkert revolutionere måden, som virksomheder og samfund fungerer på, og vi kan allerede i dag se potentialet inden for mange områder. AI er et magtfuldt, teknologisk værktøj, der kan transformere virksomheder gennem f.eks. forbedret dataanalyse, mere personlige kundeoplevelser samt optimering af drift og forøgelse af effektivitet. I takt med at AI-teknologier udvikles og bliver mere tilgængelige, vil virksomheder, der formår at udnytte teknologien, kunne opnå konkurrencemæssige fordele i en konkurrencepræget forretningsverden under hastig udvikling. Fordelene ved at udvikle og implementere AI er talrige, hvorfor virksomheder bør investere i AI samt afdække nye forretningsmuligheder.

Lad os tage et kig på AI's mange muligheder:



1. Øget produktivitet

AI kan automatisere gentagende og tidskrævende arbejdsopgaver. Dette frigør medarbejdernes ressourcer til at fokusere på mere værdiskabende opgaver. F.eks. kan AI automatisere svar på kundehenvendelser, generere komplekse rapporter, forfatte taler og artikler eller håndtere fakturaer. Denne automatisering strømliner operationelle processer og reducerer behovet for menneskelig involvering. Dette kan give betydelige omkostningsbesparelser, da produktiviteten forøges.

2. Forbedret beslutningstagning

AI kan skabe værdi ved at analysere store mængder data og identificere komplekse mønstre og trends, der er vanskelige at detektere for mennesker. Traditionelle metoder inden for dataanalyse er ofte begrænsede ved massive datasæt, hvorimod AI-algoritmer håndterer, kategoriserer og udleder indsigtfulde informationer fra omfattende datamængder i realtid. Dette giver virksomheder mulighed for at træffe mere velinformerede beslutninger inden for områder såsom prissætning, markedsføring, produktudvikling og risikostyring.

3. Forbedrede kundeoplevelser

AI kan individualisere kundeoplevelser ved at levere kundetilpasset information og produkter, der imødekommer personlige præferencer. Desuden muliggør AI kundesupport døgnet rundt og kan levere effektiv problemløsning ved hjælp af AI-drevne anbefalingssystemer, chatbots og forudsigelig analyse. Denne tilgang til kundeinteraktion styrker ikke blot kundetilfredsheden, men kan også fremme kundeloyalitet.

4. Intelligent produktion og sundhedspleje

Inden for fremstillingssektoren integrerer virksomheder AI i maskiner og robotter for at kunne automatisere komplekse opgaver, optimere energi-effektiviteten, forbedre kvalitetskontrollen og forudsige behovet for vedligeholdelse. På samme måde bliver AI en afgørende faktor i udviklingen af nye produkter og processer. Inden for sundhedssektoren anvender og optimerer AI allerede patientpleje,

analyserer komplekse medicinske billeder, diagnosticerer sygdomme og konstruerer personlige behandlingsplaner.

med maks. 30 aktier af høj kvalitet fra hele verden. Som det fremgår af Figur 1, er adskillige af virksomhederne i porteføljen eksponeret til udviklingen og udnyttelsen af AI på forskellige niveauer, herunder halvlederchips, infrastruktur, datastyring og applikationer.

AI som investeringstema

Disse eksempler ridser blot overfladen af de vidtrækkende konsekvenser som følge af den accelererende implementering af AI. AI er i gang med at omforme det kommercielle landskab, og virksomheder, der kan adaptere mulige AI-løsninger, vil kunne opnå konkurrencefordele. Det er derfor centralt at have investeringseksponering til AI. Vi vil her fokusere på vores afdeling Globale Aktier – en omhyggeligt udvalgt og koncentreret portefølje

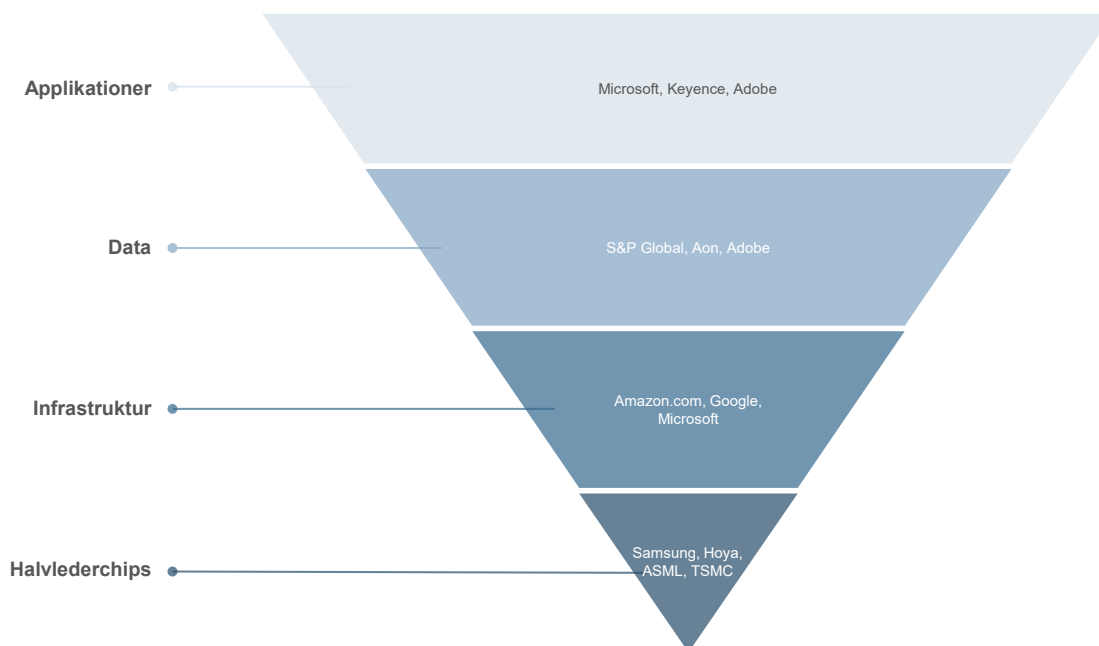
Halvlederchips

Inden for dette segment er vi eksponeret via virksomheder som HOYA, ASML, Samsung og Taiwan Semiconductor Manufacturing Company (TSMC). TSMC er verdens største producent af halvlederchips, der findes i et utal af enheder som f.eks. telefoner, bærbare computere, biler, ure, køleskabe osv. Halvlederchips er fundamentet for

“AI er i gang med at omforme det kommercielle landskab, og virksomheder, der kan adaptere mulige AI-løsninger, vil kunne opnå konkurrencefordele.”

Figur 1

Selskaber eksponeret til AI



Kilde: C WorldWide Asset Management, september 2023

“Behovet for beregningskraft inden for AI-teknologier og neurale netværk kræver en enorm regnekraft.”

AI-hardware, der omfatter grafikprocessor-enheder og integrerede kredsløb, som er designet til AI og automatiske læringsopgaver. Virksomheder, der udvikler AI-systemer, er afhængige halvlederfabrikanter som TSMC til at fremstille kraftfulde chips, der kan forbedre AI-systemernes ydelse. TSMC's avancerede produktionsteknologi og knowhow muliggør fremstillingen af stadigt mere kraftfulde og energieffektive chips. Dette gør dem værdifulde ift. AI-applikationer, da behovet for beregningskraft inden for AI-teknologier imødekommes og neurale netværk kræver en enorm regnekraft og jo mere jo bedre. Selskaber som TSMC spiller her en helt central rolle.

Infrastruktur

Amazon, Alphabet og Microsoft er eksempler på eksponeringer mod infrastruktur. Alphabet, moderselskabet for Google, har en omfattende brug af AI-algoritmer i deres søgemaskine og ift. optimering af deres annonceringspakker. Automatisk læring eller såkaldt maskinlæring vil drastrisk kunne forbedre søgeresultater samt skabe en mere præcis og individuel annoncering baseret på brugeradfærd. Alphabet arbejder også med kvantecomputere via selskabets "Quantum AI-lab" (ifølge Alphabet.com). En kommercialisering af kvantecomputeren vil kunne skabe kvantespring for AIs muligheder.

Data

S&P Global, Aon og Adobe er eksempler på selskaber, der udnytter tilgængeligheden af data. Aon er en professionel services- og konsulentvirksomhed, der tilbyder en række ydelser inden for risikoafdækning. Finansielle institutioner er særligt godt positionerede til at skabe værdi fra AI med deres omfattende mængder af data. Aon bruger AI-værktøjer til at analysere større

datamængder og til at identificere komplekse mønstre. Dette hjælper virksomheden med bedre at forstå og styre risikoen på selskabets kunder (kilde: AON.com). Eksempelvis anvender Aon AI-modeller til at analysere historiske erstatningsdata og aktuelle markedsforhold samt til bedre at forstå fremtidige tendenser mhp. at forudsige potentielle risici og udarbejde skræddersyede strategier til risikobegrænsning. AI implementeres også til at opdage og forhindre bedrageri, hvilket kan hjælpe selskabet kunder. AI-modeller kan analysere transaktionsmønstre, identificere uregelmæssigheder og dermed mulige svigagtige aktiviteter.

Applikationer

Her inkluderes vores investeringer som Microsoft, Keyence og Adobe. Adobe integrerer AI i en række af deres produkter og tjenester. Et eksempel er Adobe Firefly som ved brug af AI kan skabe billeder, teksteffekter og farvepaletter ud fra enkle kommandoer på over 100 sprog. Firefly kan bruges sammen med Adobe Photoshop, Illustrator og andre Creative Cloud-apps. Dette skaber helt nye muligheder for kreativ udfoldelse. Adobe Sensei, Adobes AI- og maskinlæringsplatform, udgør motoren bag adskillige af Adobes produkter og tjenester. F.eks. tagger og organiserer Adobe Sensei automatisk billeder i Adobe Lightroom. Ydermere genererer Adobe Sensei automatisk tekstforslag til billeder i Adobe Experience Manager. Endelig sætter Adobe trumf på over for kunderne med at indestå for eventuelle usikkerheder med varemærkerettigheder ved brug af Adobes AI-værktøjer.

Ligesom Microsofts Co-Pilot har Adobe udviklet en AI-drevet virtuel assistent ved navn Adobe Assistant. Den er designet til at hjælpe brugerne med at navigere i Adobe's avancerede produkter. På den måde fungerer AI næsten som Georg Gearløs' "Lille hjælper", som mange måske husker fra Anders And-universet.

Industriel AI på en mission

Illustrationen i Figur 1 fokuserer alene på den nedre del af forsyningskæden. Adskillige andre virksomheder i vores

globale portefølje (om ikke alle) forventes på den ene eller anden måde at implementere AI i deres forretning. Tænk blot på Siemens med selskabets digitale forretninger og innovative infrastrukturdivisioner. Virksomheden har bl.a. udviklet Siemens Lab – en forskningsplatform, der udnytter AI-potentialet ift. at validere og implementere industrielle ansvarlige løsninger (kilde: Siemens.com).

Et andet eksempel fra sundhedssektoren er Novo Nordisk, der sigter mod at udnytte store datamængder og AI til at finde og udvikle nye, banebrydende behandlinger mod livsstilssygdomme. Den farmaceutiske gigant annoncerede i efteråret 2023 en samarbejdsaftale med den amerikanske teknologivirksomhed Valo. En aftale til en værdi af 60 millioner USD. Afhængig af samarbejdets succes kan aftalen udvides op til 2,7 milliarder USD. Valo har en AI-

baseret platform, der udnytter patientdata til at detektere sygdomme og udvikle nye behandlingsformer.

