

En aktie- forvalters refleksjoner over fremtiden

Omstillingen til cloud
- en midtvejsstatus

Investeringsopsving i Indien

KVARTALS-
ORIENTERING
NR 4 | 2021

C WorldWide Online

– få indblik i nye investeringsmuligheder



C WorldWide Online er en serie af online-events, hvor vores porteføljeforvaltere og investeringsspecialister fortæller om aktuelle markedstendenser og vores syn på langsigtede investeringstemaer og -muligheder.

Tilmeld C WorldWide Online events

Se eller gense C WorldWide Online events på cww.dk/online

Indholdsfortegnelse

04	Leder
06	En aktieforvalters refleksioner over fremtiden
13	Omstillingen til cloud – en midtvejsstatus
19	Kinas relevans for den globale investor
24	Investeringsopsving i Indien
28	Globale Aktier KL
30	Globale Aktier Etik KL
32	Stabile Aktier KL
34	Emerging Markets KL
36	Asien KL
38	Indien KL
40	En grundfilosofi – seks afdelinger
41	Investeringsforeningen C WorldWide



Leder

Kære investor

Globale aktier overgik forventningerne

Et af de mest brugte ord i 2021 var ”forbigående” – brugt i forbindelse med stigende inflationstal. En stor del af forklaringen på den stigende inflation er de hurtige og voldsomme nedlukninger i kølvandet på Covid-19-pandemien. Inflationsudviklingen og risikoen for højere renter prægede da også aktiemarkederne i fjerde kvartal 2021 og fortsat her i starten af 2022. Alligevel blev 2021 – nok overraskende for de fleste – et ganske godt aktieår, hvor de globale aktiemarkeder steg ca. 27 pct. Kort fortalt har vi haft et miljø med meget lave renter og en stærk økonomisk fremgang. Dette har skabt gode vilkår for virksomhederne, og mange har kunnet hæve deres salgspriser som kompensation for stigende omkostninger.

Emerging Markets og Asien skilte sig negativt ud med et mere moderat afkast. Det var særligt udviklingen i Kina med udfordringerne i ejendomssektoren og den statslige indgriben i udvalgte sektorer, som skabte den mere negative udvikling. Vi har tidligere beskrevet disse udfordringer i artiklen ”Hvad tænker præsident Xi?”. I en ny artikel ”Kinas relevans for den globale investor” sætter vi denne gang fokus på Kinas og præsidents Xi’s langsigtede ambitioner. Vi ser fortsat et spændende investeringspotentiale, omend man nu bør være mere selektiv og sikre sig, at man investerer på linje med regeringens initiativer.

2022 blev et tilfredsstillende år for C WorldWide med høje absolutte afkast og afkast tæt på benchmark for de globale afdelinger. Dette skal tillige ses i lyset af de markante merafkast i 2020. Afdeling Globale Aktier har således de seneste tre og fem år skabt gennemsnitlige årlige merafkast ift. markedet på knapt 3 pct. Denne udvikling understøttes af vores langsigtede træfsikkerhed ift. til at slå markedet på ca. 75 pct. (målt på rullende 3-årsperioder) gennem afdeling Globale Aktiers

mere end 30-årige levetid. Dette illustrerer værdien af vores fokus på Compounding, som gør det muligt at slå markedet ved at finde selskaber, som bliver bedre og bedre over tid.

God start for afdeling Indien

Det indiske aktiemarked blev en af de store vindere i 2021, og vores nystartede afdeling Indien kom godt fra start med et afkast på 29,2 pct. siden slutningen af april. Afkastet var samtidigt lidt bedre end markedet. Indien var i foråret hårdt ramt af den anden Covid-19-bølge, men godt hjulpet af den strukturelle udvikling og en solid reformindsats kom økonomien og aktiemarkedet hurtigt tilbage. Vi er fortsat positive på de langsigtede udsigter, omend man som investor skal være opmærksom på den højere risiko, der er ved investering i en udviklingsøkonomi som Indiens. Vi ser, at der i Indien er en ny investeringscyklus undervejs drevet af virksomhederne, boligmarkedet og offentlige initiativer. Dette har positive investeringsimplikationer, som du kan læse om i artiklen ”Investeringsopsving i Indien”.

Positive udsigter for aktier i 2022— men større udsving

Vi ser ind i et mere svingende 2022, i hvert fald indtil der kommer mere afklaring på inflationsudviklingen og den amerikanske centralbanks fremtidige retning. Vi forventer stigende indtjening i virksomhederne i 2022 og en fortsat lempelig pengepolitik fra de globale centralbanker. Dette vil sikre lave renter og formentligt også fortsat negative realrenter. Aktiemarkederne kan håndtere lidt højere renter, så længe de ikke bremser væksten eller øger risikoen for en recession. Vi er derfor fortsat positive på udsigterne, men måske er det bedste råd ikke at styre sin tidshorisont som en harmonika – nogle gange korte træk, andre gange længere. Hold

derfor fast i det langsigtede fokus. Du kan læse mere om vores syn på udsigterne i forventningsartiklen ”En aktieforvalters refleksioner over fremtiden”.

C WorldWide Online – en ny måde at blive opdateret på

I 2021 søsatte vi C WorldWide Online som et nyt digitalt tilbud, så du nemt og løbende kan blive opdateret på interessante trends samt vores investeringstanker. Vi har bl.a. fokuseret på emerging markets, Indien og udfordringerne i forhold til at nå CO₂-neutralitet i 2050. Du kan se eller gense alle præsentationerne på cww.dk/online. Vi ser frem til at dele nye interessante indsigter i 2022. Du kan få besked om nye events via vores elektroniske nyhedsbrev eller ved at tilmelde dig på cww.dk/online.

Udbytter udbetales i slutningen af januar

Årets udbytter bliver udbetalt i slutningen januar. Udlodningen er som bekendt et resultat af, hvor mange gevinster den enkelte afdeling har realiseret i 2021. Dette betyder, at afdeling Emerging Markets KL og afdeling Indien KL A ikke vil udlodde i år. De øvrige afdelinger vil udlodde, hvor afdeling Globale Aktier KL A eksempelvis

udbetaler kr. 18,60 pr. andel. Dette er lidt lavere end de tidligere år og skyldes, at afdelingen i 2021 har haft få omlægninger og derved skattemæssigt kun realiseret få gevinster. Udbytterne vil fragå kursen 27. januar, hvor kursen falder. Udbytterne bliver indsat på afkast-kontoen 31. januar. Du kan læse mere om de faktiske udlodninger på cww.dk.

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

Med ønsket om et godt investeringsår i 2022

Bo Knudsen Tim Kristiansen

Resultat 4. kvartal 2021

Afdeling	Afkast Benchmark		Afkast Benchmark	
	4. kv.	4. kv.	2021	2021
Globale Aktier KL	9,2%	8,7%	26,8%	27,4%
Globale Aktier Akk. KL	8,9%	8,7%	26,3%	27,4%
Globale Aktier Etik KL	9,1%	8,7%	25,9%	27,4%
Stabile Aktier KL	6,1%	8,3%	22,7%	22,5%
Asien KL	-0,2%	0,7%	4,5%	2,4%
Emerging Markets KL	-1,9%	0,6%	4,4%	4,8%
Indien KL	2,3%	1,7%	29,2%*	27,4%*

* Andelsklassen er lanceret 29. april 2021.





En aktieforvalters refleksioner over fremtiden

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

Forventninger til 2022

Når et kalenderår slutter, kalder det på refleksion. Men kalenderåret styrer ikke vores investeringsbeslutninger. Vi tænker ganske enkelt ikke i kalenderår, når vi investerer. Det giver os frihed væk fra kortsigtet tænkning. Det, tror vi, leder til bedre investeringsbeslutninger.

Vi ser vækst inden for særligt to områder: bevidstheden om bæredygtighed og den virtuelle verdensøkonomi. Vores investeringsporteføljer er positionerede til begge dele. I et tilbagemik på 2021 vil jeg i det følgende fremhæve et par signifikante begivenheder, der rækker frem i tiden.

To afgørende begivenheder i 2021

Vi tager ofte det åbenlyse for givet. Det globale finansielle system bygger på tillid og stærke politiske institutioner. Det var derfor



//

**Aktiemarkederne kan
håndtere lidt højere
renter, så længe de ikke
bremser væksten eller
øger risikoen for en
recession.**

surrealistisk at være vidne til angrebet på Capitol Hill den 6. januar 2021. I dette øjeblik blev de politiske institutioners skrøbelighed ift. tillid og styrke afsløret. Handlingerne bliver nu behandlet ved domstolene, hvilket viser styrken af det amerikanske retssystem. Det vigtigste land i det globale finansielle system er fortsat USA. Ikke mindst pga. de adskillige stærke amerikanske virksomheder. Disse virksomheder er ofte innovationsledende og til inspiration for resten af verden. Ikke mindst for kinesiske virksomheder i it-sektoren. I løbet af de sidste 12-18 måneder har Kina og Xi Jinping gjort det tydeligere, at de vil forfølge en anden vej end USA. Kina vil bygge en ny kinesisk samfundsmodel "Common Prosperity" (fælles velstand), hvor aktionærer i visse situationer får andenprioritet ift. den brede middelklasse.

Dette så vi bl.a., da den kinesiske regering med aggressive tiltag i 2021 greb ind i forretningsmodellen for virksomheder i den kinesiske uddannelsessektor, hvorfor aktiekurserne raslede ned. Aktionærerne i disse virksomheder måtte således betale prisen for at tilgodese det stigende antal kinesiske familier i middelklassen, som er tyngt af høje udgifter til bolig og uddannelse. Dette blev en anden skelsættende begivenhed.

300

**mio. mennesker i Kina træder ind i
middelklassen.**

Vi har for nylig skrevet en indsigt "Kinas relevans for den globale investor". Vores forventning er fortsat, at Kina vil blive en global supermagt med en forøgelse af middelklassen på mere end 300 mio. mennesker over de kommende 15 år. Dette som en del af Kinas målsætning "Vision 2049". Vækst er en central del af planen for skabelse af fælles velstand. Vi ser derfor fortsat store investeringsmuligheder i Kina, selvom det nu er mere vigtigt end nogensinde før at investere på linje med den

kinesiske regering og dennes prioriteter. Derfor er en selektiv investeringstilgang i dagens politiserede verden altafgørende for en succesfuld investeringsstrategi i Kina.

Forbigående inflationspres?

Et af de mest brugte ord i 2021 var "forbigående" brugt i sammenhæng med inflationstallene. Vi tror og håber i sagens natur, at den indgribende pandemi er forbigående – og at en stor del af forklaringen på de aktuelt høje inflationstal er forankret i de hurtige og voldsomme samfundsnedlukninger i kølvandet på pandemien. Så vil en forbigående pandemi føre til forbigående høj inflation?

//

**Før Covid-19-pandemien
var teknologi, en aldrende
befolkning og et bjerg af
statsgæld prisstabiliserende
kræfter. Disse faktorer er
her stadig.**

Vi er altid ydmyge, når det kommer til makro-forudsigelser. Vi ser en større træfsikkerhed, når det drejer sig om at forstå en virksomheds "fremtidige ret til at vinde" og dermed det langsigtede kurspotentiale. Men ift. inflationsspørgsmålet synes vi alligevel, det er værd at bemærke den megen tale om de voldsomme prisstigninger på tømmer og jernmalm – mens medierne kun har skrevet lidt om de seneste fald i disse priser. Vi ser en verden, hvor markederne fungerer – hvor højere priser fører til en udbudsreaktion, og en ny markedsbalance skabes. Verdensøkonomien har faktisk klaret den markante Covid-19-relaterede stigning i vareefterspørgslen ganske godt. Før Covid-19-pandemien var teknologi, en aldrende befolkning og et bjerg af statsgæld prisstabiliserende kræfter. Disse faktorer er her stadig. Særligt teknologiudviklingen er vigtig. Udbredelsen af prisrobotter og apptjenester, der sammenligner prisen på varer og services, holder konkurrencen høj. I den anden maskinalder, vi lever

i, er information nøglen til højere effektivitet. Med nye værktøjer til intelligent dataanalyse bliver vi mere produktive end nogensinde før. Det virker igen inflationsdæmpende.

På det seneste er lønningerne i USA steget hurtigere end i resten af verden. Under Covid-19-pandemien har vi set, at en del personer i USA er trådt ud af arbejdsstyrken. Det er for tidligt at konkludere, om dette er midlertidigt eller permanent, da Covid-19 igen spiller en afgørende rolle. Mange har været tilbageholdende med at tage udadvendte servicejobs af frygt for at blive smittet. Nogle fremhæver, at behovet for at passe børn hjemme, når børnehaver og skoler er lukket, har resulteret i et større fald af kvinder på arbejdsmarkedet. Dette burde alt andet lige være et midlertidigt fænomen. I mange områder i USA har det desuden være økonomisk fordelagtigt at gå hjemme og få støtte fremfor at arbejde. Disse tilskudsordninger er aftrappet, hvilket igen burde øge arbejdsudbuddet.



“Aktiviteter, der ikke kan fortsætte for evigt, må før eller siden stoppe” – men måske det giver bedre mening at sige: “Aktiviteter, der ikke kan fortsætte for evigt, kan vare meget længere, end du tror”

Den amerikanske centralbank strammer – hvad sker der?

