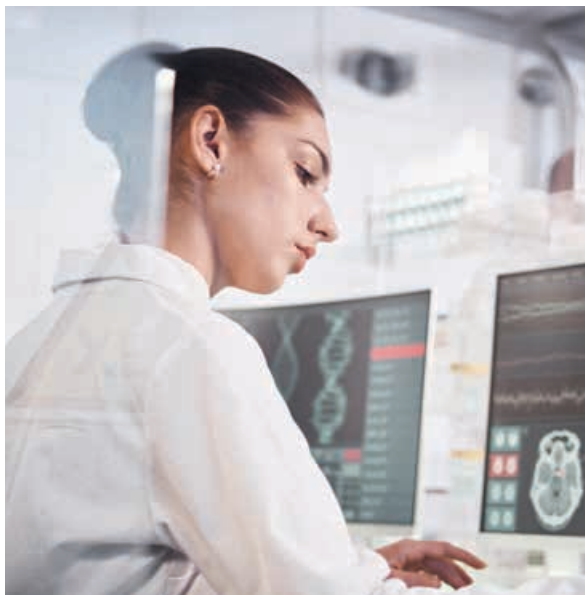


Bogstavkombinationer dominerer markedet

Indiens fremgang fortsætter
Den svære vej mod CO₂-neutralitet
Markedet for varmepumper er hedt

Indhold

04



LEDER

Af Bo Knudsen og Tim Kristiansen

04

06



ARTIKLER

Bogstavkombinationer dominerer markedet

06

Indiens fremgang fortsætter: Sådan investerer vi i en af verdens hurtigst voksende økonomier

09

Den svære vej mod CO₂-neutralitet — og balancen mellem forsyningssikkerhed, acceptable priser og bæredygtighed

13

Markedet for varmepumper er hedt

17

22



KVARTALSSTATUS

Globale Aktier KL

22

Globale Aktier Etik KL

24

Stabile Aktier KL

26

Emerging Markets KL

28

Asien KL

30

Indien KL

32

34



OM C WORLDWIDE

Én grundfilosofi – seks afdelinger

34

Investeringsforeningen C WorldWide

36

Kære Investor

Gen AI og GLP-1 skabte plusser på aktiemarkedene

De globale aktiemarkeder havde en god start på året drevet af store forventninger til kunstig intelligens og den nye GLP-1-vægttabsmedicin, som markedsføres af Novo Nordisk og amerikanske Eli Lilly. Den amerikanske økonomi fortsætter på et højt niveau bl.a. understøttet af store finanspolitiske stimuleringer. Samtidigt har de seneste produktivitetmålinger i USA været positive. På kort sigt kan disse tal være svingende, men tendensen i sig selv er interessant. Højere produktivitet understøtter indtjeningsmarginalerne i virksomhederne og giver muligheder for stigende lønninger og dermed højere forbrug

og vækst, uden at inflationen nødvendigvis stiger. Endelig er der en forventning om, at centralbankerne i Europa og USA senere i år vil påbegynde rentesænkninger, hvilket også har været støttende for aktiemarkedene.

Vores globale afdelinger, som har eksponering til både AI-trenden og de nye vægttabsmidler via investering i Novo Nordisk, skabte afkast omkring 8 pct. Dette var en smule mindre end verdensindekset, idet et par enkelte selskaber, bl.a. vores langsigtede investering i indiske HDFC Bank, havde en kortsigtet skuffende udvikling. Afdeling Stabile Aktier, hvor investeringsuniverset kun i mindre grad er eksponeret til teknologisektoren og dermed udviklingen

"God start på året drevet af store forventninger til kunstig intelligens og den nye GLP-1-vægttabsmedicin."



Resultat 1. kvartal 2024

Afdeling	Afkast 1.kvt	Benchmark 1. kv
Globale Aktier KL	8,0%	10,7%
Globale Aktier Akk. KL	8,0%	10,7%
Globale Aktier Etik KL	8,2%	10,7%
Stabile Aktier KL	5,9%	7,2%
Asien KL	7,0%	4,8%
Emerging Markets KL	6,1%	4,8%
Indien KL	4,4%	8,6%

“Vi ser stadig Indien som en af de mest interessante langsigtede investeringsmuligheder.”

inden for AI, fik et positivt afkast på 5,8 pct. Afdelingerne Emerging Markets og Asien steg mere end benchmark med afkast på hhv. 6 pct. og 7 pct., mens Afdeling Indien, efter det høje afkast sidste år, haltede lidt bagefter med en stigning på 4,4 pct. Vi ser dog stadig Indien som en af de mest interessante langsigtede investeringsmuligheder, og i artiklen ”Indiens fremgang fortsætter” kan du læse mere om udviklingen og om, hvordan vi investerer i Indien.