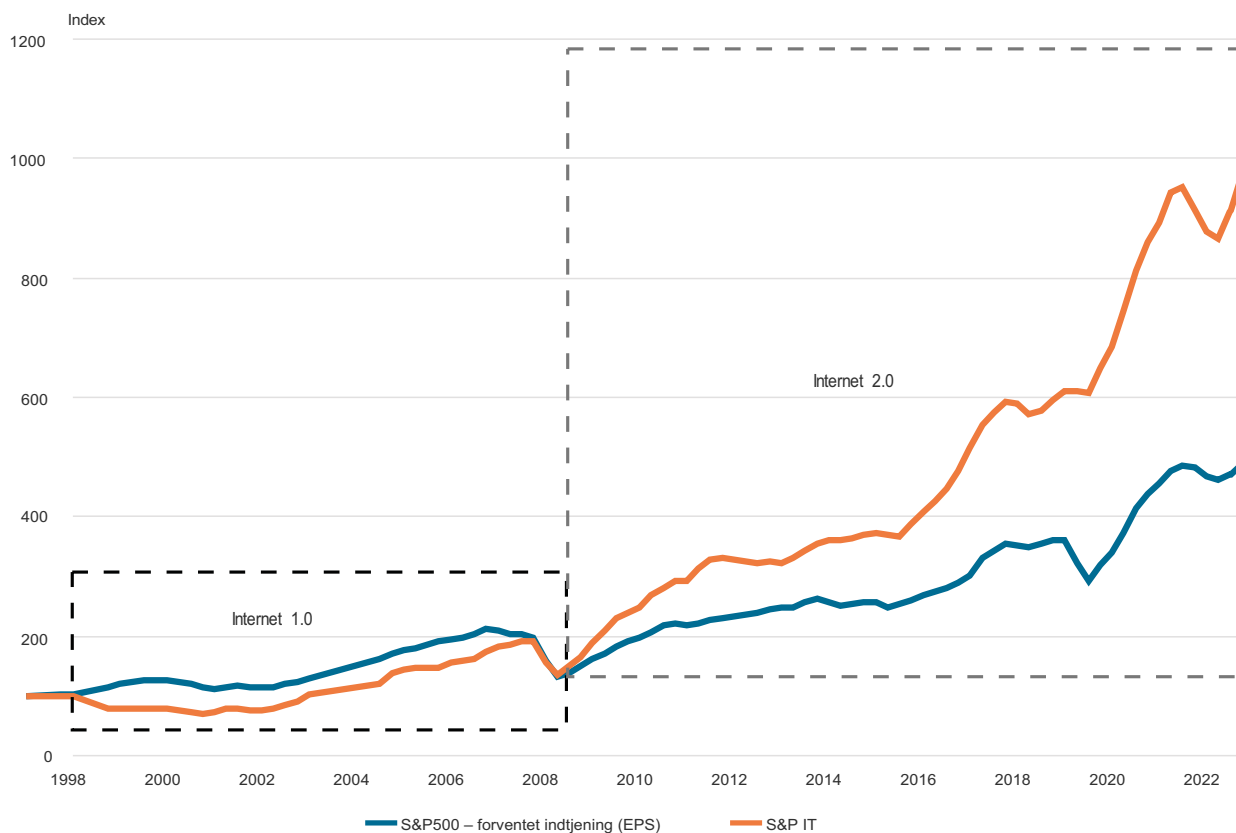
Venter på AI's store gennembrud

Mange analytikere forudsiger, at AI vil blive lige så revolutionerende som internettets fremkomst for over 20 år siden. Spørgsmålet er så, om AI vil udvikle sig som Internettets version 1.0 eller 2.0, når det kommer til virksomhedernes indtjening.

Som illustreret i figur 2 gik der ca. ti år før internettet for alvor påvirkede virksomhedernes indtjening positivt. Selvom internettet i starten skabte betydelige ændringer, påvirkede Internet version 1.0 ikke det generelle

Figur 2

Vil AI udvikle sig som internet version 1 eller 2 ift. virksomhedernes indtjening?



Kilde: Bloomberg, 30. september 2023



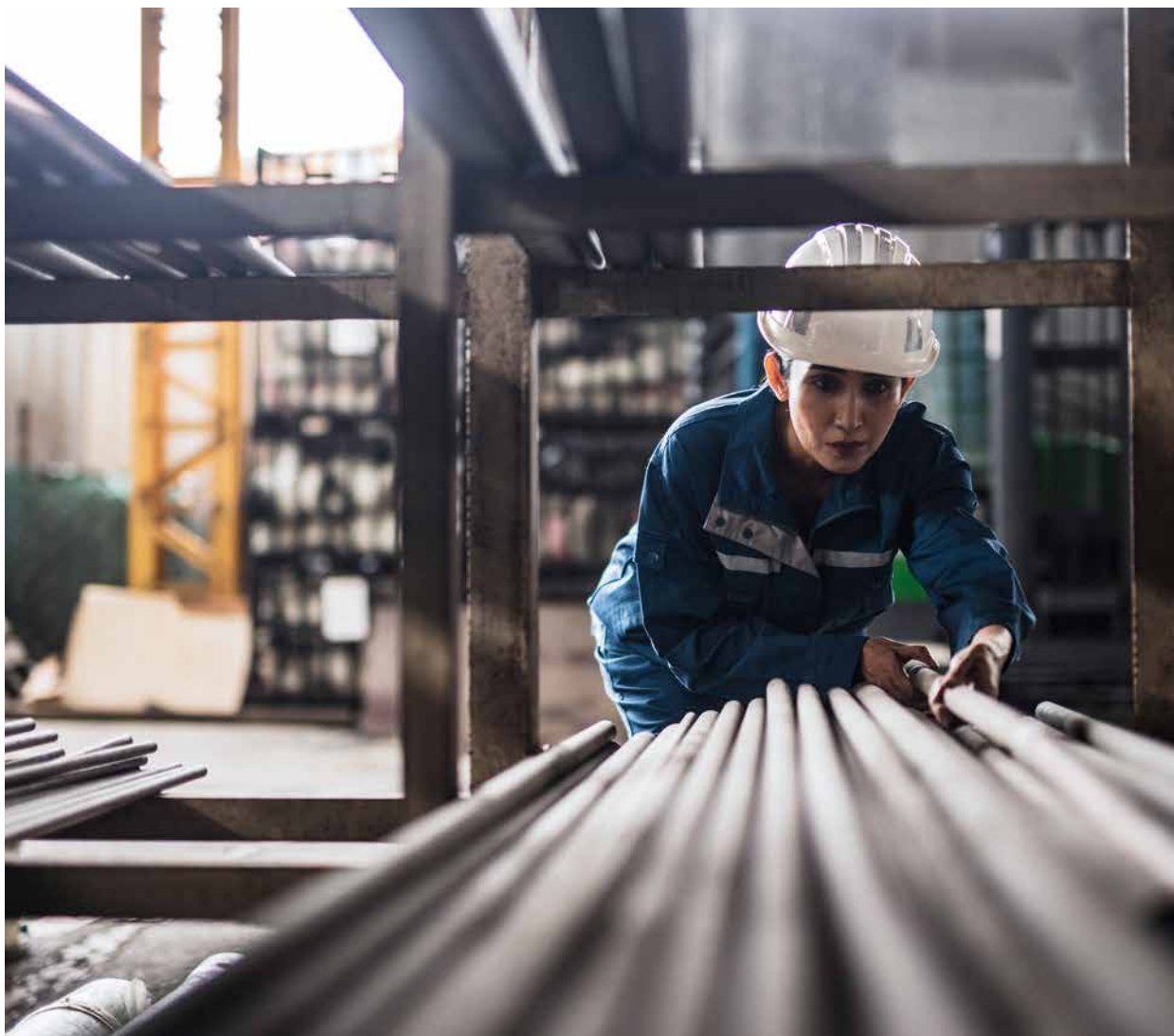
“Mange AI-platforme som ChatGPT, Bard og Bing investeret tungt i deres opbygningsfase.”

erhvervslivs indtjeningsniveau væsentligt. Det var først i det andet årti, Internet version 2.0, hvor virksomheder som Netflix, Spotify og Amazon, blot for at nævne nogle få, udnyttede internettet til at skabe disruptive forretningsmodeller, der efterlod andre som en uddøende race – tænk f.eks. på Blockbuster og cd-/pladebutikker.

Vejen til stigende indtjening i virksomhederne drevet af AI kan dog godt blive kortere sammenlignet med udviklingen af internettet. Dog har mange AI-platforme som ChatGPT, Bard og Bing investeret tungt i deres opbygningsfase. Den virkelige lønsomhedstest kommer, når virksomhederne udnytter den opbyggede intelligens og data til at skabe værdi og dermed generere indtjening. Derfor er de endelige vindere af AI-kapløbet endnu ikke fundet, da udviklingen vil accelerere hastigt de kommende år.

Givet den hastige udvikling inden for AI er prognoser om fremtiden naturligvis præget af stor usikkerhed, men som illustreret i Figur 1 er adskillige af virksomhederne i afdeling Globale Aktier godt positionerede til at udnytte og skabe fremtidig værdi ved at implementere AI-løsninger.

“Adskillige af virksomhederne i afdeling Globale Aktier godt positionerede til at udnytte og skabe fremtidig værdi ved at implementere AI-løsninger.”



Virksomheder søger alternativer til Kina

Af C WorldWide Asset Management

Nøgleindsigter

For at stabilisere sårbare forsyningskæder er konceptet "Kina + 1" vundet frem blandt virksomheder verden over. Målet er at mindske afhængigheden af et enkelt marked og dermed sikre større stabilitet og sikkerhed i produktionen. Særligt Indien, Mexico og Vietnam fremstår som vindere. Kina står dog ikke tilbage som taber, da både indenlandske og udenlandske investeringer i landet fortsætter med stor styrke og får Kina til at bevæge sig opad i produktionsværdikæden.

Kinas hurtige økonomiske vækst gennem de seneste årtier har gjort landet til verdens fremtrædende produktionscenter. Den store arbejdsstyrke, lave produktionsomkostninger og omfattende infrastruktur har tiltrukket multinationale virksomheder, der har ønsket at drage fordel af landets potentiale og omkostningsfordele.

Ikke desto mindre har geopolitiske spændinger, handelsstridigheder og Covid-19-pandemien afsløret sårbarheder ved de globale forsyningskæder, som har solide forankringer i Kina. Fabrikslukninger, logistiske udfordringer og forsinkelser i produktion og transport har udsat virksomheder for betydelige tab. Derfor har virksomhederne indset vigtigheden af alternative forsyningskæder.