Den stigende inflation er et irritationselement for den amerikanske centralbank (Fed). De har brug for at vise handlekraft og ansvarlighed for at bevare troværdig-

heden. Fed er den vigtigste centralbank i verden, og det at ændre tonen er en del af spillet. De skal kommunikere det rigtige og så håbe, at markederne falder til ro. Det er tilbage til det grundlæggende tillidsbegreb, som det finansielle system bygger på. Derfor er det forventeligt, at Fed nu vil signalere stramninger. Det er vigtigt, at Fed blot bruger sine beføjelser til udlån, og ikke blander sig i udgiftspolitikken. Den genvalgte formand, Jerome Powell, har understreget, at Fed kun har beføjelser til udlån. Et aggressivt MMT-eksperiment (Modern Monetary Theory), hvor finans- og pengepolitikken blandes sammen, kan føre til tillidsproblemer og mere usikre inflationsudsigter. Der er et ordsprog, der lyder: “Aktiviteter, der ikke kan fortsætte for evigt, må før eller siden stoppe” – men måske det giver bedre mening at sige: “Aktiviteter, der ikke kan fortsætte for evigt, kan vare meget længere, end du tror”.

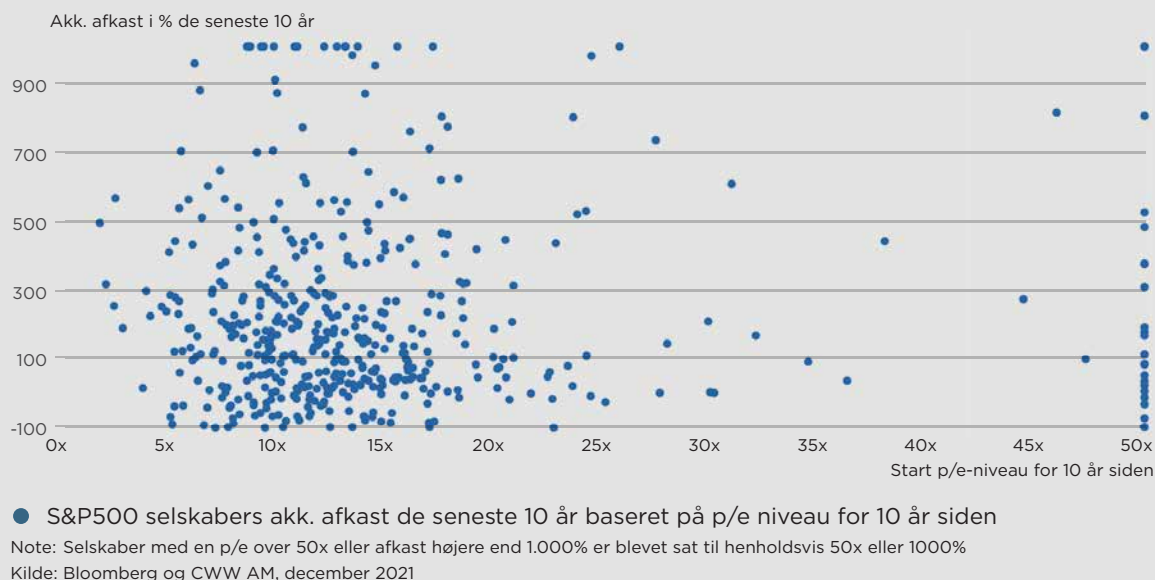


En paradoksals indsigt er, at det i dag er finansmarkederne, som driver økonomierne, ikke som historisk omvendt.

Finansmarkederne har modtaget massiv støtte i årevis. Der er skabt en ”superstruktur” på finansmarkederne med ekstremt høj statsgæld, og finansmarkeder, der er dybt afhængige af likviditetstilførsel og lave renter. Så hvem ønsker højere priser? Hvem vinder? Og kan centralbankerne stoppe obligationsopkøbene, uden at renten stiger? Det er de udfordringer, vi står over for i 2022. En paradoksals indsigt er, at det i dag er finansmarkederne, som driver økonomierne og ikke omvendt. Regeringer, obligationsejerne og



Figur 1: Ingen klar sammenhæng mellem p/e-niveau og fremtidigt afkast



finansmarkederne udsættes for større risiko med højere renter. Der er for meget på spil. Derfor er det svært at se et markant løft i renterne. Hertil kommer, at vi har et stort ansvar på tværs af generationer for at gennemføre udfasningen af fossile brændstoffer mod en renere energistruktur, så vi løser klimaudfordringen. Vi kan ikke tillade os andet af hensyn til de kommende generationer. Lave renter gør disse investeringer mulige. Det støtter også udsigten til lave realrenter i mange år fremover.

Porteføljeevalueringer

Vi ser ikke ind i et strukturelt inflationært miljø, men lad mig fremhæve, at det nu er mere vigtigt end tidligere at fokusere på forskellen mellem en midlertidig og en permanent evne til at kunne hæve priserne, uden at salget påvirkes (også kaldet "pricing power"). Vi leder efter virksomheder, der ikke bare historisk, men også fremadrettet besidder en konkurrencemæssig position, der gør virksomheden i stand til at hæve priserne. Vi ser f.eks. bedre muligheder for løbende prisstigninger inden for sikkerheds- og dørlåse end inden for tømmer og brugte biler. Vi er derfor meget

opmærksomme på virksomhedernes pricing power i vores investeringsanalyser.

Udsigter for aktiemarkederne

Vi ser ind i et mere svingende 2022, i hvert fald indtil der kommer yderligere afklaring på inflationsudviklingen og Fed's fremtidige pengepolitik. Vi ser dog fortsat en lempelig pengepolitik, som vil sikre lave renter og formentligt også fortsat negative realrenter. Dette er vigtigt. Aktiemarkederne kan håndtere lidt højere renter, så længe de ikke bremser væksten eller øger risikoen for en recession. Indtjeningsvæksten er den vigtigste drivkraft for sunde aktiemarkeder. Indtjeningsvæksten var den vigtigste drivkraft i 2021 og kom fra et relativt lavt niveau i 2020. Vi ser fortsat vækst i virksomhedernes indtjening i 2022, og vi er derfor fortsat positive på udsigterne for aktiemarkederne – også for 2022.

Det værd at bemærke, at en kortsigtet fokus på værdiansættelsesmodeller som p/e-niveau er en dårlig indikator, når man leder efter gode langsigtede investeringer. Dette illustreres i figur 1, som viser relationen mellem p/e-niveauet på S&P 500-selskaberne

for ti år siden og deres faktiske afkast ti år senere. Som det ses, er der ingen klar sammenhæng. Ift. langsigtede succesfulde aktieinvesteringer er det således langt vigtigere at forstå en virksomheds strategiske position og dens ”langsigtede ret til at vinde” frem for et snævert fokus på værdiansættelsen (p/e-niveau).



Vi tror, at det er muligt at sammensætte en portefølje på 30 aktier, der samlet set har en indtjeningsvækst på mere end 10 pct. om året.

Vi tror, at det er muligt at sammensætte en portefølje på 30 aktier, der samlet set har en indtjeningsvækst på mere end 10 pct. om året. Dette i et miljø, hvor markedsvæksten er lavere. Det drejer sig om at finde og investere i virksomheder, der vokser sig større over tid – og dernæst tålmodigt deltage i denne rejse. Dette har været den vigtigste drivkraft for det merafkast, vi har skabt gennem mere end 30 år. Og i en verden med lave eller negative realrenter er en vækstrate på 10 pct. ganske attraktivt.

ESG-refleksioner

Der er ingen i tvivl om, at ESG (miljø-, social- og ledelsesmæssige forhold) vil få endnu større betydning de kommende år. Men det sker ikke automatisk. Det kræver både en stærk bevidsthed og en prioritering.



I takt med at folk bliver rigere og bedre uddannede, bekymrer vi os simpelthen mere om miljøet.

At investere i holdbare, grønne forretningsmodeller starter med en kollektiv forståelse og bevidsthed om bæredygtighed samt et overskud til at bekymre sig om

de kommende generationer. Udover en bekymring om simpel overlevelse skal vi først og fremmest have mad på bordet og tag over hovedet. Derfra øges forståelsen for bæredygtighed vha. viden, hvor viden bliver nøglen til at finde løsninger og forbedre samfundet. Men her er min pointe: du skal have råd og overskud til at tilegne dig viden og have overskud til at investere tid og penge i uddannelse. I takt med at befolkningen bliver mere velhavende og bedre uddannede, vil vi have overskud til at bekymre os mere om miljøet. Først da vil ESG-spørgsmål blive prioriteret bredt af alle lande. Først da kan vi for alvor løfte bevidsthedsniveauet. Vi skal finde innovative løsninger – og finde finansiering til disse vigtige investeringer. Velstandsfremgang er nøglen, så det, at Kina og Indien bliver rigere, er yderst positivt for planeten. Vi må alle have en dynamisk tankegang. At gå baglæns er ingen løsning! Hvis vi overfører dette til aktieniveau, engagerer vi os aktivt og direkte med virksomhederne i vores porteføljer. Vi arbejder her med flere initiativer – og på det seneste som en del af Climate Action 100+. Vi har en bredere tilgang end blot at analysere diverse klimainitiativer – f.eks. ved at være en del af UN Global Compact og ved ikke at investere i virksomheder, som ikke lever op til de ti principper i FN's Global Compact.

Vi har netop udgivet vores første TCFD-rapport – klimarelaterede oplysninger om vores finansielle investeringer. Gennemsigtighed øger bevidstheden og skaber viden til at kunne træffe bedre beslutninger og prioriteringer. Samarbejde på tværs i den finansielle sektor er påkrævet, og vi deltager aktivt.

Politikernes rolle er helt central. Vi har brug for intelligente reguleringsinitiativer, og vi har delt vores synspunkter i det nylige perspektiv ”CO₂-neutral – er det overhovedet muligt?” – hvor vi bl.a. fremhæver vigtigheden af en global model til prissætning af udledningen af drivhusgasser. Igen – der er ingen vej tilbage.

Risikofaktorer?

Ift. risikofaktorer for aktiemarkedene og virksomhederne vil jeg fremhæve tre dimensioner:

1) Politiske beslutninger er vigtigere i dag end nogensinde før. Politiske fejltrin – især drevet af nulsumstænkning – er derfor nok den største samlede risikofaktor. Nulsumstænkning bygger på den grundlæggende statiske tankemodell, at gevinst kun kan skabes ved, at andre taber. Den negative side af nationalismen findes her. Konflikter og alvorlige handelskrige med manglende erkendelse af positiv sumtænkning er en risiko. Det er vigtigt i det mindste at have en vis grad af kommunikation på tværs af lande og forskellige politiske regimer. Her skaber klimaudfordringerne en fælles forbindelse – for her skal vi virkelig arbejde sammen. Nogle taler om anti-globalisering. Vi ser blot, at globaliseringen har taget nye former. Responsen på Covid-19-udfordringen har været ret ensartet over hele verden, og selvom responsen kunne have været stærkere og mere inkluderende – har indsatsen med udviklingen af vacciner indtil videre været effektiv.

2) Der er vækst i den digitale verdensøkonomi. Det er her nuværende og fremtidige generationer vil bruge mere tid og flere penge – dette er disinflationært. Derfor er trusler mod vores digitale infrastruktur samtidigt en betydelig risiko for verdensøkonomien.

3) For finansmarkederne er højere renter en risiko. Men det er så vigtig en risikofaktor, at det netop derfor sandsynligvis ikke vil ske. Den fremtidige primære drivkraft for aktiemarkederne vil være indtjeningsvækst, da det er svært at se, at de to andre basale drivkræfter på aktiemarkederne – lavere renter og øget risikovillighed – kan løfte markederne fra disse niveauer. Et investeringsmiljø drevet af indtjeningsvækst kræver, at man som investor tænker mere selektivt.

Bæredygtig kapitalisme kræver langsigtet tænkning

Vi er ikke store tilhængere af tænkning i kalenderår; det kan faktisk være hæmmende for investeringssucces, men mennesket har en tendens til at tænke i kortsigtet overlevelse. Vi er derfor fortsat positive på udsigterne, men måske er det bedste råd ikke at styre sin tids-

horisont som en harmonika – nogle gange med korte træk, andre gange med længere. Som aktiv, langsigtet investor tror jeg personligt, at dette er en hyppig årsag til manglende investeringssucces.

”

Bæredygtighed og rigdom skal gå, og vil gå hånd-i-hånd – dette er konstruktiv, positiv tænkning.

Bæredygtig kapitalisme vil vokse sig større i en verden, der til stadighed bliver rigere. Bæredygtighed og velstand skal og vil gå hånd-i-hånd. Dette er positiv tænkning.



Læs vores Perspektiv



C
WORLDWIDE
INVESTERINGSFORENINGEN



C WORLDWIDE
INDIEN
COMPOUNDING
TIL GENERATIONER

FORESTIL DIG EN BIRDIE PÅ 3 UD AF 4 HULLER

Tænker du, at det er usandsynligt?

C WorldWide Globale Aktier har slået markedet 3 ud af 4 gange målt på 3 års rullende afkast siden 1990.