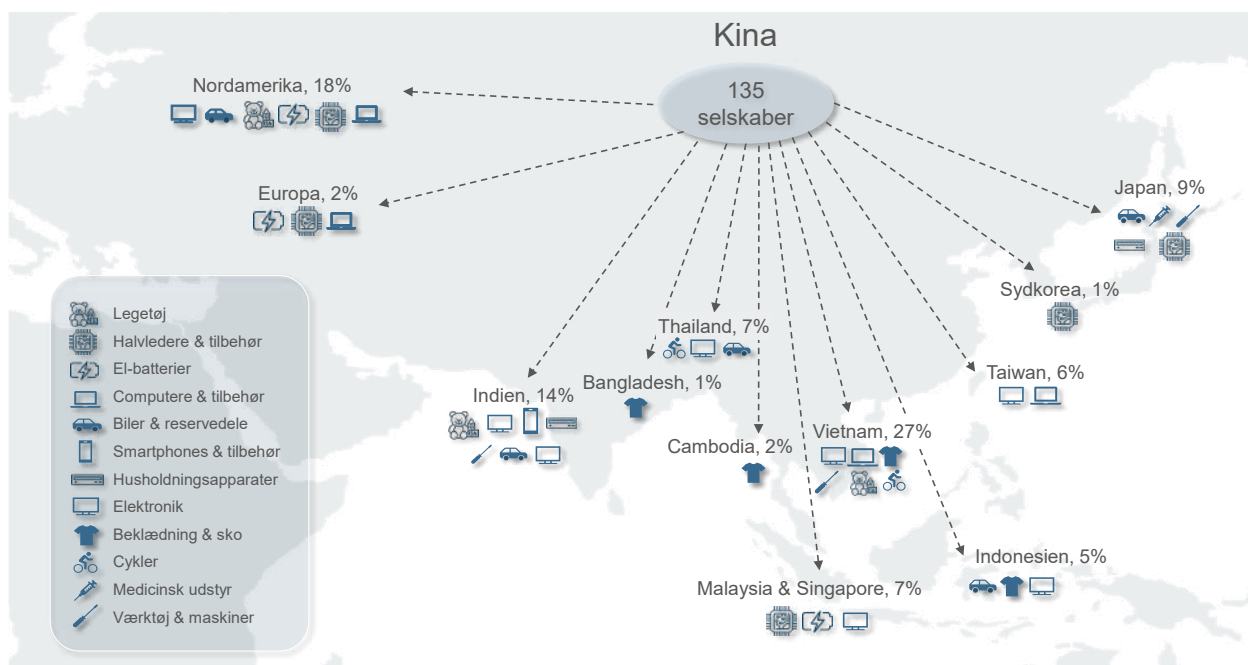
Det amerikanske investerings- og analysefirma, Sanford C. Bernstein & Co. foretager løbende undersøgelser af udenlandske virksomheders investeringer i Kina. Den seneste undersøgelse dækker en periode på 18 måneder frem

til udgangen af 2022. 135 virksomheder deltog i undersøgelsen og inkluderede 200 investeringsbeslutninger. Undersøgelsen dokumenterer, at virksomheder i stigende grad spreder deres forsyningskæder under overskriften "Kina + 1" (se figur 1). Dog fastholder de fleste selskaber deres investeringer og aftaler i Kina, mens nye investeringer typisk tilfalder andre lande. Grafikken i figur 1 viser, hvor disse 135 selskaber fremadrettet prioriterer deres indsats samt hvilke varekategorier, de enkelte lande tiltrækker.

Indien ligner en vinder

Vietnam er stadig den største modtager af investeringer fra Kina, men Indien er også en betydelig modtager. Dette modsat en tidligere undersøgelse fra 2018, hvor Indien ikke modtog nogen investeringer fra Kina. Indiens styrker inden for en lang række sektorer kombineret med en ung

Figur 1
Kina +1 strategi



Kilde: Virksomhedsdata. Bernstein, januar 2023

og veluddannet befolkning og et stort hjemmemarked gør landet til et attraktivt område at placere sin produktion i. Regeringens initiativer som for eksempel ”Production Linked Incentive”, også kaldet PLI-ordningen, øger Indiens konkurrenceevne yderligere. PLI-ordningen fungerer ved, at regeringen tilbyder incitamenter og subsidier til virksomheder, der flytter en del af deres produktion til landet, som dermed bidrager til vækst og arbejdspladser. Et andet eksempel, der understreger Indiens position, er Apples beslutning om at flytte op til 25 pct. af smartphone-produktionen fra Kina til Indien over de kommende år. Dette har betydelige konsekvenser for hele iPhone-produktionskæden.

USA og Mexico står stærkt

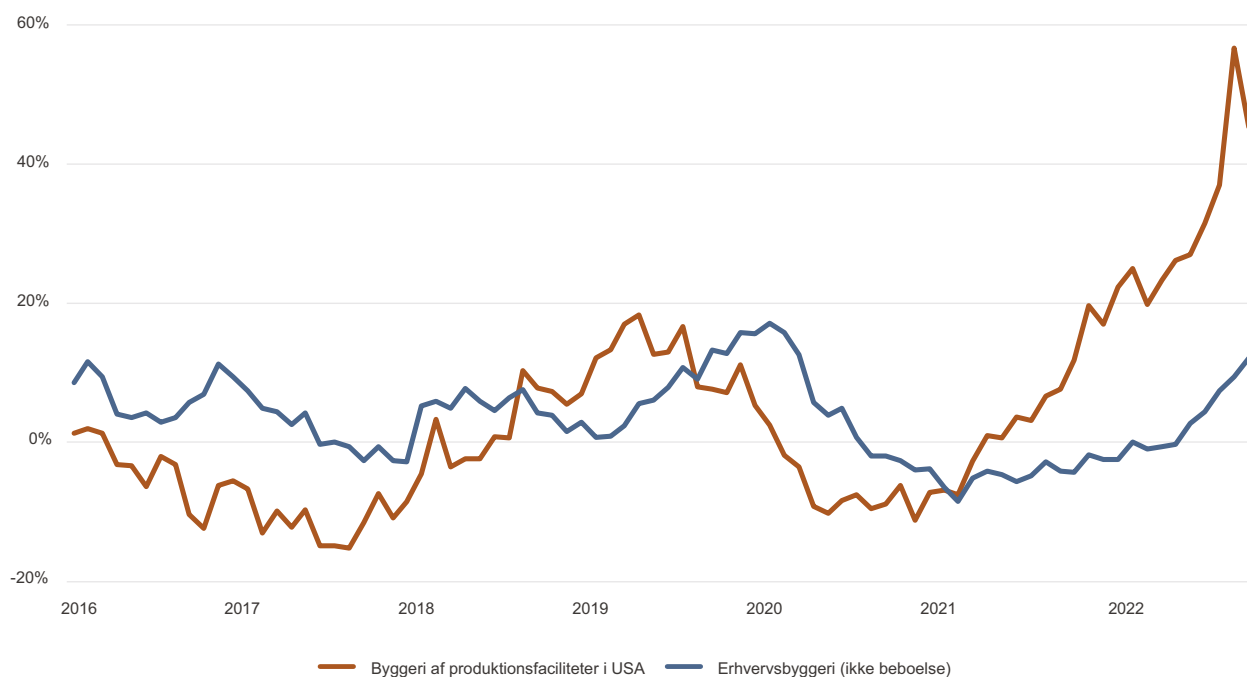
En anden bemærkelsesværdig konklusion fra undersøgelsen er, at 18 pct. af nye investeringer er rettet mod

“Tallene for Nordamerika understøtter den tydelige tendens til at hjemtage og øge produktionen.”

Nordamerika, hvilket gør Nordamerika til den næstmest populære destination. Til sammenligning fremgår det, at kun 2 pct. af investeringerne går til Europa. Tallene for Nordamerika understøtter den tydelige tendens til at hjemtage og øge produktionen. Mexico har opnået en stærk position som fremstillingscenter for USA og er derfor blevet yderst central i forbindelse med den økonomiske vækst og stor efterspørgsel efter industriejendomme i både den nordlige og centrale del af landet.

I USA er byggeaktiviteten inden for produktionsindustrien i skrivende stund 50 pct. over niveauet fra sidste år, se figur 2.

Figur 2
Byggeaktivitet i USA



Kilde: UBS, US Census Bureau, oktober 2022



“Det indiske aktiemarked er et vigtig tema i stort set alle vores porteføljer.”

Kina taber ikke terræn

Kina har et ønske om at bevæge sig opad i den industrielle værdikæde og kunne producere mere avancerede produkter. Kina har på den baggrund et mål om at øge egne kompetencer inden for tre prioriterede områder: 1) grøn, digital og smart produktionsteknologi. 2) områder, hvor Kina allerede er førende, ønskes positionen udbygget – dette er f.eks. inden for vedvarende energi, højhastighedstog og kunstig intelligens. 3) områder, hvor selvforsyning er kritisk f.eks. ved fremstilling af industrielle/videnskabelige instrumenter, elektroniske komponenter (jf. halvledere), specielle materialer og industriel software.

Denne udvikling fremmer lokale kinesiske investeringer, men tiltrækker også udenlandske investeringer. Kinas andel af globale kapitalinvesteringer er fra 2011 til 2021 steget fra 12 til 27 pct. (Bernstein Analyse, december 2022), og vi ser ikke, at denne udvikling står over for en snarlig vending.

Selvom der sker en omlægning af de globale forsyningskæder, hvor vestlige virksomheder søger diversifikation gennem strategien “Kina + 1” samt etablering af produktion tættere på afsætningsmarkedet, fortsætter Kina med at tiltrække investeringer og integrere sin økonomi med

andre sydøstasiatiske økonomier. Kina er således fortsat verdens mest konkurrencedygtige fremstillingsøkonomi, og det vil formentlig fortsætte med at være tilfældet i lang tid fremover.

C WorldWide er godt positioneret

Vores Emerging Markets strategier er positioneret ift. udviklingen af “Kina+1”, hvor vi inden for dette tema har særlig fokus på Indien og Mexico – men også fortsat på mulighederne drevet af Kinas langsigtede ambition om at bevæge sig opad i produktionsværdikæden.

Det indiske aktiemarked er et vigtigt tema i stort set alle vores porteføljer og i særdeleshed i Asien-, Indien- og Emerging Markets-porteføljerne. Indien er i øjeblikket et af de hurtigst voksende lande inden for udviklingsøkonomierne.

Endelig har afdelingen Emerging Markets eksponering mod Mexico, hvor udviklingen særligt gavner banker og ejendomsselskaber.



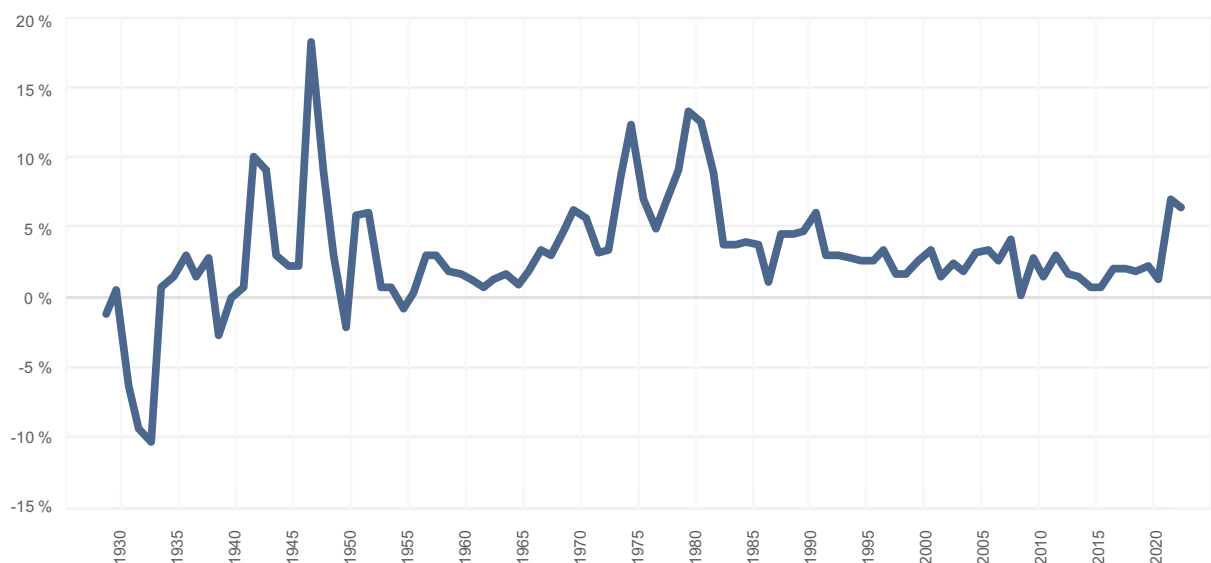
Snyder inflationen aktieinvestoren?

*Af Analytiker Marcus Bellander
C WorldWide Asset Management*

Nøgleindsigter

- I en artikel i Fortune fra 1977 med titlen “How Inflation Swindles the Equity Investor” argumenterede Warren Buffett for, at aktier ikke fungerede som et værn mod inflation. Tilsyneladende frustreret over de svage aktiemarkeder i 1970’erne konkluderede han, at aktier i denne henseende er “meget lig obligationer”.
- I denne artikel udfordrer vi den opfattelse. Der er ligheder men også væsentlige forskelle mellem 1970’erne og i dag. Vores konklusion er, at aktieinvestorer kan blive ramt i perioder med høj inflation men ikke nødvendigvis af de årsager, som Warren Buffett påpegede. Aktuelt har aktier rent faktisk fungeret som et værn mod inflation.

Figur 1
Inflationsrate i USA



Kilde: Aswath Damodaran (NYU Stern), august 2023

Inflation og selskaber

Inflation måler prisudviklingen på varer og tjenester. De fleste varer og tjenester leveres af selskaber (dvs. private, offentlige, statsejede osv.), så når priserne på varer og tjenester stiger, stiger selskabernes indtægter alt andet lige.

“Inflation er derfor ikke noget, der rammer selskaberne. Den er snarere forårsaget af dem.”

mere end andre, men i gennemsnit er selskaberne ikke blot sikret mod inflation – det er reelt dem, der skaber den.

Eftersom et selskabs output er et andet selskabs input, har priser/indtægter og omkostninger en tendens til at stige samtidigt. Hvis indtægter og omkostninger stiger i samme tempo, vil marginerne være uændrede, og dermed stiger overskuddet også. I teorien burde inflation ikke betyde noget for selskaberne.

Inflation er derfor ikke noget, der rammer selskaberne. Den er snarere forårsaget af dem; det er gennemsnittet af alle deres prisstigninger. Nogle selskaber hæver måske priserne hurtigere eller

Figur 1 viser inflationsraten i USA fra 1928 og frem til i dag. Den gennemsnitlige inflationsrate i denne periode var ca. 3,0 pct.

Aktier, obligationer og inflation i de sidste 100 år

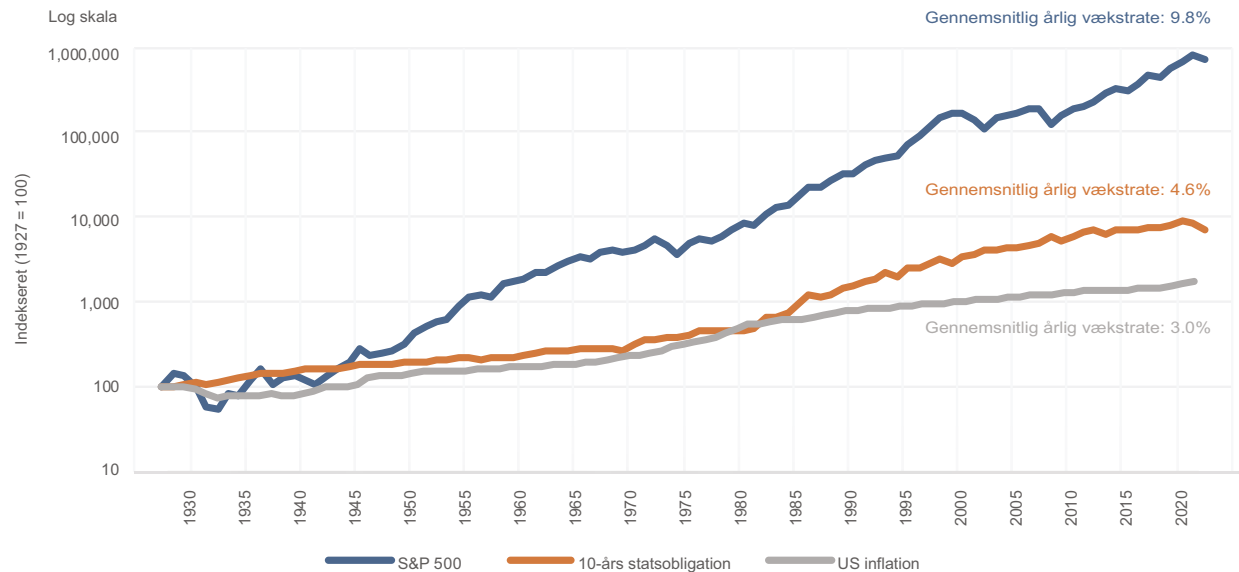
Over en lang periode klarer aktier sig langt bedre end obligationer. Som det ses i figur 2 på næste side, var det gennemsnitlige årlige afkast på aktier (her repræsenteret ved S&P 500-indekset) 9,8 pct. (USD) i løbet af de sidste 95 år. Obligationer har derimod kun givet et afkast på 4,6 pct. (USD). Dette gør det svært at se, hvordan inflationen skulle kunne snyde aktieinvestorer, som W. Buffett udtrykte det. De har fået et inflationsjusteret afkast på 6,8 pct. over de sidste 95 år, mens obligationsinvestorer har måttet nøjes med 1,6 pct.

1970'erne var elendige for aktier

W. Buffetts artikel er skrevet i 1977, og hans kritik er ud fra perioder med ekstraordinær høj inflation. Hans argument

Figur 2

Aktier har klaret sig betydeligt bedre end obligationer på lang sigt



Kilde: Aswath Damodaran (NYU Stern), officialdata.org, august 2023

“Aktier klarede sig dårligt i nominelle termer mellem 1966 og 1975 og gav kun et gennemsnitligt afkast på 3,9 pct. med en gennemsnitlig inflation på 5,4 pct.”

går på, at den gennemsnitlige egenkapitalforrentning for aktier i Dow Jones Industrials og Fortune 500-indekset i gennemsnit var 12 pct. i årtierne 1946-1955, 1956-1965 og 1966-1975. Inflationen steg betydeligt særligt i det sidste årti, og da egenkapitalforrentningen ikke steg sammen med inflationen, konkluderede han, at aktier opførte sig “meget lig obligationer”.

W. Buffett hævdede, at egenkapitalforrentning bør betragtes som en “aktiekupon” dvs. et afkast, der forbliver det samme år efter år ligesom de årlige kuponer, som de fleste obligationer udbetaler.

I teorien ville man forvente, at egenkapitalforrentningen stiger, når inflationen stiger. En stigende inflation burde presse indtægterne, omkostningerne og overskuddet i vejret. Men et selskabs balance (især hvis aktiverne har lang holdbarhed) vil kun vokse langsomt, da gammelt produktionsudstyr kan forblive funktionel i årevis eller endda årtier. Det, at egenkapitalforrentningen ikke steg

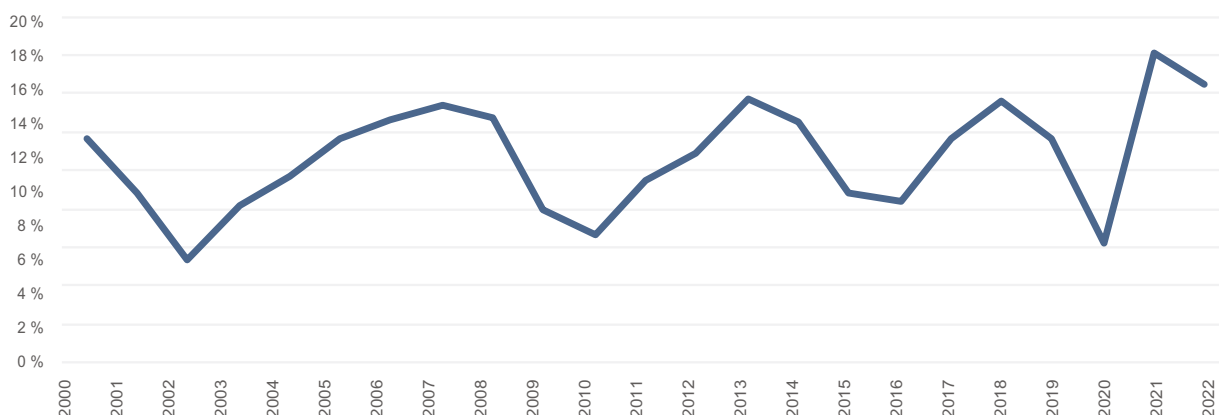
mellem 1966 og 1975, indikerer dog, at andre faktorer var i spil.

Dette viste sig også i aktiekurserne. Aktier klarede sig dårligt i nominelle termer mellem 1966 og 1975 og gav kun et gennemsnitligt afkast på 3,9 pct. (USD). Dermed klarede de sig knapt nok bedre end obligationer, der gav et årligt afkast på 3,7 pct. (USD). Og med en gennemsnitlig inflation på 5,4 pct. fra 1966 til 1975 var det reelle afkast altså negativt. Det er derfor let at forstå, hvorfor W. Buffett følte sig snydt.

Der kan dog have været andre årsagsforklaringer end inflation. Egenkapitalforrentningen kan have været holdt nede af den svage økonomiske aktivitet; væksten i USA's BNP fra 1970 til 1975 var på 2,3 pct. sammenlignet med 4,5 pct. i 1960'erne og 4,2 pct. i 1950'erne. Det faktum, at egenkapitalforrentningen forblev på 12 pct. på trods af de hårdere økonomiske tider, kan indikere, at aktier fungerede som et værn mod inflationen, men at et fald i den økonomiske aktivitet forhindrede den i at stige.

Figur 3

Amerikanske selskabers egenkapitalforrentning



Kilde: Aswath Damodaran (NYU Stern), august 2023

Derudover pressede inflationen renterne meget højere op, hvilket betød højere låneomkostninger for selskaberne. Højere låneomkostninger betyder lavere indtjening, og lavere indtjening betyder lavere egenkapitalforrentning.

Man kan selvfølgelig mene, at den høje inflation var den oprindelige synder i 1970'erne – at den tvang centralbankerne til at hæve renten, og at højere renter forårsagede et fald i den økonomiske aktivitet. Vi mener dog, at det er vigtigt at forstå, at inflation i sig selv ikke er dårligt for aktierne. Det er derimod de potentielle konsekvenser af den.

2020'erne – en ny æra

Det seneste opsving i inflationen viser, at det er vigtigt at skelne mellem inflation og dens konsekvenser. I 2021-2022 var inflationen på et niveau, der ikke er set siden 1970'erne og 1980'erne (jf. figur 1). Men i modsætning til 1970'erne forblev den økonomiske aktivitet på et højt niveau. Rentestigningerne var også mindre dramatiske end i 1970'erne. Det mere gunstige økonomiske miljø kombineret med den kraftige inflation skabte baggrunden for en rekordhøj egenkapitalforrentning i 2021 målt på amerikanske selskaber (jf. figur 3).

Det er derfor ikke en naturlov, at egenkapitalforrentningen forbliver uændret under perioder med høj inflation, som

”Selskabernes indtjening er steget betydeligt de seneste år, og det understøtter argumentet om, at aktier kan virke som en beskyttelse mod inflation.”