Hemmeligheden er Compounding. Vi investerer i nøje udvalgte selskaber med holdbare og ansvarlige forretningsmodeller – selskaber, der bliver bedre og bedre over tid.

Historiske afkast er ingen garanti for fremtidige afkast. Se prospekt og CI på CWW.dk.

Læs mere på cww.dk og bliv Compounder

Omstillingen til cloud – en midtvejsstatus

Af David Rindegren

Porteføljeforvalter, C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S.

Nøgleindsigter

- Vi er to årtier inde i omstillingen til skyen (cloud), og markedets struktur er nu faldet på plads. Brugen af cloud betyder, at virksomheder ikke længere behøver at lagre data på egne servere, da det nu er muligt at leje centraliseret it-infrastruktur via cloud. I dette perspektiv beskriver vi sammenhængen mellem "hyperscale"-leverandørernes høje markedsværdi og deres potentielle marked, den kraftige vækst, deres dominerende markedsposition og høje marginer. I lyset af en stigende omsætningsvækst, bl.a. på grund af styrkelsen af den digitale økonomi, som coronapandemien har medført, og en stærk kursudvikling på vores investeringer i Amazon, Microsoft og Alphabet, har vi set nærmere på cloud-markedets aktuelle tilstand. Gennem samtaler med analytikere, it-chefer og konsulenter vurderer vi, at investorer og analytikere muligvis undervurderer markedets potentielle størrelse og dermed også holdbarheden af cloud-udbydernes vækst. Udviklingen drives af teknologier såsom "Internet of Things" (IoT) og selvkørende biler, men også af at gamle og forældede it-systemer nu bliver flyttet til cloud. Desuden er risikofaktorerne – om end stigende – stadig håndterbare.

Cloud-markedet kan i store træk inddeles i det store "public cloud"-marked med en omsætning på USD 300 mia. og et mindre "private cloud"-marked med en omsætning på USD 70 mia. Her køber en virksomhed dedikerede it-ressourcer, der ikke deles med andre virksomheder. "Public cloud"-tjenester leveres over internettet, og it-ressourcerne deles af forskellige virksomheder. Dette gør det til en yderst skalérbar forretning og er også det primære fokusområde for de tre cloud-giganter Amazon, Microsoft og Alphabet. "Public cloud" kan inddeles yderligere i Software-as-a-Service (SaaS) – et fragmenteret marked, hvor pionerer som Salesforce.com og Adobe leverer hele pakken til slutkunden – lige fra hardware til SaaS-udbyderens egen softwareprogrammer. Amazon derimod lancerede Infrastructure-as-a-Service (IaaS), som er en mere begrænset model, hvor netværkstjenester og servere kombineres med software, der styrer forskellige selskabers data på en fælles hardware. Et sted imellem disse to modeller er Microsoft nu dominerende inden



Fakta

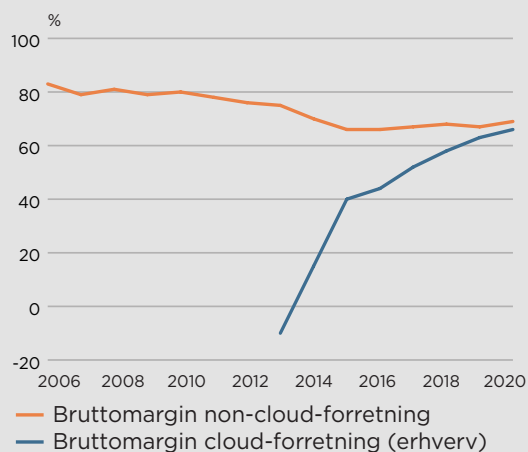
Hyperscale refererer til den infrastruktur, der kræves for effektivt at skalere fra få servere til tusindvis af servere.

for Platform-as-a-Service (PaaS), hvor hyperscale-udbydere leverer endnu mere software, f.eks. et styresystem.

Cloud-markedet, cloud-selskabernes styrker og deres markedsværdi

Da alle de tre leverandører af hyperscale computing nødtigt oplyser tal for avancen på deres cloud-forretning, må vi bero os på estimater. De tre cloud-leverandører forsøger at udvikle og sælge softwareydelser, hvor avancen er højere, og kunderelationen styrkes. Det virker således realistisk at bruge Microsoft med deres mere software-tunge PaaS-løsning som et mål for, hvor marginerne kan ende. Der tegner sig her et klart billede af, at efter flere år med stigende investeringer er marginforbedringerne nu ved at slå igennem, idet bruttomarginen for cloud-forretningen nu er på niveau med non-cloud-forretningen, som vist i figur 1. Amazons driftsmarginal for Amazon Web Services (AWS) anslås til ca. 30 pct. Dette er omtrent den samme som for hele Alphabet, hvilket indikerer et stort marginpotentiale for Alphabet, da selskabets cloud-forretning endnu er tabsgivende.

Figur 1: Microsofts bruttomarginer



Kilde: Bernstein, jun. 2021

Over de seneste fem år er Microsoft blevet førende inden for PaaS. Microsoft sidder ifølge estimater på mere end

en fjerdedel af markedet og har på fem år øget afstanden til AWS. Amazon er fortsat langt den største leverandør af IaaS – langt foran både Microsoft og Alphabet, hvor sidstnævnte ligger på en fjern tredjeplads blandt de vestlige leverandører.

Hvad gør disse selskaber i stand til at opnå høje og hastigt stigende marginer og dominerende markedsandele? I vores samtaler med brancheeksperter blev vi overraskede over, at den høje kundeloyalitet, som vi kender fra traditionel virksomhedssoftware også ser ud til at gøre sig gældende i cloud-løsninger. Når først udbydere har opnået en dominerende markedsposition, er kundernes høje "flytteomkostninger" fortsat en af hovedårsagerne til, at softwarevirksomhederne ofte bevarer denne position i længere tid. Ved at øge integrationen til cloud-leverandørernes egen software og værktøjer, bliver kundernes loyalitet styrket. Stordriftsfordele er tydeligvis disse virksomheders trumfkort. Den infrastruktur, som førende virksomheder har opbygget, er svær at matche for konkurrenter, og her taler vi nok om det største infrastrukturprojekt, der nogensinde er sat i værk.



Den infrastruktur, som førende virksomheder har opbygget, er svær at matche for konkurrenter, og her taler vi nok om det største infrastrukturprojekt, der nogensinde er sat i værk.

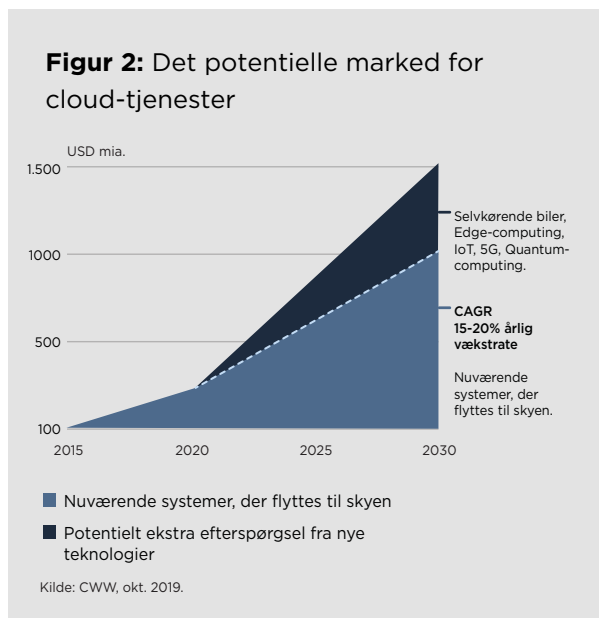
Ifølge Mark Mills, forfatter til "The Cloud Revolution", er der i dag 5.000 erhvervs-datacentre i verden¹⁾. Til sammenligning er der blevet bygget ca. 1.500 skyskrabere globalt. Omkostningerne pr. kvadratmeter til at bygge datacentre er de samme som til at bygge en skyskraber, men omsætningspotentialet er markant anderledes – et datacenter indbringer fem gange højere omsætning pr. kvadratmeter end en skyskraber. Antallet af datacentre bygget af hyperscale-leverandører til at levere cloud-tjenester, ligger på omkring 650. Tænk eksempelvis, hvis en lille håndfuld virksomheder ejede over 10 pct. af skyskraberne på Manhattan. I mange

¹⁾ The Cloud Revolution – How the Convergence of new Technologies will unleash the next economic boom and a roaring 2020s, 2. nov 2021, Mark P Mills.

brancher er muligheden for at have store og lokale datacentre afgørende. UBS, den største bank i Microsofts Azure-cloud, siger, at en af hovedårsagerne til at vælge Microsoft var muligheden for at have to datacentre i Schweiz. Konkurrenterne kunne kun tilbyde ét.

Covid-19 driver væksten frem

Hvis vi ser på markedets størrelse og vækst, er analysen fra vores perspektiv i 2019, "Cloud Computing en strategisk nødvendighed" et godt sted at starte, jf. figur 2 og 3 nedenfor.



Dengang forventede vi, at cloud-markedet ville nå USD 1,5 billioner i 2030 i takt med, at eksisterende it-systemer og data blev flyttet fra virksomhedernes egne servere til cloud, samt at nye applikationer såsom IoT, 5G og selvkørende biler ville udgøre ca. en tredjedel af markedet. Da Covid-19 ramte i slutningen af 2019, og hele verden måtte arbejde hjemmefra, skete der et massivt skifte til e-handel i løbet af få måneder, og cloud-trenden accelererede endnu hurtigere. De eksperter, vi har talt med, fremhæver, at Covid-19 og de cloud-baserede værktøjer, vi nu benytter til at samarbejde, i høj grad var medvirkende til at øge virksomhedernes accept af at flytte avancerede systemer og data til cloud.

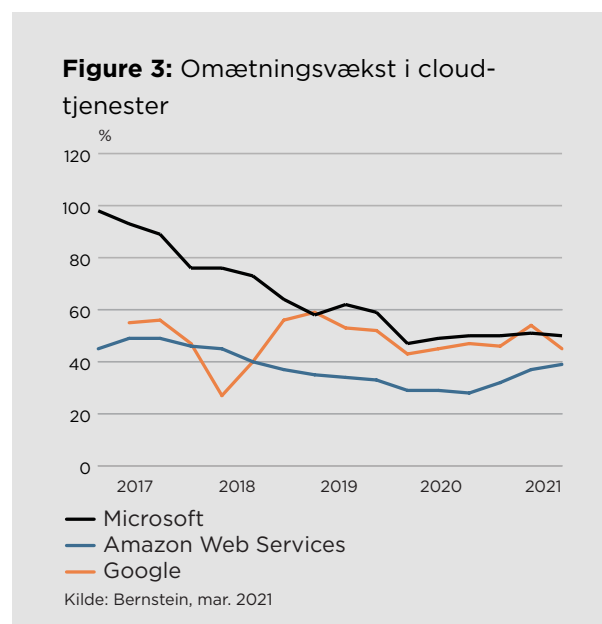
//

Ingen data er for sikre til ikke at ligge i cloud²⁾

Steven Jeffrey,
Direktør for "Cloud Business Office", UBS

Med covid 19-pandemien som drivkraft og efter to år, hvor selskaberne har måttet gentænke deres cloud-strategi, ser vi nu en udvikling med fortsat høje vækstrater.

Selvom det nuværende marked på ca. USD 350-370 mia. er stort, er det samlede potentielle marked (Total Addressable Market (TAM)) enormt. Den gængse metode til at beregne "cloud-TAM" er at se på de nuværende globale it-investeringer på USD 1,6-1,9 billioner og antage, at en procentdel af dette beløb flytter til cloud. Et udbredt skøn for, hvor stor en andel af softwareinvesteringerne, der vil blive flyttet, er ca. 70 pct., hvilket giver et TAM på ca. USD 1,5 billioner. Det samme som vores vurdering for to år siden, men der er nu begyndende tegn på, at dette skøn måske undervurderer TAM.



2) UBS, Tech "Konferenceopkald", 2021-10-05

Flere grunde til at være optimistisk omkring den reelle størrelse af TAM

I 2021 fremhævede Microsofts CEO, Satya Nadella, at it-investeringer i pct. af BNP ville stige fra 5 til 10 pct. i 2030³⁾. Væksten i it-investeringer ligger aktuelt omkring 5 pct., og hvis man antager en BNP-vækst på et par procentpoint, betyder dette, at it-investeringer kommer til at stige knap 10 pct. årligt. Det vil i givet fald betyde en stigning i estimatet for det lyseblå felt i figur 2. Ifølge en direktør for et cloud-konsulentfirma vil 75-90 pct. af alle applikationer blive bygget direkte til cloud inden 2025, og da selskaberne således får adgang til de allernyeste værktøjer inden for kunstig intelligens (AI) og maskinlæring (ML), vil væksten tage yderligere fart⁴⁾. Dette kan potentielt lede til endnu højere TAM-estimer på cloud-området.