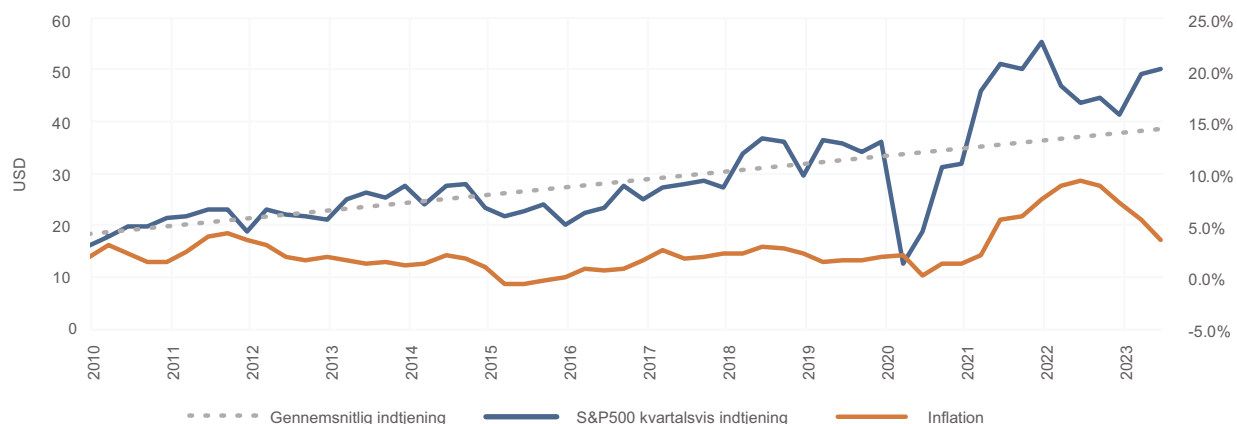
Buffett antydede, da han sagde, at egenkapitalforrentning var at betragte som en “aktiekupon”.

Med andre ord er selskabernes indtjening steget betydeligt gennem de seneste år og ligger nu et godt stykke over den langsigtede opgangstrend fra den foregående periode fra 2010 til 2019. Som det ses af figur 4 på næste side, har vi set en acceleration i indtjeningen samtidigt med den stigende inflation. Det understøtter argumentet om, at selskabernes indtjening hænger sammen med den nominelle økonomiske vækst, og aktier dermed giver en beskyttelse mod inflation.

Endelig bemærker vi, at mens afkastet på aktier og obligationer fulgte hinanden i perioden mellem 1966 og 1975, følges de to aktivklasser ikke altid ad i perioder med høj inflation. Som det fremgår af figur 5 på næste side, gav aktier et afkast på +8,4 pct. årlig afkast (USD) siden slutningen af 2020 og frem til august 2023, hvorimod obligationer faldt 8,8 pct. (USD). I denne periode var inflationen i gennemsnit 5,5 pct. Kontrasten mellem de to perioder er signifikant.

Figur 4

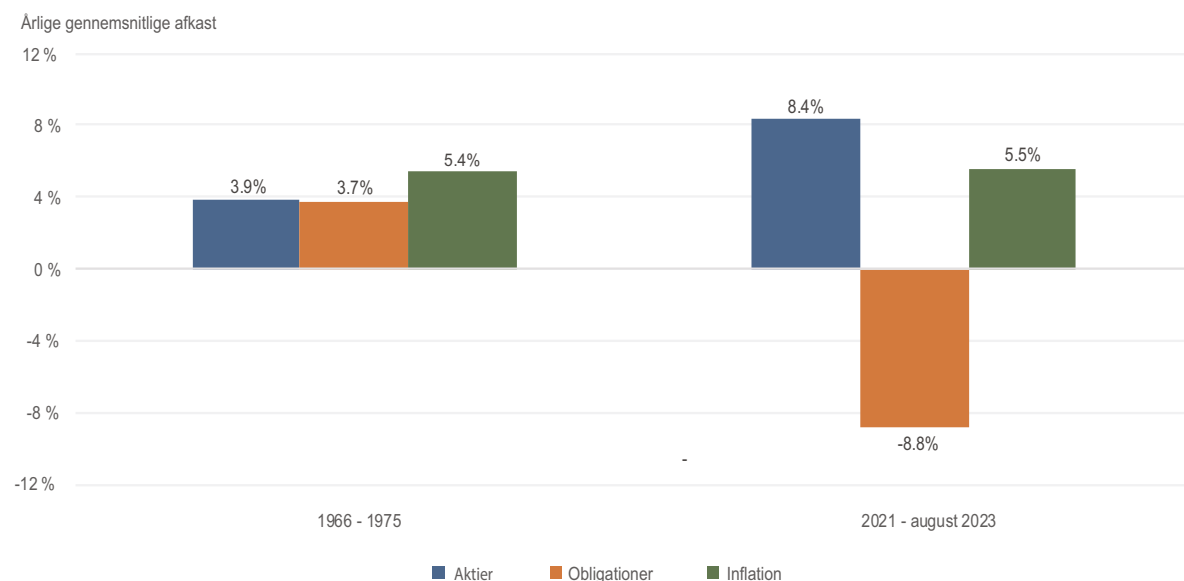
Den nuværende inflationsstigning ser ud til at have påvirket indtjeningen positivt



Kilde: Aswath Damodaran (NYU Stern), officialdata.org, C WorldWide Q3 2023

Figur 5

Aktier har klaret sig betydeligt bedre end obligationer siden 2021



Kilde: Aswath Damodaran (NYU Stern), officialdata.org, august 2023

Langsigtede aktieinvestorer behøver ikke bekymre sig om inflation

Vores konklusion er, at aktier giver en indbygget beskyttelse mod inflation. Under visse omstændigheder ser det måske ikke sådan ud, men langsigtede investorer ved af erfaring, at afkastet fra aktier langt

overstiger inflationen (og obligationsafkast) i det lange løb. I den nuværende inflationscyklus ser det ud til, at den højere inflation har øget selskabernes indtjening og understøttet aktieafkastet siden 2020.

C WorldWide Update Året 2023 og forventninger til 2024



C WorldWide Update er et digitalt initiativ,
hvor du med en kort video får en status på aktiemarkedet.

Se videoen

Se eller gense C WorldWide Update videoer på cww.dk



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

Afdelingen skabte et afkast på 8,7 pct. i 4. kvartal, hvilket var højere end verdensindekset, der steg 6,4 pct. Aktiemarkederne sluttede året stærkt drevet af faldende obligationsrenter, som toppede i midten af oktober. Det er interessant at bemærke, at Nasdaq-indekset i 2023 fik det bedste afkast siden 1999 og klarede sig stærkt selv i første halvdel af året på trods af de stærkt stigende renter.

De største bidragydere i kvartalet var Microsoft, Siemens og ASML. Microsoft har været en af få virksomheder uden for halvledersektoren, som vi tror, vil kunne skabe store indtægter hurtigt på udviklingen af AI. Regnskabsrapporten for 1. kvartal overraskede Microsofts cloud-tjeneste Azure med en accelererende vækst til 29 pct. ift. året før. 3 pct. point af denne vækst skyldtes de voksende indtægter fra AI. En udvikling selskabet venter vil fortsætte. En analytiker fra analysefirmaet Jefferies har i et optimistisk scenarie estimeret AI-indtægter for regnskabsåret 2025 på 50 milliarder USD, hvor 20 milliarder kommer fra Co-pilot, 10 milliarder fra Azure og 20 milliarder fra resterende produkter drevet af AI. Selvom dette er et optimistisk scenarie, illustrerer det mulighederne for et stort selskab som Microsoft, der havde et samlet salg på USD 213 milliarder i seneste regnskabsår. De dårligste bidrag til afkastet var fra AON, Procter & Gamble og Nestlé. AON annoncerede købet af NFP, som er den 10. største forsikringsmægler globalt inden for almindelig forsikring og nummer 7 inden for sundhedsforsikringer. Købet af NFP vil styrke AONs position blandt de mellemstore kunder, når fusionen forventeligt afsluttes medio 2024. Fusionen forventes dog at påvirke indtjeningen negativt i starten og først bidrage til en forøgelse af indtjeningen i 2027. Derfor har investorerne initialt reageret negativt, hvilket resulterede i en lavere aktiekurs. Vi ser mere langsigtet og deler ikke markedet kortsigtede fokus.

Investeringsstrategi og porteføljeændringer

For 2024 er analytikerne endnu en gang optimistiske, og forventer en indtjeningsvækst i USA for S&P500 på ca. 12 pct., hvor det tiårige gennemsnit er 8 pct. til trods for mere usikre økonomiske udsigter. Vi tror dog, at væksten i vores porteføljevirkksomheder i højere grad er understøttet af strukturelle faktorer fra temaer som "Det digitale samfund", "Jagten på et bedre og længere liv" og "Energiomstillingen og effektivitet". Derfor tror vi, at vores aktier vil vokse hurtigere end gennemsnittet over de kommende fem år – og skulle de økonomiske udsigter blive til den dårlige side, vil strukturelle vækstvirkksomheder blive mere værdifulde end virksomheder, som er mere afhængig af cyklisk vækst.

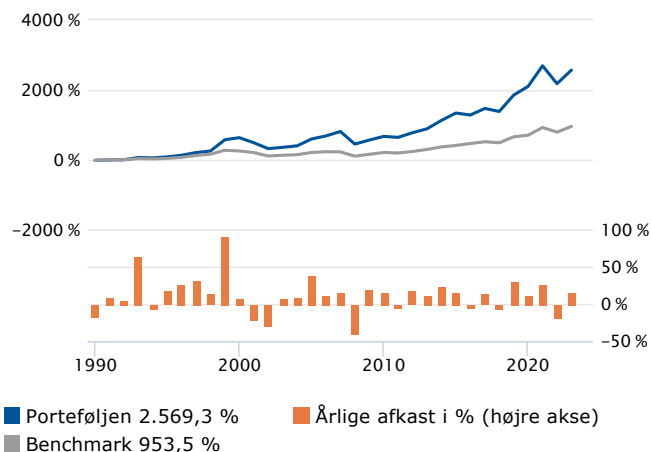
C WorldWide Globale Aktier

PR. 31. DECEMBER 2023

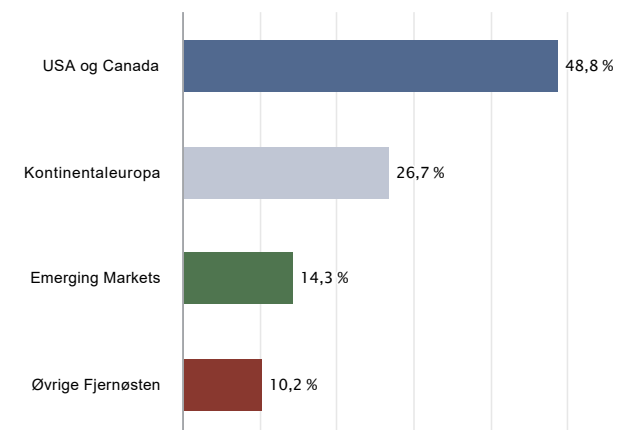
FAKTA

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	1,65 %
Indirekte handelsomk.	0,002 %
Forvalterteam	Bo Knudsen, Bengt Seger, Mattias Kolm, Peter O'Reilly

AFKASTUDVIKLING



GEOGRAFISK



AFKAST & RISIKO

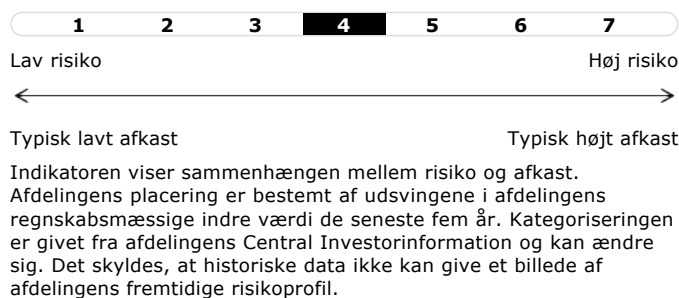
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	17,1	21,2	80,1	170,8	2.569,3	10,3
Benchmark (%)	18,4	31,2	79,9	167,2	953,5	7,3
Aktivt afkast (%)	-1,2	-10,0	0,2	3,5	1.615,9	3,0

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. porteføljen (%)	14,8	14,5	13,3	15,3
Std. afv. benchmark (%)	13,4	15,3	13,3	15,0
Beta	1,0	0,9	0,9	0,9

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
Novo Nordisk	7,0
HDFC Bank	6,2
Microsoft	6,1
Visa	5,4
Thermo Fisher Scientific	4,8
Amazon.com	4,3
Alphabet	4,0
Siemens	3,7
Adobe	3,7
ASML	3,6

RISIKOINDIKATOR



Benchmark er inkl. udbytter i DKK. Bemærkninger til afkast findes 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 45.

Se porteføljen på cww.dk

Status på kvartalet

Afdelingen steg 8,7 pct. i 4. kvartal, hvilket var højere end verdensindekset, der steg 6,4 pct. Aktiemarkederne sluttede året stærkt drevet af faldende obligationsrenter, som toppede i midten af oktober. Det er interessant at bemærke, at Nasdaq-indekset i 2023 fik det bedste afkast siden 1999 og klarede sig stærkt selv i første halvdel af året på trods af de stærkt stigende renter.

De største bidragydere i kvartalet var Microsoft, ASML og Assa Abloy. Efter en justering af forventningerne i oktober med udsigt til stagnation i 2024 har ASML's aktier været stærke, da investorerne nu forventer en vækst i indtjeningen i 2025 på ca. 40 pct. Microsoft har været en af få virksomheder uden for halvledersektoren, som vi tror, vil kunne skabe store indtægter hurtigt på udviklingen af AI. Regnskabsrapporten for 1. kvartal overraskede Microsofts cloud-tjeneste Azure med en accelererende vækst til 29 pct. ift. året før. 3 pct. point af denne vækst skyldtes de voksende indtægter fra AI. En udvikling selskabet venter vil fortsætte. En analytiker fra analysefirmaet Jefferies har i et optimistisk scenarie estimeret AI-indtægter for regnskabsåret 2025 på 50 milliarder USD, hvor 20 milliarder kommer fra Co-pilot, 10 milliarder fra Azure og 20 milliarder fra resterende produkter drevet af AI. Selvom dette er et optimistisk scenarie, illustrerer det mulighederne for et stort selskab som Microsoft. De dårligste bidrag til afkastet var fra AON, Procter & Gamble og Nestlé. AON annoncerede købet af NFP, som er den 10. største forsikringsmægler globalt inden for almindelig forsikring og nummer 7 inden for sundhedsforsikringer. NFP vil styrke AONs position blandt de mellemstore kunder. Fusionen forventes først bidrage positivt til indtjeningen i 2027. Vi ser langsigtet på investeringen og mindre på markedets kortsigtede fokusering.

Investeringsstrategi og porteføljeændringer

For 2024 er analytikerne endnu en gang ret optimistiske, hvor der forventes en indtjeningsvækst i USA for S&P500 på omkring 12 pct., hvor det tiårige gennemsnit er 8 pct. Dette på trods af mere usikre økonomiske udsigter. Vi tror dog, at væksten i vores porteføljevirkomheder i højere grad er understøttet af strukturelle faktorer fra temaer som "Det digitale samfund", "Jagten på et bedre og længere liv" og "Energiomstillingen og effektivitet". Derfor tror vi, at vores aktier vil kunne vokse hurtigere end gennemsnittet over de kommende fem år – og skulle de økonomiske udsigter blive til den dårlige side, vil strukturelle vækstvirksomheder blive mere værdifulde end virksomheder, som er mere afhængige af cyklisk vækst.

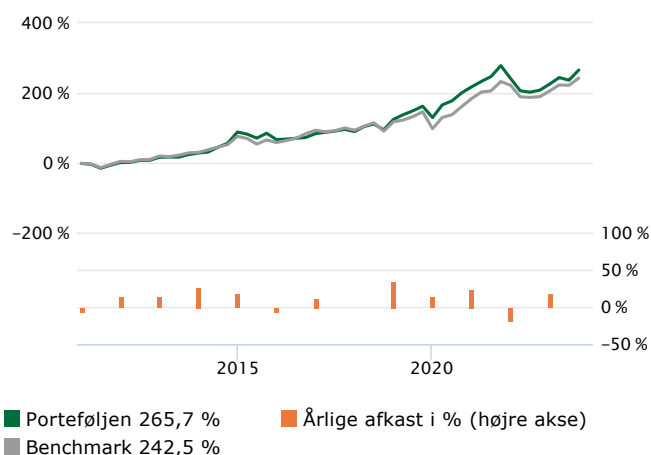
C WorldWide Globale Aktier Etik

PR. 31. DECEMBER 2023

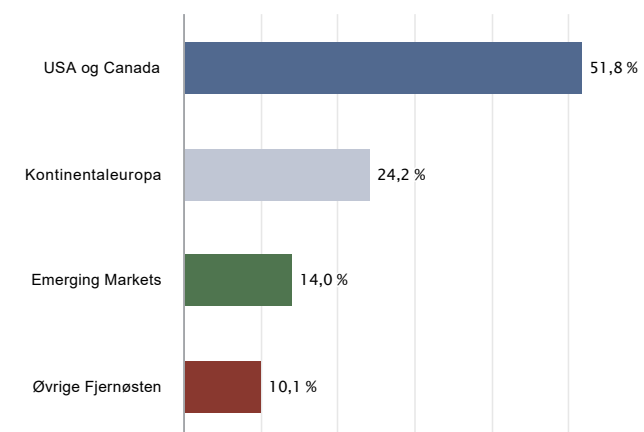
FAKTA

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	1,67 %
Indirekte handelsomk.	0,001 %
Forvalterteam	Mattias Kolm, Bo Knudsen, Bengt Seger, Peter O'Reilly

AFKASTUDVIKLING



GEOGRAFISK



AFKAST & RISIKO

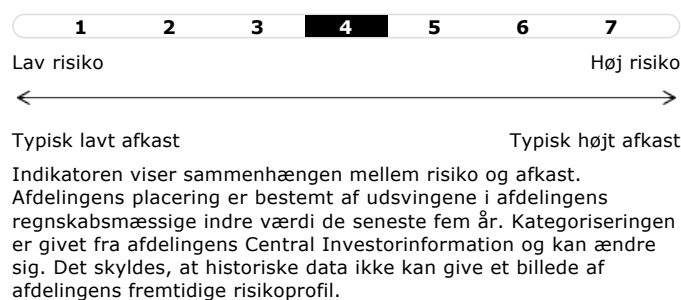
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	18,8	21,7	88,3	196,6	265,7	10,6
Benchmark (%)	18,4	31,2	79,9	167,2	242,5	10,1
Aktivt afkast (%)	0,4	-9,5	8,4	29,4	23,2	0,6

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. porteføljen (%)	14,6	14,2	13,0	12,3
Std. afv. benchmark (%)	13,4	15,3	13,3	12,5
Beta	1,0	0,9	0,9	0,9

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
Novo Nordisk	7,0
HDFC Bank	6,3
Microsoft	5,8
Visa	5,3
Thermo Fisher Scientific	4,9
Ferguson	4,4
ASML	4,1
Amazon.com	4,0
Alphabet	3,9
Adobe	3,5

RISIKOINDIKATOR



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



Stabile Aktier

Se porteføljen på cww.dk

Status på kvartalet

De finansielle markeder er blevet understøttet af faldende inflation, og den amerikanske centralbank indikerer, at den næste renteændring bliver ned. I kombination med en solid vækst for den amerikanske økonomi er risikovilligheden øget og gav kursstigninger for aktier og obligationer. Afdelingen havde en god afslutning på året med en kursstigning på 5,6 pct i 4. kvartal, hvilket var 3,5 pct.-point bedre end benchmark. For 2023 blev afkastet 0 pct., hvilket var lavere end benchmark, der steg 4,3 pct.

Kvartalets højdespringer var det tyske ejendomsselskab Vonovia med en kursstigning på 25 pct. Den kraftigt faldende rente er den væsentligste årsag, idet det understøtter finansieringen og mulige frasalgs af ejendomme. De fundamentale forhold for boligudlejning i Tyskland er meget attraktive, fordi efterspørgslen på prisbillige lejemøbler overstiger udbuddet. Omvendt faldt Rentokil med knap 28 pct. efter et lidt skuffende regnskab. Rentokil er ved at integrere deres opkøb i USA inden for skadedyrsbekæmpelse (Terminix), hvilket har svækket den organiske vækst. Vi forventer på sigt både stordriftsfordele, og at selskabet bliver endnu mere konkurrencedygtigt.

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 løbende 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.

I kvartalet købte vi bl.a. **Microsoft** der udover sin markedsledende position inden for software og cloud-baserede løsninger ser ud til at være blandt de selskaber, der vil profitere fra implementeringen af kunstig intelligens. Hovedparten af Microsofts omsætning stammer fra langsigtede kontrakter med produkter og services, der er indbygget i virksomheders drift. Det giver sikkerhed for omsætning og styrke til at hæve priserne løbende. Vi solgte bl.a. to kinesiske ejendomsselskaber **Link Real Estate Investment Trust** og **Swire Properties**, da den økonomiske vækst i Kina har skuffet, og den højere rente presser værdiansættelsen af ejendomme. Derudover er hele ejendomsmarkedet i regionen presset af overudbud inden for kontormarkedet.