Herudover har virksomhederne adskillige gamle applikationer, som er vanskelige at vedligeholde, og derfor snart skal moderniseres og flyttes til cloud-baserede løsninger. Komplexiteten og omkostningerne ved at flytte de gamle programmer udviklet i et forældet kodesprog har gjort, at selskaber som f.eks. banker har tøvet med omstillingen. Indtil nu er derfor kun ca. 3 pct. af den finansielle sektors systemer blevet flyttet til cloud. Denne mulige tredje bølge af omlægning til cloud kan lægge flere hundrede millioner dollars til TAM, hvis ikke endnu mere.



En række faktorer som mulig tiltagende vækst i de grundlæggende it-investeringer, flere nye teknologier, som "fødes" i cloud, og gammel kode, der skal flyttes, gør, at markedsestimerne for cloud-TAM og markedsvækst kan gå hen og blive betydeligt højere end de nuværende forventninger.

³⁾ Microsoft Q1 2021 Earnings call, 2021-10-27, Satya Nadella Microsoft's CEO

⁴⁾ Telefoninterview, 2021-09-20







Vores konklusion er derfor, at en række faktorer som mulig tiltagende vækst i de grundlæggende it-investeringer, flere nye teknologier, som "fødes" i cloud, og gammel kode, der skal flyttes, gør, at markedsestimaterne for cloud-TAM og markedsvækst kan gå hen og blive betydeligt højere end de nuværende forventninger.

Risici er stigende, men håndterbare

De primære risici ved omstillingen til cloud er på mellemlangt sigt lækage af store mængder data eller brud på datasikkerheden hos en af de førende udbydere. Desuden er der risiko for politisk indblanding, særligt fra europæiske politikere, som er bekymrede over amerikanernes dominans på området. En ofte overset risikofaktor er også energibehovet ved omstillingen til cloud.

Hvad sikkerhed angår, findes der ganske enkelt ikke et mere sikkert alternativ. Hyperscale-leverandørerne har langt de bedste ressourcer til at afværge angreb. To eksempler på erkendelsen heraf er de kontrakter på cloud-tjenester, som CIA indgik med Amazon i 2013 og efterfølgende i 2020 med flere andre cloud-leverandører. Hertil kommer, at de store banker nu er i gang med at overflytte deres basale banksystemer til cloud. Risikoen for politisk indblanding er vanskeligere at vurdere, men da omstillingen til cloud indtil nu har trukket færre overskrifter end f.eks. Amazons e-handel eller Googles dominans inden for søgemaskiner, ligger en hårdere politisk linje formentlig nogle år ude i fremtiden.

Det enorme energiforbrug udgør en risiko, men hyperscale-leverandørerne kan garantere en langsigtet efterspørgsel efter vedvarende energi og er dermed med til at finansiere overgangen til vedvarende energikilder. Her er Alphabet nået længst og bruger nu udelukkende vedvarende energikilder til sine cloud-tjenester. Dernæst er digitalisering af fysiske varer i sig selv gavnligt for miljøet.

Sammenfattende vurderer vi, at størrelsen på det potentielle marked (TAM) for cloud-tjenester kan overraske og vokse betydeligt til cloud-giganternes fordel, mens de reelle trusler stadig synes at ligge mange år ud i fremtiden.

Kinas relevans for den globale investor

Af Mogens Akselsen & Allan Christensen,

Porteføljeforvaltere, C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S.

Nøgleindsigter

- Kina har et stort investeringspotentiale og er et pejlemærke for udviklingen i andre emerging markets-lande. Kina har gennem de seneste 40 år udviklet sig fra at være et feudalt samfund til at være en indflydelsesrig global konkurrent såvel økonomisk, politisk som militært. Kina har en befolkning på omkring 1,4 mia. og er verdens næststørste økonomi efter USA.
- Kinesiske selskaber udgør ca. 45 pct i vores Asien-portefølje og 32 pct. i Emerging Markets-porteføljen. Gennem årene er vi igen og igen blevet bekræftet i, at det bedst kan betale sig at investere i selskaber, der er på samme side som den politiske agenda i Kina. Det er centralt at forstå landets kompleksitet og de politiske visioner. I denne indsigt fokuserer vi på Kinas geoøkonomiske strategi samt de samfunds- og erhvervspolitikker, landet vil iværksætte mod det store moderniseringsmål, den såkaldte "Vision 2049".

Vision 2049

Den kinesiske regering vedtog i 2012 to overordnede mål, som præger Kinas langsigtede økonomiske planer lige fra geopolitik til løsning af klimaforandringer. Det første mål er, senest i 2021, at opbygge et moderat velstående samfund med vægt på fattigdomsbekæmpelse. Det andet mål er, senest i 2049, at skabe et moderne socialistisk Kina, der er velstående, stærkt, kulturelt avanceret og harmonisk.

Vision 2049 består som udgangspunkt af 3 underpunkter – jf. figur 1, side 20: "Et smukt Kina", "Et harmonisk samfund" og "En supermagt".

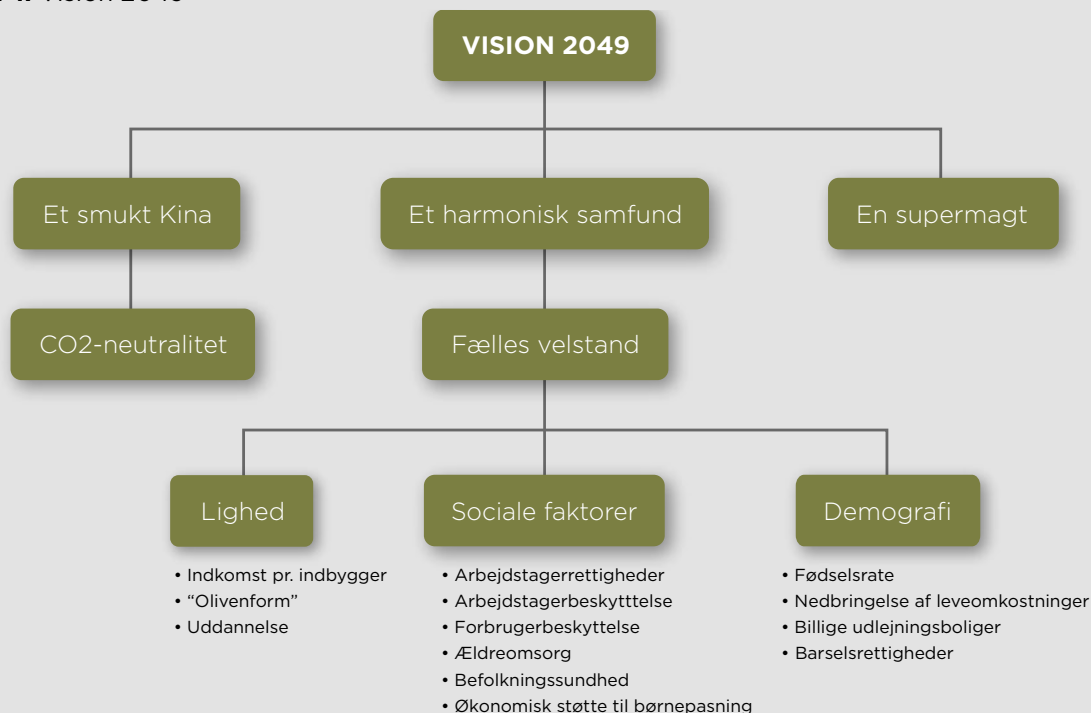
"Et smukt Kina"

Under "Et smukt Kina" ligger målet om "CO₂-neutralitet 2060". Her understøtter regeringen grøn energi som f.eks. solcelleanlæg, vindenergi og handel med emissioner, hvor selskaber kompenseres økonomisk for at nedbringe CO₂-udledningen. Desuden er målet, at 25 pct. af alle solgte biler i Kina i 2025, skal være elbiler. I 2021 udgør salget af el-biler allerede 20 pct. Derudover er der mål om forbedret jord- og vandkvalitet, men da udfordringen omkring luftforurening er størst, forventer vi, at regeringen vil fokusere indsatsen her.

"Et harmonisk samfund" – fra trekant til oliven

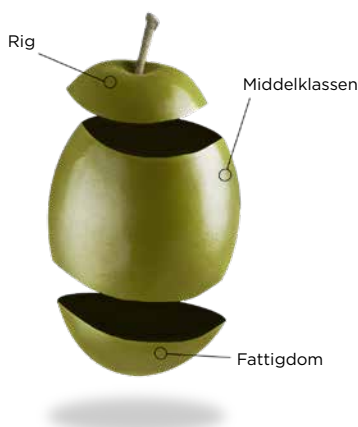
I "Et harmonisk samfund" er målet at skabe "Fælles velstand", herunder ambitionen om større lighed,

Figur 1: Vision 2049



Kilde: C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S, oktober 2021

hvor middelklassen øges og forskellen mellem fattig og rig mindskes, så den kinesiske indkomstfordeling visuelt vil komme til at ligne en oliven og ikke en trekant som i dag, hvor toppen illustrerer de få rige og bunden de mange fattige. Dette er inspireret af de mere udviklede økonomier som Skandinavien, Tyskland, Japan og USA, hvor størstedelen af befolkningen kan defineres som middelklasse.



Kina vil satse på stabil økonomisk vækst og jobskabelse for at reducere fattigdom og derved øge den generelle velstand – en transformation fra en investeringsdrevet til en forbrugsdrevet økonomi.

Den kinesiske forbruger som omdrejningspunkt

Kina vil sigte mod en mere afbalanceret og forbedret socialistisk markedsøkonomi og støtte udviklingen af de små og mellemstore virksomheder – f.eks. ved at regulere monopoler. De store selskaber, som eksempelvis udbydere af internetplatforme, der henvender sig til forbrugere og med tendens til at kunne hæve priserne risikerer en øget

regulering bl.a. i forhold til prisfastsættelse af deres produkter. I 2021 meddelte Tencent og Alibaba som en reaktion derpå, at de ville investere USD 16 mia. i projekter til gavn for den fælles velstand – lige fra fattigdomsbekæmpelse i landdistrikterne til investering i folkesundheden og uddannelsesfaciliteter i underudviklede regioner.

Et centralt punkt er, at leveomkostningerne for en gennemsnitlig kinesisk familie ikke bør være en hindring for at få børn. De nuværende høje leveomkostninger i storbyerne er en væsentlig årsag til den lave fødselsrate, hvor de største udgifter er husleje, børnepasning, uddannelse og sundhed. Derfor er der politisk fokus på disse udgifter, hvorfor der til at starte med ydes økonomiske tilskud og fokus på lige adgang til f.eks. uddannelse og ældrepleje.

Den kinesiske middelklasse består i dag af ca. 400 mio. kinesere, og frem mod 2049 er målsætningen at nå op på 700 mio. Med en fortsat overvejende del af befolkningen i lavindkomstgruppen (ca. 70 pct.), vil en omfordeling af velstanden via højere skatter være en besværlig vej til at løse Kinas ulighed. Vi tror, at Kina i stedet vil satse på stabil økonomisk vækst og jobskabelse for at reducere fattigdom og derved øge den generelle velstand. Vi ser derfor, at Kina vil gennemgå en transformation fra en investerings- til en forbrugsdrevet økonomi.

Forstå de politiske tendenser

Vi ser, at Kina med 2049-visionen vil have særligt fokus på følgende tre områder: 1) forbrugerbeskyttelse ift. persondata (anti-tillid), 2) regulering af indhold på internetplatforme og 3) statens vurdering af uholdbare forretningsmodeller.

I Kina er der kort vej til handling, når initiativer iværksættes, hvilket blandt selskaberne skaber både vindere og tabere. Nøglen er at forstå visionerne, og hvordan disse politisk implementeres i praksis. Vi anbefaler således, at man altid investerer "med" regeringen og dennes politiske målsætninger, da disse afføder en række investeringstemaer f.eks. i teknologi-sektoren. Her arbejder Kina hen imod selvforsyning og uafhængighed af amerikanske IT-producenter. I

forlængelse af vision 2049 er sundhed og miljø også interessante investeringstemaer, ligesom indenlandske varemærker, der har en høj kvalitet, men sælges til en lav forbrugervenlig pris. Et eksempel herpå er selskabet Li Ning, der producerer sportstøj i stort set samme kvalitet som Nike. Underleverandøren til Nike og Li Ning er den samme, nemlig Shenzhou Intl. Group – begge selskaber, vi har i C WorldWide Asien.

Investerer man i sundhedssektoren, skal man være særligt opmærksom på, hvor i værdikæden man investerer. F.eks. kan et selskab, der tilbyder test og udvikling af ingredienser til de større medicinalsselskaber, være mindre risikobetonet end selve medicinalsselskabet, da de modtager betaling inden produktlanceringen, og således ikke er afhængige af produktets prisudvikling eller den fremtidige markedssituation.

Blandt temaer, som vi forventer, vil få strukturel modvind afledt af vision 2049, er spilindustrien, den private uddannelsessektor samt i en periode ejendomssektoren.