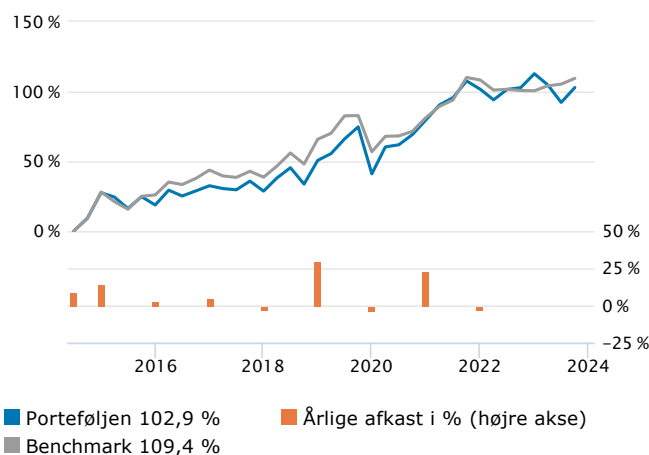
C WorldWide Stabile Aktier

PR. 31. DECEMBER 2023

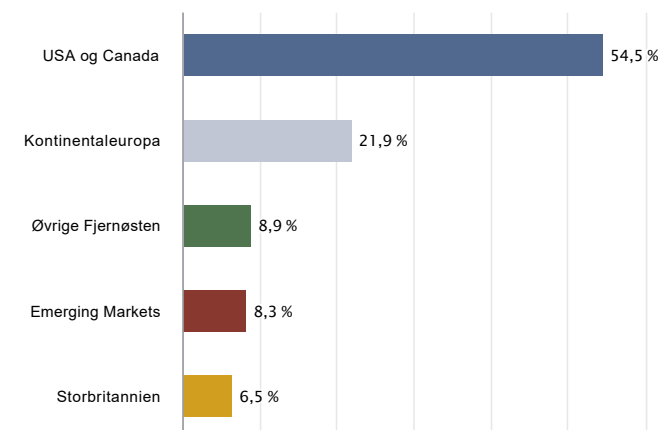
FAKTA

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 %
Indirekte handelsomk.	0,079 %
Forvalterteam	Jakob Greisen

AFKASTUDVIKLING



GEOGRAFISK



AFKAST & RISIKO

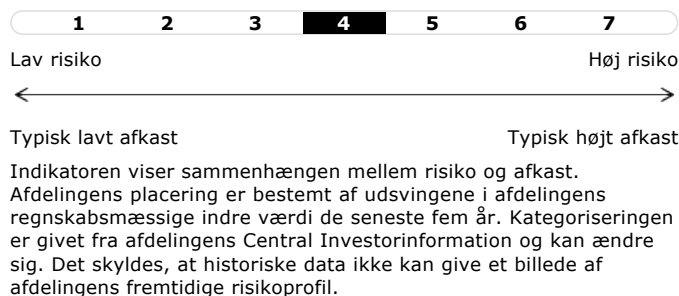
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	0,0	19,9	51,8	-	102,9	7,9
Benchmark (%)	4,3	22,1	41,5	-	109,4	8,3
Aktivt afkast (%)	-4,3	-2,2	10,3	-	-6,6	-0,4

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. porteføljen (%)	11,2	14,1	-	12,6
Std. afv. benchmark (%)	9,5	10,8	-	10,3
Beta	1,0	1,2	-	1,1

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
Brookfield Renewable	5,0
Novo Nordisk	4,7
Deutsche Telekom	4,6
T-Mobile US	3,8
NextEra Energy	3,7
Osisko Gold Royalties	3,5
Keurig Dr Pepper	3,5
Service Corporation Intl	3,4
Singapore Telecommunications	3,4
Tryg	3,2

RISIKOINDIKATOR



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



Emerging Markets

Se porteføljen på cww.dk

Status på kvartalet

Emerging markets fik en positiv afslutning på året, hvor afdelingen steg 6,5 pct. og indekset steg 3,3 pct. i 4. kvartal.

Det indiske aktiemarked havde et stærkt kvartal og år drevet af en styrket optimisme blandt virksomheder og forbrugere. I december blev de indiske markeder ydermere styrket af premierminister Narendra Modis BJP-partis sejr i tre vigtige delstatsvalg. Det styrker troen på, at BJP står stærkt frem mod det generelle valg i 2024, hvor det forventes, at Modi bliver genvalgt, hvilket er vigtigt for den politiske linje. I Kina blev det årlige centrale økonomiske arbejdsrådgivningsmøde afholdt, hvor topledere inklusive præsident Xi lovede at gøre industripolitik, herunder banebrydende teknologi og kunstig intelligens, til en topprioritet. Selvom der var positive initiativer, var det en skuffelse ift. en mere kraftfuld støtte til økonomien. Den vigtige ejendomssektor viser ikke tegn på bedring. Derudover fortsætter de geopolitiske spændinger mellem USA og Kina. Senest annullerede det hollandske selskab Advanced Semiconductor Materials Lithography (ASML) angiveligt sine ordrer fra Kina på anmodning fra Biden-administrationen. Derudover brugte præsident Xi sin nytårstale til at fremhæve, at genforeningen af Taiwan og Kina er en "historisk uundgåelighed".

De latinamerikanske markeder har haft en stærk udvikling i 2023, hvor Mexico og Brasilien steg mere end 30 pct. drevet af solide økonomiske vækstudsigter og rentelettelser. Fra et geopolitisk perspektiv står landene i Latinamerika også solidt, og vi har tilmed kun set enkelte politiske hændelser, der har påvirket markederne negativt. Vi ser fortsat positivt på udvalgte vækstområder i Latinamerika, som f.eks. lokal produktion, finansiel inklusion og den digitale økonomi.

Investeringsstrategi og porteføljeændringer

I løbet af kvartalet købte vi **PT MAP Aktif Adiperkasa (MAPA)**, som er en førende indonesisk sportsvirksomhed med en stærk portefølje af mærker, heriblandt Planet Sports, Sports Station, Golf House og Planet Kids. MAPA har omkring 70 pct. markedsandel i Indonesien, og den dominans giver selskabet en konkurrencemæssig skalafordel. Virksomheden er godt positioneret til at drage fordel af den voksende middelklasse i Indonesien og ekspanderer også til andre sydøstasiatiske markeder.

Vi solgte **Samsung SDI**, **Chailease Holding**, **H World Group**, **Titagarh** og **CAMS** bl.a. for at styrke investeringsstrategien på færre investeringer og dermed fokus på de allerbedste selskaber på tværs af landene i Emerging Markets.

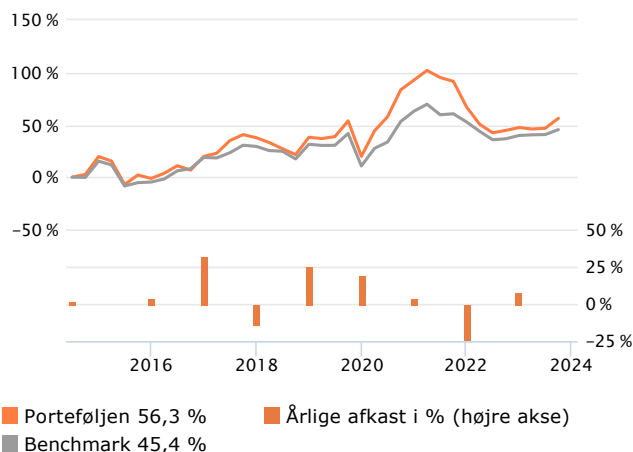
C WorldWide Emerging Markets

PR. 31. DECEMBER 2023

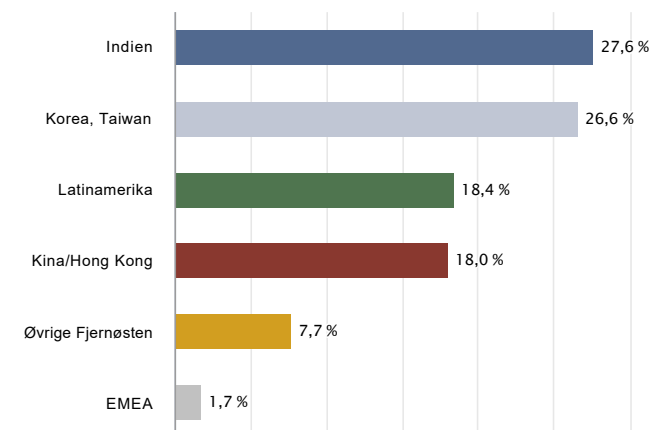
FAKTA

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	1,95 %
Indirekte handelsomk.	0,031 %
Forvalterteam	Aman Kalsi, Allan Christensen, Mogens Akselsen, Abhinav Rathee

AFKASTUDVIKLING



GEOGRAFISK



AFKAST & RISIKO

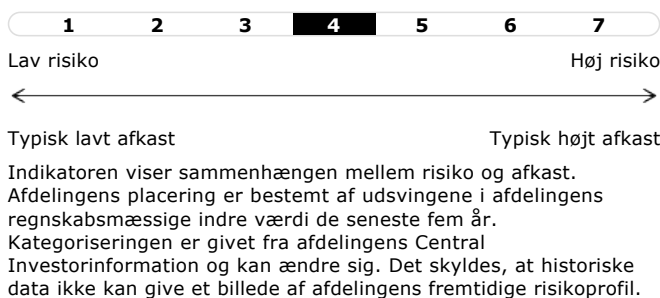
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	8,0	-14,9	28,6	-	56,3	4,9
Benchmark (%)	6,4	-5,1	23,9	-	45,4	4,1
Aktivt afkast (%)	1,6	-9,7	4,7	-	10,9	0,8

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. porteføljen (%)	14,0	17,3	-	16,0
Std. afv. benchmark (%)	13,4	15,8	-	14,6
Beta	0,9	1,0	-	1,0

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
TSMC	8,4
Samsung Electronics	6,1
Mercadolibre	3,7
Airtac International Group	3,6
Bank Rakyat Indonesia	3,2
HDFC Bank	2,9
Techtronic Industries	2,9
Shenzhou Intl. Group	2,8
Proya Cosmetics	2,7
ICICI Bank	2,6

RISIKOINDIKATOR



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



Asien

Se porteføljen på cww.dk

Status på kvartalet

Udviklingen i 4. kvartal var positiv drevet af vækst i Korea, Taiwan og Indien. 2023 var generelt svagt pga. Kina, hvor udviklingen nu er begyndt at stabilisere sig. De kinesiske myndigheder annoncerer løbende og målrettede tiltag for at støtte ejendomsmarkedet og sætte gang i økonomi generelt. Det ser ud til, at regeringen fortsætter retningen, indtil målet om en økonomisk bedring er nået. Vi ser desuden, at flere indikatorer f.eks. den månedlige PMI (indkøbschefers vurdering af udsigterne) bliver mere positive. Derudover bliver det positivt tolket, at præsident Xi for første gang har besøgt centralbanken. Det geopolitiske billede er forsat problematisk, omend Xis besøg i San Francisco er et lille skridt i positiv retning.

Indien er stadig en af de mest lovende investeringscases i regionen, hvis ikke i hele verden. Den økonomiske vækst i landet overrasker fortsat positivt og forventes at nå 7 pct. for året. Indien vil over de næste par år sandsynligvis fortsat være den hurtigst voksende økonomi blandt de store økonomier. Under et nyligt besøg i Indien mærkede vi optimismen på første hånd, når vi besøgte virksomhedsledelser.

I 4. kvartal blev afkastet på 3,7 pct., mens MSCI Asia Ex-Japan gav et afkast på 2,0 pct. Blandt de mest positive bidragydere var TSMC, Samsung Electronics og Prestige Estates, mens Alibaba Group, Chroma ATE og China Merchants Bank var blandt taberne.

Investeringsstrategi og porteføljeændringer

Vores investeringsstrategi er uændret med fokus på vores etablerede temaer. I løbet af kvartalet købte vi **Alchip** og øgede i SK Hynix, mens **Samsung SDI**, **Richwave Technology**, **Ganfeng Lithium** og **Airports of Thailand** blev solgt.

Alchip er førende inden for design af halvledere og drager fordel af den stigende efterspørgsel på højtydende halvledere. Alchips styrke er deres stærke historik med et tæt samarbejde med de førende producenter og adgang til deres kapacitet. Da producenterne har få designpartnere, skaber dette stærke adgangsbarrierer. SK Hynix har et teknologisk forspring ift. både Samsung og Micron inden for højtydende hukommelseschips, som særligt anvendes sammen med chips fra Nvidia. Vi solgte Samsung SDI (batterier) og Ganfeng Lithium (lithium), da vi forventer et langsommere salg af elbiler, øget konkurrence blandt batteriproducenter og regulatoriske risici. Vi solgte Richwave Technology (trådløs kommunikation) pga. virksomhedens høje afhængighed af det kinesiske marked og solgte Airports of Thailand pga. en skuffende udvikling i antallet af kinesiske turister til Thailand.