Kina har en målsætning om at blive en global supermagt, hvorfor der er geopolitiske risici forbundet med kinesiske investeringer. En latent konflikt er situationen omkring Taiwan, idet Kina formentligt aldrig kommer til at afprøve sit territoriale krav ift. Taiwan. Såfremt Taiwan ved en folkeafstemning erklærer sig uafhængigt af Kina, må der forventes uro og optøjer, men dette er, set ud fra et handelsmæssigt synspunkt, ikke en klog vej at gå for Taiwan, hvorfor dette formentligt aldrig kommer til at ske. Det Taiwanske selskab TSMC, med deres dominerende position inden for halvledere til teknologi-sektoren, kan ses som en stabiliserende faktor. En forstyrrelse af dette vigtige selskab vil få store teknologiske konsekvenser for både Kina og resten af verden. Kinas præsident Xi Jinping har dog et stort ønske om, at situationen ift. Taiwan løses inden 2049.



**Det er også sandsynligt, at
Kina under præsident Xi
Jinping vil nå langt de fleste af
målsætningerne i Vision 2049.**

Kinas fremtidige investeringslandskab

Kinas rolle som en voksende global stormagt, der tager teknologiske tigerspring, med en voksende middelklasse er en velkendt investeringshistorie. Kina har historisk set nået sine ambitiøse målsætninger, og det er derfor også sandsynligt, at Kina under præsident Xi Jinping vil nå langt de fleste af målsætningerne i Vision 2049.



Kinas stærke ambitioner om at bevæge sig op i den industrielle og sociale værdikæde har vigtige investeringsmæssige konsekvenser.

Kinas stærke ambitioner om at bevæge sig op i den industrielle og sociale værdikæde har vigtige investeringsmæssige konsekvenser. De førende vestlige selskaber vil møde massiv konkurrence fra kinesiske selskaber, som med afsæt i et enormt hjemmemarked vil søge at ekspandere internationalt. Det er derfor vigtigt at forstå, at Kinas verdensbillede adskiller sig væsentligt fra Vestens, hvilket er nøgleindsigten for en succesfuld investeringsstrategi i Kina.



//

Høje leveomkostninger i storbyerne er en væsentlig årsag til den lave fødselsrate.



Investeringsopsving i Indien

Af Abhinav Jagat Rathee

Porteføljeforvalter, C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S.

Nøgleindsigter

- Meget tyder på, at en større investeringscyklus er undervejs, drevet af infrastruktur.
- Den stigende investeringstakt er synlig inden for tre vigtige områder: boligmarkedet, private investeringer samt offentlige investeringer. Indien er således godt på vej til at ryste forårets voldsomme anden Covid-19 bølge af sig. Økonomien er i vækst, skatteindtægterne stiger, og regeringen har vedtaget et investeringsprogram på USD 1,4 billioner frem til 2025. Virksomhederne har fået incitamentsprogrammer til at udvide produktionskapacitet for at opnå stordriftsfordele. Endelig er udlandets direkte investeringer i Indien nu på deres højeste niveau siden finanskrisen, bl.a. fordi de globale virksomheder ønsker at sprede deres forsyningskæder.
- Dette er investeringer for fremtiden, og som skaber grundlaget for at indfri Indiens langsigtede og enorme potentiale.

I takt med at pandemien aftager i Indien, ser vi interessante tegn på et nyt stærkt investeringsopsving, som kan være med til at udløse Indiens langsigtede potentiale. Udviklingen i anlægsinvesteringer har været nedadgående siden 2008, som det fremgår af figur 1 (faste bruttoinvesteringer), hvoraf det ses at anlægsinvesteringer i pct. af BNP toppede med ca. 36 pct i 2008. Anlægsinvesteringer består af tre hovedelementer – boligmarkedet, den private sektor og den offentlige sektor. Det nuværende opsving kan skimtes inden for alle tre områder, og vi forventer, at det kan føre til en øget investeringstakt.

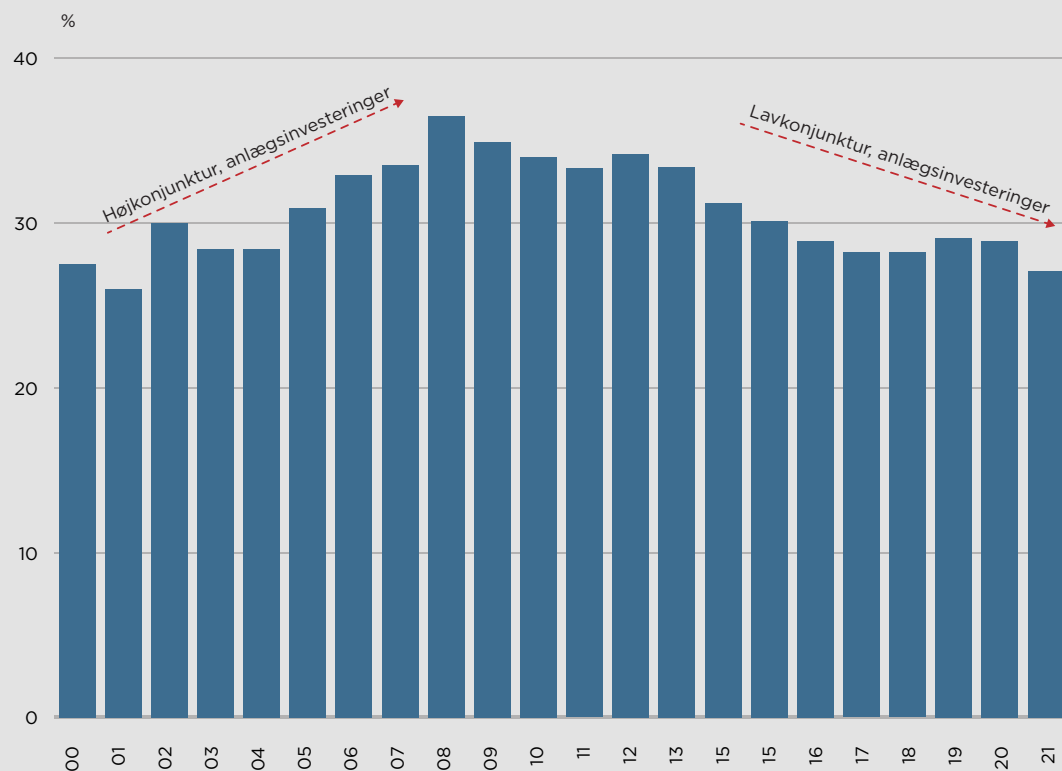


**I takt med at pandemien
aftager i Indien, ser vi
interessante tegn på et nyt
stærkt investeringsopsving,
som kan være med til at udløse
Indiens langsigtede potentiale.**

Boligmarkedet

Et kig på sammensætningen af anlægsinvesteringerne viser tydeligt, at boligmarkedet spiller den væsentligste rolle med et bidrag på knap 40 pct., som det fremgår af figur 2. Der er sket en markant konsolidering blandt aktørerne på Indiens boligmarked som følge af høj "gearing", vanskelige finansieringsforhold og generelt dårlig selskabsledelse. Vidtrækkende reformer inden

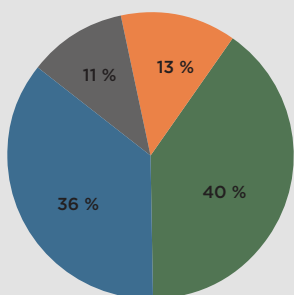
Figur 1: Anlægsinvesteringer i pct. af BNP



■ Faste bruttoinvesteringer i pct. af BNP

Figur 2: Anlægsinvesteringer i Indien

Faste bruttoinvesteringer i 2020 fordelt på sektorer.



■ Statsejede virksomheder ■ Den offentlige sektor
■ Private virksomheder ■ Husholdninger

Kilde: MoSPI, Jefferies, oktober 2021

for markedet for fast ejendom og harmonisering af momsafgifter har været medvirkende til at øge gennemsigtigheden i sektoren. Disse reformer har gjort det sværere for de mindre formelle og svagere aktører i branchen.

//

Der er tegn på stigende boligpriser, og på de vigtigste markeder overstiger efterspørgslen nu langt udbuddet af nye boliger.

Der sker nu en gradvis bedring af boligmarkedet. Der er en stigende efterspørgsel efter større, mere rummelige boliger i Indiens tætbefolkede byer som følge af pandemien. Boligbyrden (hvor et lavere tal er udtryk for lavere boligomkostninger og omvendt) er i dag på 27 pct.

mod 58 pct. i 2008, da konjunkturerne toppede. Dette er det laveste niveau i flere årtier og ser ud til at have nået bunden. Antallet af usolgte boliger har være faldende siden 2017, og på de vigtigste markeder overstiger efterspørgslen nu langt udbuddet af nye boliger, hvilket har medført et yderligere fald i antallet af boliger til salg. Endelig er der tegn på stigende boligpriser, hvilket er en væsentlig faktor for situationen på boligmarkedet.

Den private sektor

Den globale efterspørgsel er vokset så hurtigt, at manglen på forsyninger er udbredt, og konjunkturbarometre for den indiske økonomi overgår nu niveauet fra før Covid-19, selvom visse dele af økonomien endnu halter lidt bagefter. En stærk økonomi tegner godt for kapacitetsudnyttelsen, og høje priser giver bedre muligheder for at udvide kapaciteten. Derudover medfører virksomhedernes ændrede prioriteter i forhold til deres globale forsyningskæde en øget interesse for Indien, hvilket allerede har affødt en stigning i udlandets direkte investeringer (FDI) (Indiens aktuelle brutto-FDI i pct. af BNP på 3,1 pct. er nu det højeste niveau siden finanskrisen).

En incitamentsordning for produktionsselskaber har virket som en vitaminindsprøjtning på industrisektoren i Indien.

En incitamentsordning for produktionsselskaber har virket som en vitaminindsprøjtning på industrisektoren i Indien. Ordningen har til formål at styrke den indiske fremstillingsindustri både til eksportmarkedet og til det store indenlandske marked gennem incitamenter til at skabe synergier gennem storproduktion inden for en række sektorer såsom elektronik, batterier, biler/bilkomponenter, tekstiler, medicinalprodukter og fødevarer. Nedsættelsen af selskabsskatten i 2019 har desuden gjort det indiske skattesystem til et af de mest attraktive i Asien.

Selvom de seneste inflationssignaler peger mod højere renter, er renterne fortsat lave i en historisk sammenhæng. Gældsætningen i de indiske virksom-

heder er på det laveste niveau i ti år, og indtjeningsudsigterne er i bedring. Samtidigt er arbejdskapitalen halveret i løbet af de seneste ti år, hvilket giver virksomhederne gode lånemuligheder til at finansiere nye investeringer. Data viser således nu også en stigning i igangværende projekter i den private sektor.

Den indiske regering har som led i sine infrastrukture reformer offentliggjort ambitiøse planer med et vedtaget budget på USD 1,4 billioner frem til 2025.

Offentlige investeringer

Indiens finansminister Nirmala Sitharaman fremlagde et skelsættende budget i februar 2021, som tydeligt afspejlede ønsket om et investeringsdrevet opsving i Indien. Den indiske regering har som led i sine infrastrukture reformer offentliggjort ambitiøse planer med et vedtaget budget på USD 1,4 billioner frem til 2025, og der har følgende været en kraftig stigning i de offentlige investeringer det seneste år. Disse investeringer har en høj multiplikatoreffekt, da hver USD, som regeringen bruger på at bygge infrastruktur, via multiplikatoreffekten skaber en økonomisk efterspørgsel på 2,4-2,6 USD.

Et af initiativerne til at understøtte de store investeringer i infrastruktur er den såkaldte "National Monetization Pipeline" – et program, hvor regeringen vil realisere mange af sine aktiver gennem frasalg eller privatisering. Det nyligt afsluttede salg af Air India markerer starten på denne proces – og det endda med et selskab, som mange anså for at være et af de mere besværlige aktiver at sælge. Der er også andre fordele ved privatisering, da aktivernes produktivitet som regel forbedres.

Opsvinget har desuden øget de offentlige indtægter, hvor indtægterne fra indirekte skatter på det seneste har nået rekordniveauer trods den nylige voldsomme anden Covid-19 bølge. Dette giver regeringen fleksibilitet til at realisere planerne om at understøtte økonomien gennem øgede investeringer.

Konklusion

Stigende energipriser er en mulig udfordring for en nettoimportør af energi som Indien. Dette har tidligere ført til vedvarende inflation – og i sidste ende svækket valutaen og ført til højere renter. Men modsat tidligere er Indiens valutareserve i dag enorm, hvilket gør, at Indien lettere kan modstå disse eksterne udfordringer. Med knap USD 640 mia. har Indien den fjerdestørste valutareserve i verden.

Vores observationer omkring stigende investeringsaktivitet kan nu aflæses i de realøkonomiske data. De fleste virksomheder, vi taler med, overvejer eller er allerede i gang med at udvide produktionskapaciteten. De tidlige tegn på en ny investeringscyklus bliver stadig mere konkrete. En understøttende politik, stigende efterspørgsel og gode finansieringsforhold er alle til stede – som når brikkerne i et puslespil falder på plads. Ud over strukturreformerne er det bydende nødvendigt, at Indien over en bred kam foretager infrastrukturinvesteringer for at skabe grundlaget for en højere vækst og derigennem indfri Indiens langsigtede og enorme potentiale. Dette skaber medvind til selskaber inden for boligmarkedet, bygge- og anlægssektoren, kapitalgoder og industrisektoren.





Globale Aktier

Du kan investere i Globale Aktier
udloddende eller akkumulerende:

Globale Aktier Udl. DK0010157965

Globale Aktier Akk. DK0060655702

Status på kvartalet

Fjerde kvartal var præget af stigende bekymring for inflation og udbrud af Omikron-varianten. Dette betød, at markederne midlertidigt faldt, omend året sluttede mere positivt. Afdelingen skabte et afkast på 9,2 pct., hvilket var lidt bedre end verdensindekset, som steg 8,7 pct. Blandt de største bidragsydere i kvartalet var Home Depot, Thermo Fisher og Novo Nordisk. Home Depot-aktien har været stærk gennem hele året drevet af stigende ejendomspriser og stigende lyst til boligforbedringer. Home Depot har kunnet hæve deres priser og dermed give stigende omkostninger videre til kunderne og dermed beskytte selskabets marginer. Kursen på Thermo Fisher fortsatte med at stige, da de nye virusvarianter driver efterspørgslen efter PCR-test, hvor Thermo Fisher er markedsleder.

De mest negative bidrag kom fra HDFC, AIA og Hoya, hvilket er en fortsættelse af den tidligere udvikling, hvor de asiatiske aktier underperformer på bekymringen for en kredit- og boligboble i Kina og øget kinesisk regulering af flere sektorer. Den kinesiske forsikringssektor gennemgår et udfordrende skifte fra en model med et stort antal forsikringsagenter til en mere moderne og effektiv distributionsmodel. Dette har sammen med den turbulente situation på det kinesiske ejendomsmarked påvirket forsikringsselskaber som AIA. HDFC og de indiske aktier i almindelighed faldt i slutningen af året, da en vigtig landbrugsreform uventet blev trukket tilbage.

Investeringsstrategi og porteføljeændringer

I løbet af kvartalet solgte vi **Ping An** og **SAP** og købte **Assa Abloy** og **Adobe**. Vi er ikke i tvivl om kvaliteten af Ping Ans forretningsmodel og den strukturelle markedsvækst drevet af behovet for øget opsparing og flere forsikringer. Men da den kinesiske kontroløkonomi har udviklet sig under præsident Xi, kan vi ikke se bort fra den betydelige stigende politiske risiko. Overgangen til cloud-baserede produkter vil tage længere tid for SAP end ventet. Som en global investor ser vi bedre muligheder for at deltage i cloud-væksten gennem Adobe. Adobe er gunstigt placeret i epicentret af det tektoniske skifte mod, at alt bliver digitalt. Adobe henter mere end 90 pct. af deres omsætning fra abonnementer, hvor deres produkter og tjenester har fokus på kreative personer og professionelle, som skaber forskellige former for indhold. Assa Abloy er markedsleder på det fragmenterede globale marked for låse, sikkerhed og dørløsninger. Dette er et marked på USD 79 mia., som vokser med 3 pct. årligt. I udviklingsøkonomierne understøttes væksten af stigende urbanisering, et øget behov for sikkerhed, digitalisering, energieffektivitet og stigende velstand.



Se porteføljen på cww.dk

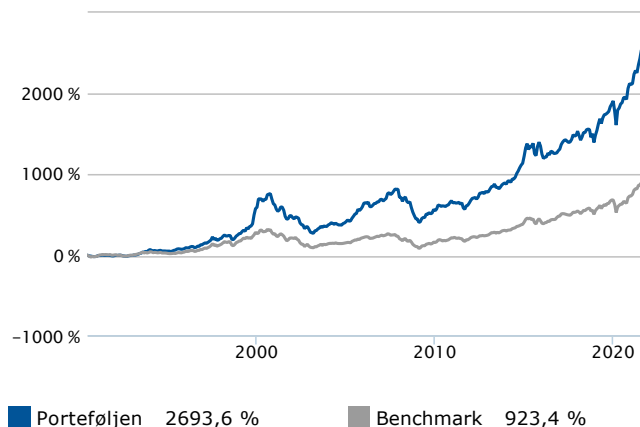
C WORLDWIDE GLOBALE AKTIER

PR. 31. DECEMBER 2021

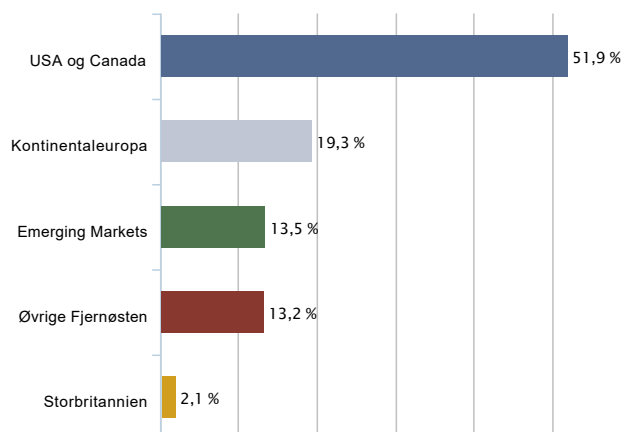
FAKTA

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	1,67 %
ÅOP	1,8 %
Indirekte handelsomk.	0,01 %
Forvalterteam	Bo Knudsen, Bengt Seger, Lars Vincentsen, Mattias Kolm

AFKASTUDVIKLING



GEOGRAFISK



AFKAST & RISIKO

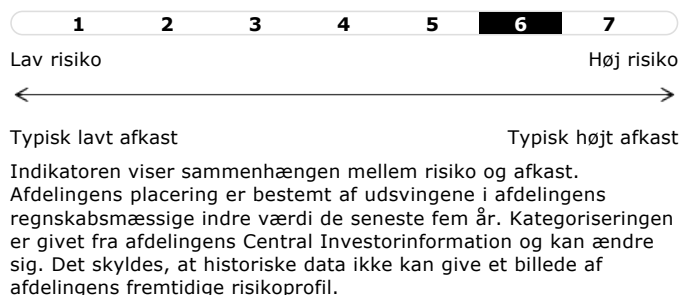
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	26,8	88,5	102,4	277,5	2.693,6	11,1
Benchmark (%)	27,4	74,8	81,8	250,1	923,4	7,6
Aktivt afkast (%)	-0,6	13,7	20,6	27,4	1.770,2	3,5

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. p.a. porteføljen (%)	12,3	11,7	11,5	15,2
Std. afv. benchmark (%)	15,4	13,6	11,9	15,0
Beta	0,8	0,8	0,9	0,9

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
Alphabet	6,3
HDFC	6,0
Thermo Fisher Scientific	5,8
The Home Depot	5,6
Microsoft	5,1
Novo Nordisk	4,9
Sony Group	4,5
Amazon.com	4,5
Visa	4,2
ASML	3,6

RISIKOINDIKATOR



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



Globale Aktier Etik

**Du kan investere i Globale Aktier
Etik udloddende eller
akkumulerende:**

Globale Aktier Etik Udl.
DK0060287217

Globale Aktier Etik Akk.
DK0061114089

Ved investering for frie midler
beskattes afkastet efter lager-
princippet. Læs mere på s. 40.

Status på kvartalet

Fjerde kvartal var præget af stigende bekymring for inflation og udbrud af Omikron-varianten. Dette betød, at markederne faldt midlertidigt, omend året sluttede mere positivt. Afdelingen skabte et afkast på 9,1 pct., hvilket var lidt bedre end verdensindekset, som steg 8,7 pct. Blandt de største bidragsydere i kvartalet var Home Depot, Ferguson, Novo Nordisk og Thermo Fisher. Home Depot og Ferguson har været stærke gennem hele året drevet af stigende ejendomspriser og stigende lyst til boligforbedringer. Begge selskaber har kunnet hæve priserne og dermed give deres stigende omkostninger videre til kunderne og dermed beskytte deres marginer. Kursen på Thermo Fisher fortsatte med at stige, da de nye virusvarianter driver efterspørgslen efter PCR-test, hvor Thermo Fisher er markedsleder.

De mest negative bidrag kom fra HDFC og AIA. Philips faldt, da selskabet modtog en advarsel fra de amerikanske sundhedsmyndigheder vedrørende tilbagekaldelsen af deres søvnbehandlingsapparat DreamStation. HDFC faldt i slutningen af året, da en vigtig landbrugsreform uventet blev trukket tilbage. Den kinesiske forsikringssektor gennemgår et udfordrende skifte fra et stort antal forsikringsagenter til en mere moderne og effektiv distributionsmodel. Dette har sammen med krisen på det kinesiske ejendomsmarked påvirket forsikringsselskaber som AIA.

Investeringsstrategi og omlægninger

I løbet af kvartalet solgte vi **Ping An, Philips** og **SAP** og købte **Adobe** og **Assa Abloy**. Vi er ikke i tvivl om kvaliteten af Ping Ans forretningsmodel og den strukturelle markedsvækst drevet af behovet for øget opsparing og flere forsikringer. Men da den kinesiske kontroløkonomi har udviklet sig under præsident Xi, kan vi ikke se bort fra den betydelige, stigende politiske risiko. Philips har været under hårdt pres på grund af udfordringerne i deres division for søvn- og åndedrætsbehandling. Det vil kræve lang tid og stort ledelsesfokus at løse den relaterede retssag. Overgangen til cloud-baserede produkter vil tage længere tid for SAP end ventet. Vi ser bedre muligheder i Adobe, der drager fordel af, at flere kreative løsninger bliver produceret digitalt. Adobe henter mere end 90 pct. af deres omsætning fra abonnenter, hvor deres produkter hjælper kreative personer og professionelle, som skaber forskellige former for indhold. Assa Abloy er markedsleder på det fragmenterede globale marked for låse, sikkerhed og dørløsninger. Dette er et marked på USD 79 mia., som vokser med 3 pct. årligt. I udviklingsøkonomierne understøttes væksten af stigende urbanisering, et øget behov for sikkerhed, digitalisering, energieffektivitet og stigende velstand.



Se porteføljen på cww.dk

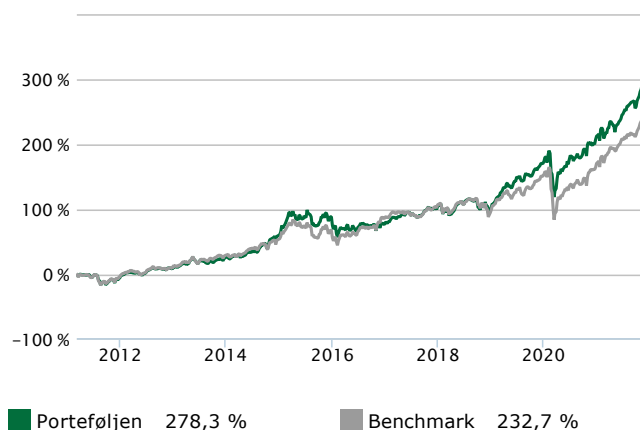
C WORLDWIDE GLOBALE AKTIER ETIK

PR. 31. DECEMBER 2021

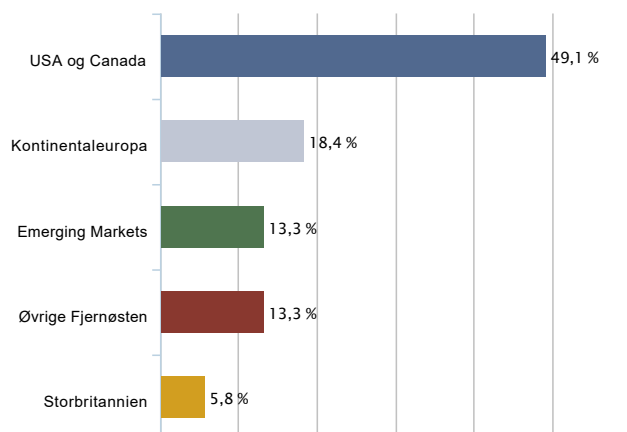
FAKTA

Afdeling	C WorldWide Globale Aktier Etik KL Udl.
Fondskode	DK0060287217
Afdelingens start	23. november 2010
Risikomærkning	Gul
Lagerbeskattes frie midler	Ja
Benchmark	MSCI All Country World inkl. nettoudbytter
Emissionstillæg	0,35 %
Indløsningsfradrag	0,31 %
Løbende omkostninger	1,72 %
ÅOP	1,83 %
Indirekte handelsomk.	0,0 %
Forvalterteam	Mattias Kolm, Bo Knudsen, Bengt Seger, Lars Vincentsen

AFKASTUDVIKLING



GEOGRAFISK



AFKAST & RISIKO

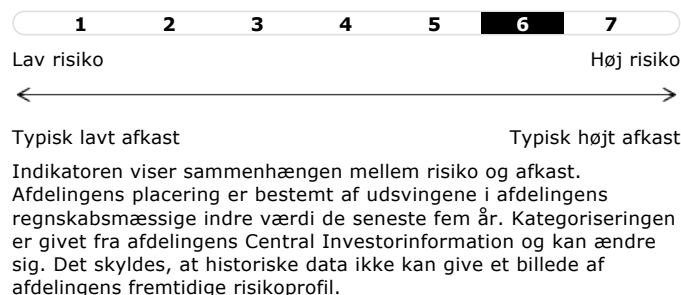
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	25,9	94,8	119,6	307,8	278,3	13,1
Benchmark (%)	27,4	74,8	81,8	250,1	232,7	11,7
Aktivt afkast (%)	-1,6	20,0	37,9	57,6	45,6	1,3

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. p.a. porteføljen (%)	11,8	11,2	11,0	11,4
Std. afv. benchmark (%)	15,4	13,6	11,9	12,0
Beta	0,7	0,8	0,8	0,9

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
Alphabet	6,1
HDFC Bank	6,1
Thermo Fisher Scientific	5,8
The Home Depot	5,4
Sony Group	5,1
Microsoft	4,9
Novo Nordisk	4,8
Visa	4,2
Amazon.com	4,1
ASML	4,1

RISIKOINDIKATOR



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



Stabile Aktier

Status på kvartalet

2021 var et godt aktieår, hvor lave renter og ekspansiv finanspolitik understøttede en høj global vækst efter nedturen i 2020. Afdelingen gav i fjerde kvartal et afkast på 6,1 pct., hvilket er lavere end benchmark, som leverede et afkast på 8,3 pct. I 2021 er afdelingen steget med 22,7 pct., hvilket er på niveau med benchmark, der steg med 22,5 pct. Vi forventer, at den økonomiske fremgang fortsætter i 2022 om end i et mere moderat tempo. Indtjeningsudsigterne er fortsat gode, men venter mere moderate stigninger fremover. Novo Nordisk blev årets bedste aktie med en kursstigning på 73,3 pct. drevet af stor succes med produktudviklingen og salget inden for diabetes, hvor de vinder markedsandele globalt. Derudover har selskabet fået godkendt et nyt middel til behandling af fedme i USA. Den største skuffelse med et kursfald på 24 pct. kom fra kinesiske Shenzhen International, der bl.a. ejer logistikejendomme i Kina. Vi har undervurderet vækstnedgangen i Kina, og dette sammen med statslig regulering af udvalgte sektorer, har presset det kinesiske marked.