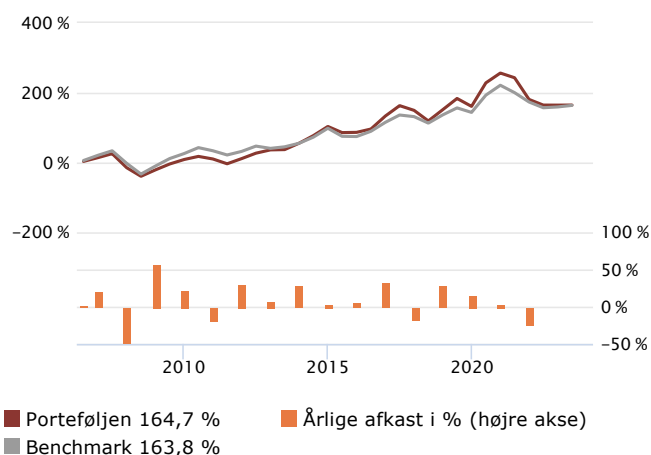
C WorldWide Asien

PR. 31. DECEMBER 2023

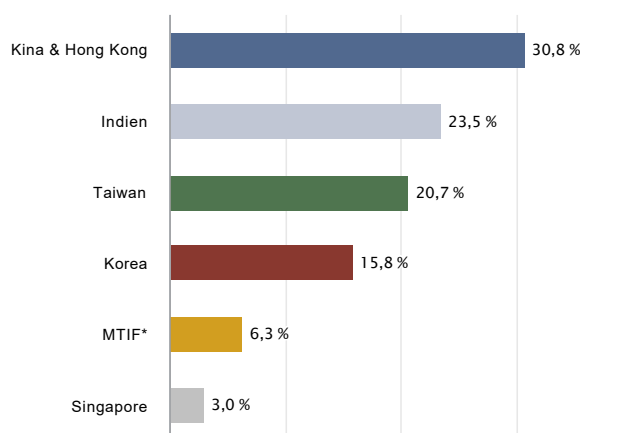
FAKTA

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	1,89 %
Indirekte handelsomk.	0,010 %
Forvalterteam	Allan Christensen, Mogens Akselsen, Aman Kalsi, Abhinav Rathee

AFKASTUDVIKLING



GEOGRAFISK



AFKAST & RISIKO

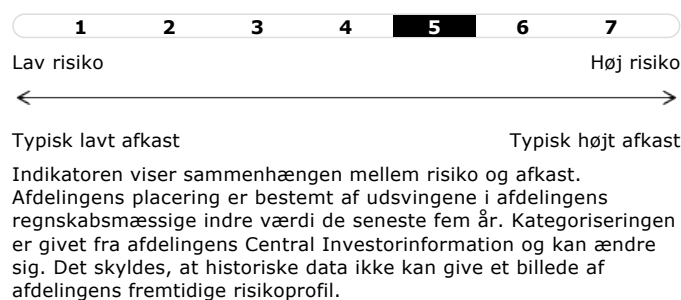
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	0,0	-19,4	20,8	93,3	164,7	5,9
Benchmark (%)	2,6	-10,0	23,9	81,9	163,8	5,8
Aktivt afkast (%)	-2,6	-9,4	-3,1	11,3	1,0	0,0

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. porteføljen (%)	16,2	18,7	17,2	18,9
Std. afv. benchmark (%)	14,9	15,8	14,7	17,4
Beta	1,1	1,2	1,1	1,0

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
TSMC	10,1
Samsung Electronics	8,8
Tencent Holdings	5,1
Alibaba Group Holding	4,9
HDFC Bank	4,3
ICICI Bank	3,1
AIA Group	2,9
SK Hynix	2,8
Trip.com	2,7
DBS Group	2,2

RISIKOINDIKATOR



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



Indien

Se porteføljen på cww.dk

Status på kvartalet

De indiske aktiemarked gav i 4. kvartal et afkast, der oversteg den generelle udvikling i emerging markets med knap 4 procentpoint. For hele 2023 har MSCI Indien givet et afkast, der er ca. 10 procentpoint højere end MSCI Emerging Markets. De indenlandske kapitalstrømme mod aktier forblev stærke (netto tilgangen fra indenlandske investorer vil sandsynligvis overstige 22 mia. USD for kalenderåret 2023), men det var særligt bemærkelsesværdigt, at de udenlandske investorer efter to svage år vendte tilbage til Indien med nettokøb på 20 mia. USD.

4. kvartal er præget af mange festlige højtider i Indien, hvor "Lysets fest" (Diwali) er højdepunktet. Efter Diwali starter bryllupssæsonen. Disse begivenheder indebærer en stigning i forbruget, og meldingerne indikerer en stærk forbrugertillid. Selvom forbruget ifm. Diwali var stærkt, var det udviklingen i bryllupssæsonen, der virkelig fangede vores opmærksomhed. Indiens største erhvervsdrivende organ estimerer, at der blev afholdt 3,5 millioner bryllupper i denne 3-ugers periode, og at der blev brugt ca. 50 milliarder USD på forbrug af smykker, tøj og andre relaterede produkter. Både mikroindikatorer for erhvervslivet og makroøkonomiske indikatorer tegner et entydigt positivt billede. Indiens BNP-vækst for kvartalet, der sluttede i september, blev 7,6 pct. ift. forventningerne på 6,5 pct. Denne positive udvikling betyder, at den reale vækst sandsynligvis lander på 7 pct., og med estimer for næste år på omkring 6,5 pct. forbliver Indien den hurtigst voksende økonomi blandt større økonomier. Indien bidrager således med næsten 18 pct. af den samlede globale vækst.

Afdelingen gav i 4. kvartal et afkast på 6,7 pct., mens benchmark MSCI India steg 7,2 pct. i kvartalet. For året har afkastet været 21,2 pct., 4,2 procentpoint bedre end benchmark. I kvartalet var Prestige Estates, Multi Commodity Exchange og Central Depository Services de bedste afkastmæssige investeringer, mens GMM Pfaudler, Aavas Financiers og KEC International var de dårligste.

Investeringsstrategi og porteføljeændringer

Investeringsstrategien er uændret med fokus på indenlandske temaer, nemlig finansiel inklusion, formalisering af økonomien samt bolig- og anlægsinvesteringer. I kvartalet købte vi **RHI Magnesita** (anlægsinvesteringer), **MakemyTrip**, **Landmark Cars** (begge formalisering af økonomien) og **Fusion MicroFinance** (finansiel inklusion). For at finansiere disse køb solgte vi **Redington** og hjemtog gevinster og reducerede i Prestige Estates, Godrej Properties, LemonTree Hotels og Central Depository Services (India) Limited (CDSL).

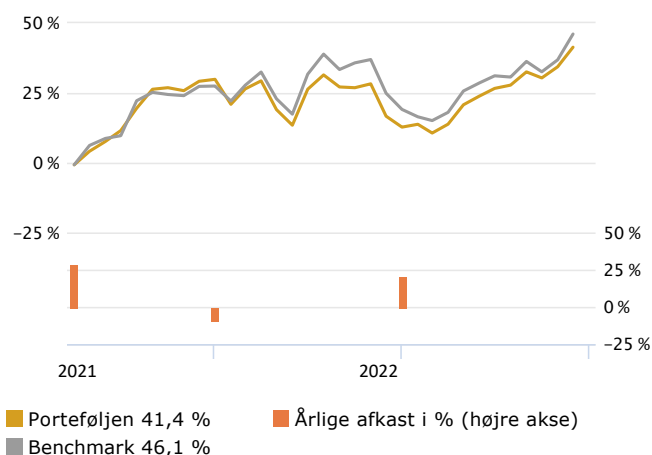
C WorldWide Indien

PR. 31. DECEMBER 2023

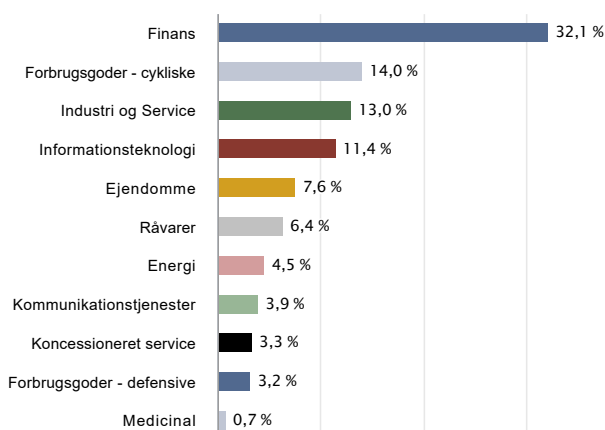
FAKTA

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	1,99 %
Indirekte handelsomk.	0,000 %
Forvalterteam	Abhinav Rathee, Allan Christensen, Mogens Akselsen, Aman Kalsi

AFKASTUDVIKLING



SEKTORFORDELING



AFKAST & RISIKO

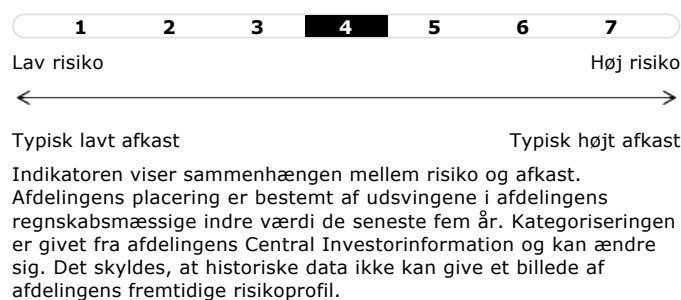
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	21,2	-	-	-	41,4	13,4
Benchmark (%)	17,0	-	-	-	46,1	14,8
Aktivt afkast (%)	4,2	-	-	-	-4,7	-1,4

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

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
HDFC Bank	8,4
ICICI Bank	7,8
Infosys Technologies	6,2
Reliance Industries	4,5
Bharti Airtel	2,8
Kotak Mahindra Bank	2,7
HCL Technologies	2,6
Tata Motors	2,4
UltraTech Cement	2,2
IndusInd Bank	2,2

RISIKOINDIKATOR



Andelsklassen er lanceret 29. april 2021. Benchmark er inkl. udbytter i DKK. Bemærkninger til afkast findes 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 mere end 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. Siden 1990 har kernen i vores team været næsten uændret, og vi har holdt fast i vores langsigtede værdier: **Fokus**, **Stabilitet** og **Passion**. Med god diversitet i teamet på 25 forvaltere inkl. analytikere er vi fortsat klar til at takle fremtiden.

Alle C WorldWides afdelinger bygger på de samme grundlæggende principper. Vi tror på aktiv porteføljeforvaltning, 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 15. januar 2024. Denne kvartalsorientering for 4. kvartal 2024 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 C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S.

C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S er en fokuseret kapitalforvalter, der har tilladelse som fondsmæglerselskab og er under tilsyn af Finanstilsynet. C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S er investeringsrådgiver for Investeringsforeningen C WorldWide. Materialet 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. Materialet er således ikke udarbejdet i henhold til de regler, der er fastsat for at fremme investeringsanalyzers uafhængighed, og det er ikke genstand for noget forbud mod at handle forud for udbredelsen af investeringsanalyse.

Kvartalsorienteringen er udarbejdet på baggrund af kilder, som C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S anser for pålidelige, og C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S har taget alle rimelige forholdsregler for at sikre, at informationen er så korrekt som muligt. C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S 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 C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S forudgående skriftlige samtykke. Historiske resultater er ingen indikation for fremtidigt afkast.

Prospekt, dokument med central investorinformation, og den seneste årsrapport og halvårsrapport er tilgængelig på www.cworldwide.dk.

C WORLDWIDE ASSET MANAGEMENT FONDSMÆGLERSELSKAB A/S

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