Investeringsstrategi og porteføljeændringer

Afdelingen investerer i selskaber med en relativ lav følsomhed over for de økonomiske konjunkturer, og som har en stærk konkurrencemæssig position med en rimelig forudseelig og stabil indtjeningsvækst. Vi stræber 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, hvorfor der kan opstå perioder med større kursudsving og tab, som vi senest har set i forbindelse med Corona-pandemien.

Aktiemarkedet er steget ganske kraftigt i de seneste kvartaler, men vi kan stadig finde attraktive investeringer med lav konjunkturfølsomhed. Vi investerede bl.a. i en af verdens største ejere og udviklere af alternativ energi, **Brookfield Renewable Partners**. Den grønne omstilling kræver store investeringer i de kommende år, og vi ser selskabet som en vigtig aktør, der kombinerer en mere stabil portefølje af vand, vind og solenergianlæg med et stort globalt udviklingspotentiale – primært inden for solenergi og lagring af el.

Vi solgte det japanske selskab **Pan Pacific International**, der bl.a. ejer discountkæden Don Quijote. Den japanske forbruger har været tilbageholdende med at besøge fysiske butikker, og samtidig er turismen i Japan nærmest gået i stå pga. Covid-19. Det har ramt salget og øget volatiliteten i aktien, så den ikke længere passer ind i afdelingens strategi.



Se porteføljen på cww.dk

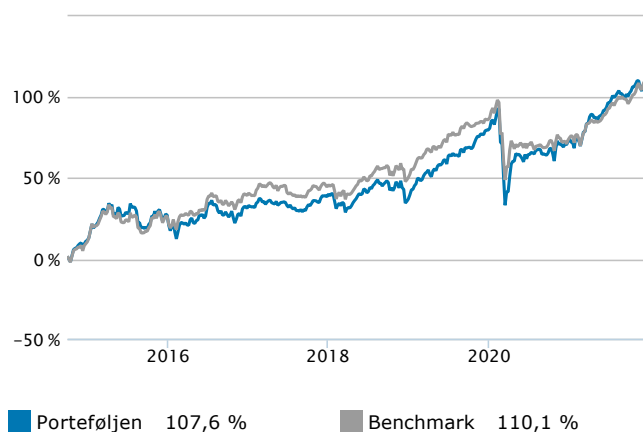
C WORLDWIDE STABILE AKTIER

PR. 31. DECEMBER 2021

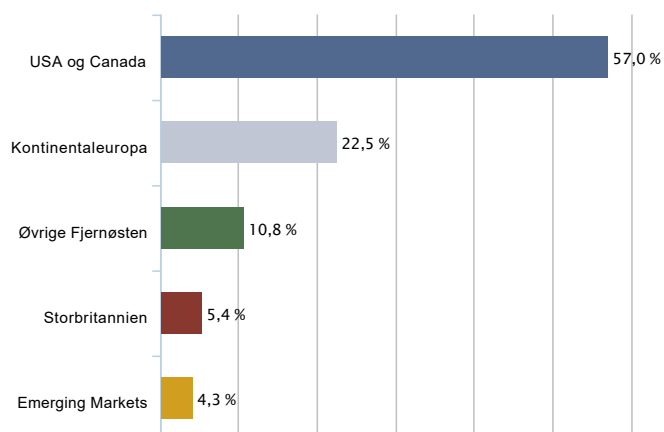
FAKTA

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	1,73 %
ÅOP	2,1 %
Indirekte handelsomk.	0,05 %
Forvalterteam	Jakob Greisen

AFKASTUDVIKLING



GEOGRAFISK



AFKAST & RISIKO

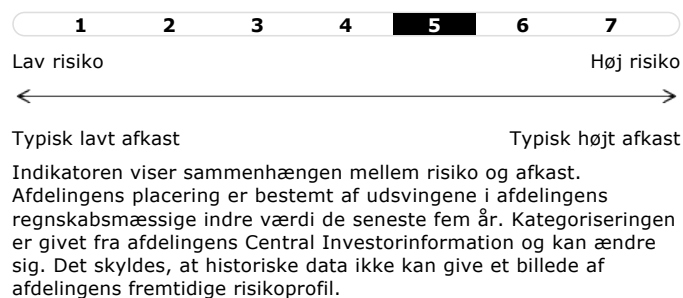
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	22,7	55,4	61,2	-	107,6	10,6
Benchmark (%)	22,5	41,9	52,6	-	110,1	10,8
Aktivt afkast (%)	0,2	13,4	8,7	-	-2,5	-0,2

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. p.a. porteføljen (%)	15,5	13,3	-	12,9
Std. afv. benchmark (%)	11,8	10,4	-	10,6
Beta	1,2	1,2	-	1,1

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
Sony Group	4,3
Laboratory Corp of America Holdings	3,5
Dollar General	3,5
Altus Power	3,5
TJX Companies	3,5
Brookfield Renewable	3,3
Vonovia	3,3
Asahi Group Holding	3,2
Electronic Arts	3,1
Carlsberg	3,1

RISIKOINDIKATOR



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



Emerging Markets

Status på kvartalet

Emerging Markets var præget af negative overskrifter, heriblandt de stigende energipriser, som bl.a. skabte højere inflation verden over. Den stigende inflation har medført udsigt til strammere pengepolitik fra den amerikanske centralbank. I en række EM-lande så vi centralbankerne hæve renterne mhp. at håndtere den stigende inflation. I Tyrkiet derimod, sænkede den Erdogan-styrede centralbank renterne, hvilket førte til et massivt fald i den tyrkiske lira. Afdelingen faldt 1,9 pct. i fjerde kvartal, hvilket var dårligere end markedet, der steg 0,6 pct. For 2021 blev afdelingens afkast på 4,4 pct., hvilket var på niveau med benchmark, som gav 4,8 pct.

I Kina blev præsident Xi bekræftet som "Core"-leder, hvilket cementerer hans magt-position. Kritik af ham vil derfor svare til at kritisere kommunistpartiet, hvilket er uacceptabelt. Selvom vi ser dette som en negativ udvikling, har vi perspektiveret rationalet bag de mange tiltag og reguleringer i artiklen "Kinas relevans for den globale investor". På den korte bane er der økonomiske udfordringer i Kina drevet af den udfordrede ejendomssektor – salgstallene er dalende og gælds niveauerne blandt ejendomsudviklerne er høje samtidig med at myndighederne fortsat er fokuseret på opstramning af sektoren. Vi ser dog fortsat flere spændende vækstområder i Kina i de kommende år – f.eks. den grønne energiomstilling.

Blandt de mest positive bidrag i kvartalet var TSMC, Mediatek og Samsung Electronics. Blandt de mest negative bidrag var Sea, Magazine Luiza og Hangzhou Tigermed Consulting – tre vækstaktier, som er blevet ramt af bl.a. stigende inflation og stigende renter.

Investeringsstrategi og porteføljeændringer

I kvartalet har vi købt **Kajaria Ceramics**, **Schaeffler India**, **KEC Intl.**, **East Money Information**, **Airtac Intl. Group** og **Headhunter Group**. Som Indiens førende fliseproducent står Kajaria Ceramics stærkt ift. det stærke boligmarked. Schaeffler India og KEC Intl. er velpositionerede ift. den forestående investeringscyklus i Indien. East Money er den førende onlinehandelsplatform i Kina, der drager nytte af kinesernes øgede fokus på opsparing. Airtac Intl. Group drager nytte af Kinas fokus på automatisering og selvforsyning inden for forskellige teknologiske områder. Headhunter Group er Ruslands dominerende online- rekrutteringsplatform. Vi solgte **Weimob**, **Sunac Services** og **Meituan** pga. politisk modvind, som selskaberne risikerer de kommende år. **Arco Platform**, **Intermedica**, **Locaweb**, **CP All**, **PagSeguro** solgte vi for at finansiere de bedre alternativer nævnt ovenfor.



Se porteføljen på cww.dk

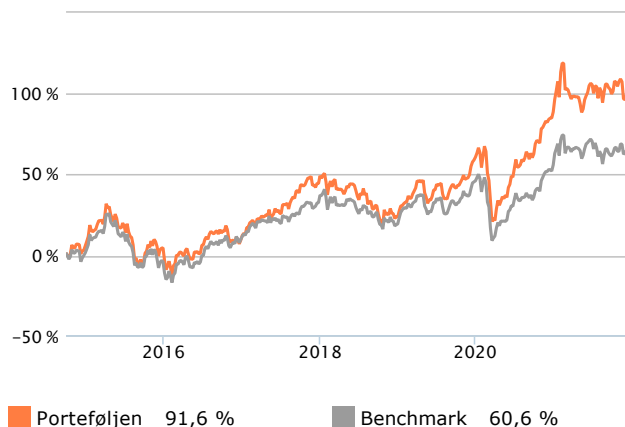
C WORLDWIDE EMERGING MARKETS

PR. 31. DECEMBER 2021

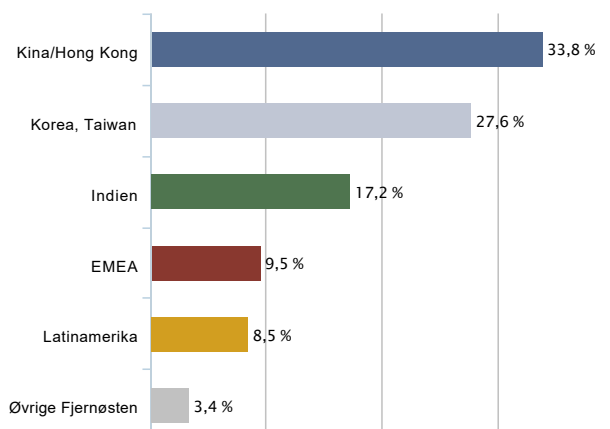
FAKTA

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	2,33 %
Indirekte handelsomk.	0,06 %
Forvalterteam	Aman Kalsi, Allan Christensen, Mogens Akselsen, Abhinav Rathee

AFKASTUDVIKLING



GEOGRAFISK



AFKAST & RISIKO

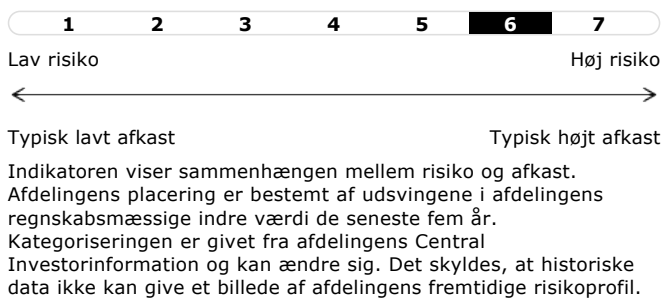
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	4,4	57,7	79,6	-	91,6	9,4
Benchmark (%)	4,8	36,8	48,6	-	60,6	6,7
Aktivt afkast (%)	-0,4	20,9	31,1	-	31,0	2,6

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. p.a. porteføljen (%)	18,3	16,0	-	16,2
Std. afv. benchmark (%)	16,3	14,2	-	14,5
Beta	1,1	1,1	-	1,1

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
TSMC	9,3
Samsung Electronics	7,1
Tencent Holdings	5,5
Alibaba Group Holding	2,9
ICICI Bank	2,6
Sea	2,6
MediaTek	2,3
Sunny Optical Tech	2,3
Bank Rakyat Indonesia Perser	2,2
Ivanhoe Mines	2,2

RISIKOINDIKATOR



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



Asien

Status på kvartalet

De asiatiske aktier udviklede sig generelt negativt i fjerde kvartal pga. stigende inflation og den negative udvikling i ejendomssektoren samt den øgede statslige regulering i Kina. Afdelingen gav et negativt afkast på 0,2 pct., mens benchmark steg 0,7 pct. hjulpet af en svagt stigende dollar. De mest positive bidragsydere var alle teknologiselskaber: Sunny Opticals, TSMC og Mediatek. De største negative bidrag kom fra Sea Ltd., Alibaba og LG Chem Ltd.. Sea Ltd., som gennem de seneste par år næsten var tidoblet i kurs, faldt tilbage, da Tencent har reduceret deres investering i selskabet. Vi har dog stadig tiltro til selskabet. På trods af den hårde Covid-bølge i april-maj 2021 gjorde de indiske aktier det bemærkelsesværdigt godt drevet af stærke politiske initiativer. Den økonomiske udvikling har været stærk, og forbruget var rekordhøjt i oktober under de traditionsrige festhøjtideligheder (Diwali). Den positive stemning blev dog brudt en smule, da politikerne sidst på året trak en vigtig landbrugsreform tilbage. Kinas indgriben overfor udvalgte sektorer samt Evergrande-krisen påvirkede situationen negativt. De kinesiske myndigheder forsøgte at dæmme op for ejendoms-krisen ved at understøtte færdiggørelse af igangværende projekter, omend salget af nye ejendomme er faldet. Fremadrettet ser vi, at Kina vil prioritere "Common Prosperity" (fælles velstand) og den grønne omstilling.

Investeringsstrategi og porteføljeændringer

Investeringsstrategien har fortsat fokus på selskaber eksponeret til indenlandsk vækst. Vi har dog øget investeringerne inden for temaerne investeringsopsving i Indien, grøn energi, lokal produktion i Kina og stigende inflation. Derfor har vi købt **DBS Bank, KEC Intl., Airtac og OZ Minerals**. Som finansiering har vi solgt **Yuzhou, Weimob, Petronet LNG, Sri Trang, Meituan og HDFC Life Insurance**. DBS Bank har aktiviteter i Asien samt en dominerende position på hjemmemarkedet i Singapore. Banken kan drage fordel af stigende inflation gennem højere marginer, i fald højere inflation leder til højere renter. Derudover har banken en lønsom afdeling for formueforvaltning. KEC Intl. er en indisk infrastrukturvirksomhed inden for vækstområder såsom elmaster, jernbaneannelektificering og øvrige ingeniørprojekter. Airtac nyder godt af automatiseringstrenden i Kina samt Kinas ambitioner om mere lokal produktion og ønsket om at bevæge sig op ad i værdikæden. Disse tendenser afspejler sig i en voksende ordrebog og selskabets ekspansionsplaner. OZ Minerals er en kobberproducent og nyder godt af den grønne omstilling og stigende elektrificering. Efterspørgslen efter kobber er drevet af elbiler, ladestationer, solenergi, vindmøller, transmissions- og distributionslinjer. Derudover har virksomheden en fornuftig ESG-profil sammenlignet med andre mineselskaber.



Se porteføljen på cww.dk

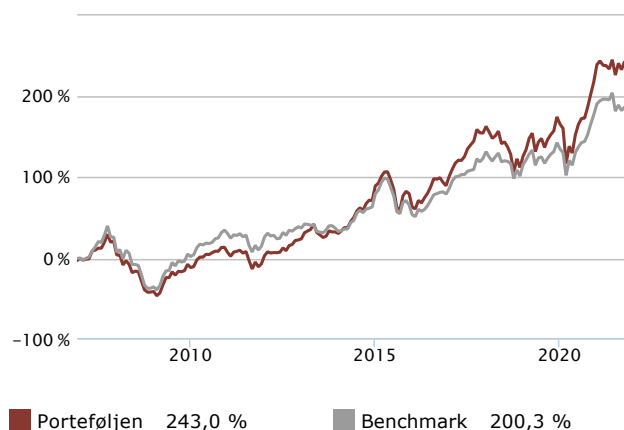
C WORLDWIDE ASIEN

PR. 31. DECEMBER 2021

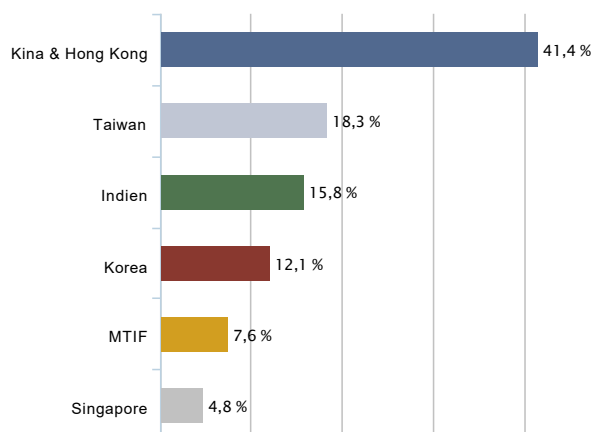
FAKTA

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	1,93 %
ÅOP	2,2 %
Indirekte handelsomk.	0,02 %
Forvalterteam	Allan Christensen, Mogens Akselsen

AFKASTUDVIKLING



GEOGRAFISK



AFKAST & RISIKO

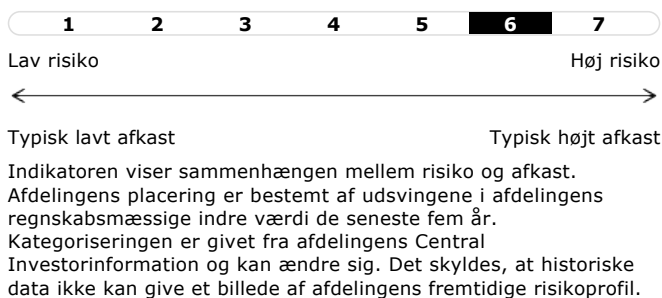
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	4,5	56,5	75,1	256,1	243,0	8,5
Benchmark (%)	2,4	41,0	58,5	147,0	200,3	7,6
Aktivt afkast (%)	2,0	15,4	16,6	109,0	42,7	1,0

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. p.a. porteføljen (%)	18,6	17,1	16,0	18,9
Std. afv. benchmark (%)	15,1	13,8	13,6	17,5
Beta	1,2	1,2	1,1	1,0

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
TSMC	9,9
Samsung Electronics	8,3
Tencent Holdings	6,2
Alibaba Group Holding	4,5
Sunny Optical Tech	4,2
ICICI Bank	3,3
Sea	3,2
AIA Group	2,6
Techtronic Industries	2,4
MediaTek	2,3

RISIKOINDIKATOR



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



Indien

Status på kvartalet

Fjerde kvartal gav et positivt afkast på 2,3 pct for afdelingen, mens benchmark MSCI India leverede 1,7 pct., da markederne "pustede ud" oven på pæne stigninger tidligere på året. De største positive bidragsydere var Infosys, Tata Motors og L&T Technology Services. Det største negative bidrag kom fra Godrej Properties, HDFC Bank og IndusInd Bank. Der var en del udenlandske investorer, som hjemtog gevinster – omend de indenlandske investorer fortsat er købere. I 2021 leverede afdelingen et afkast på 29,2 pct, mens benchmark gav 27,4 pct. Markeds-stemningen er fortsat optimistisk dog påvirket af stigende global inflationsfrygt og på det seneste truslen fra Omikron-varianten.

Fjerde kvartal er i Indien kendt for at være en forbrugsfest drevet af Diwali-højtiden, "Lysets fest". På trods af at den anden Covid-19-bølge i april-maj 2021 ramte økonomien hårdt, rettede den sig hurtigt igen forud for festlighederne. Vi forventede en stærk forbrugsefterspørgsel ifm. Diwali, men den viste sig at blive endnu stærkere. Dog faldt stemningen efterfølgende, da regeringen som følge af politiske og nationale sikkerhedsovervejelser trak de nye landbrugsreformer tilbage. Disse reformer var ellers vigtige og et positivt skridt mod at fremme Indiens vækstambitioner.

Investeringsstrategi og porteføljeændringer

Investeringsstrategien er uændret med fokus på indenlandske væksttemaer i Indien. Grundet øget tiltro til en forestående industriel investeringscyklus har vi øget eksponeringen inden for dette tema ved køb af **ABB India**, **KPR Mills**, **Asian Paints**, **Redington India** og **Syngene International**.

ABB India er blandt de førende inden for industriel automation, robotteknologi og elektrificering. Selskabet står til at drage fordel af mulighederne inden for datacentre, vedvarende energi, føde- og drikkevarer, elektriske biler og vand. KPR Mills er en førende eksportør af strikvarer, der har industriledende marginaler som følge af en stærk ledelse og en vertikal integration. Selskabet nyder tillige godt af offentlige støtteprogrammer og et voksende eksportmarked. Asian Paints har et stærkt distributionsnetværk og en imponerende lagerstyring. Selskabet er prisledende på et oligopolpræget marked for maling og nyder godt af stigende efterspørgsel på boliger og forbrugernes forbedrede økonomiske råderrum. Redington er Indiens førende distributør af elektroniske teknologiprodukter og fremtidig udbyder af logistik tjenester. Syngene International er en spirende udviklings- og produktionspartner til farmasektoren med stærke relationer til innovative virksomheder.



Se porteføljen på cww.dk

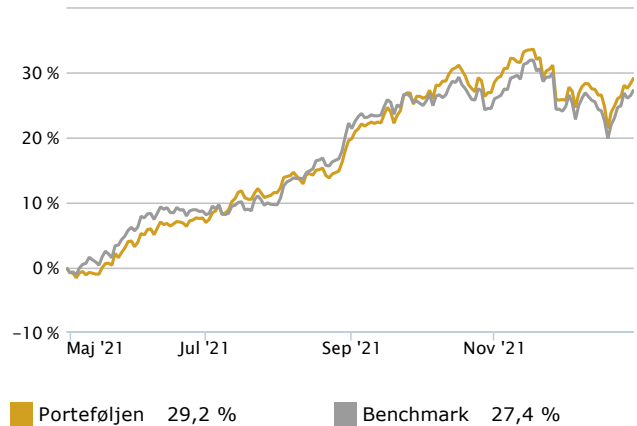
C WORLDWIDE INDIEN

PR. 31. DECEMBER 2021

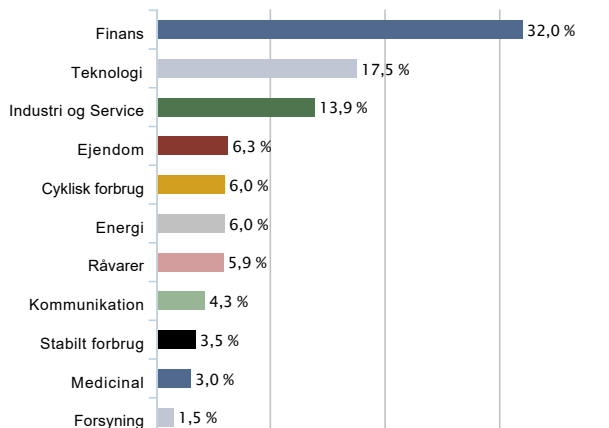
FAKTA

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	2,0%
ÅOP	2,56%
Indirekte handelsomk.	0,15%
Forvalterteam	Allan Christensen, Mogens Akselsen, Abhinav Rathee

AFKASTUDVIKLING



SEKTORFORDELING



AFKAST & RISIKO

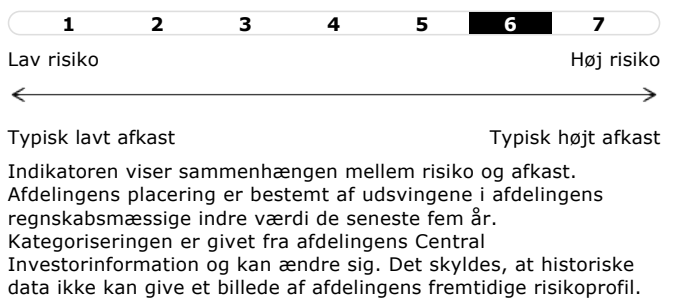
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (net of fees) (%)	-	-	-	-	29,2	-
Benchmark (%)	-	-	-	-	27,4	-
Aktivt afkast (%)	-	-	-	-	1,8	-

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

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
Infosys Technologies	9,9
ICICI Bank	7,0
Reliance Industries	6,0
HDFC Bank	5,7
HDFC	3,9
Indian Energy Exchange	3,0
HCL Technologies	2,9
Amber Enterprises India	2,8
Bharti Airtel	2,7
Godrej Properties	2,6

RISIKOINDIKATOR



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

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 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. 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

C WorldWides kerne- og vækstafdelinger



- Globale Aktier KL
- Globale Aktier Etik KL
- Stabile Aktier KL
- Emerging Markets KL
- Asien KL
- Indien KL

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.

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 Information.

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. januar 2022. Denne kvartalsorientering for 4. kvartal 2021 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.

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

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 www.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