Udover artiklen om Indien, sætter vi i to artikler ”Den svære vej mod CO2-neutralitet” og ”Markedet for varmepumper er hedt” fokus på energiomstillingen mod lavere CO2-udledning. Vi argumenterer for, at den nuværende strategi med entydigt fokus på sol og vind har fejlet i målet om en markant nedbringelse af CO2-udledningen. Vi er nødt til at anskue udfordringen mere bredt og tænke naturgas, atomkraft, fusionsenergi, stigende elektrificering og energieffektivitet via isolering og varmepumper ind

i billedet. I artiklerne sætter vi ligeledes fokus på udvalgte selskaber, der leverer løsninger inden for disse områder.

Du kan læse mere om afdelingernes strategi og afkast fra side 22 og frem.

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

Bo Knudsen Tim Kristiansen

Bogstavkombinationer dominerer markedet

Af C WorldWide Asset Management
April 2024

“Selvom det er for tidligt at aflyse et recessionsscenarie, ser de nuværende indikatorer overraskende stærke ud.”

På det seneste har aktiemarkederne været domineret af to akronymer: Gen AI (kunstig intelligens) og GLP-1 (tarmhormon-lignende stof til bl.a. vægtkontrol). Tendensen med polariserede aktiemarkeder er fortsat drevet af disse to områder med store forventninger til brugen af kunstig intelligens og vidundermidlerne, der går under betegnelsen ”Glucagon-Like Peptide-1”, som markedsføres af de to medicinalfirmaer Novo Nordisk og Eli Lilly. Læs vores [Indsigt](#) eller vores dybdegående [Perspektiv](#) (engelsk publikation) om Gen AI, og vores Indsigt om [GLP-1-markedet](#) for mere viden på området.

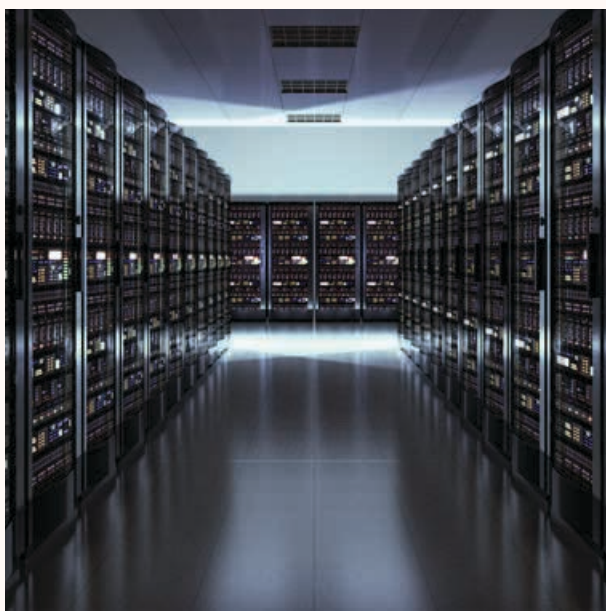
AI-aktierne har været associeret med betegnelsen “The Magnificent Seven”, men her i 2024 kunne det være passende at omdøbe dem til “The Fantastic Few”, da kun tre af de syv selskaber leverede markante afkast i 1. kvartal, og hvor Apple og Tesla endog gav negative afkast. Særligt kursudviklingen på Nvidia har været bemærkelsesværdig med en stigning på ca. 80 pct. (i USD) i 1. kvartal drevet af meget stærk efterspørgsel efter virksomhedens GPU-produkter, der driver de nye AI-drevne såkaldte “Large Language Modeller” (LLM). De enorme investeringer i GPU-chips har haft positive effekter for

hele semiconductor-forsyningskæden, herunder TSMC (den førende producent af semiconductors) og ASML (den førende udbyder af litografiudstyr til semiconductor-industrien). Vores aktievalg inden for dette tema har været disse to selskaber frem for Nvidia. På længere sigt vil Cloud-udbydere som Microsoft (Azure), Amazon.com (AWS) og Google Cloud Platform (GCP) også drage fordel af Gen AI-boomet, som leverandører af computerkraft til disse applikationer. Disse tre leverandører står for 2/3 af det globale marked

indenfor Cloud-infrastruktur, og vi har en betydelig investeringseksponering til disse leverandører. Vi mener, at disse investeringer er en mindre risikofyldt, langsigtet måde at få eksponering til AI-revolutionen på.

Inden for GLP-1 har Novo Nordisk været en af vores langsigtede investeringer, og sammen med Eli Lilly udvikler og driver disse to virksomheder det nye behandlingsparadigme af fedme. Novo Nordisks aktiekurs steg ca. 25 pct. i 1. kvartal ovenpå fortsat stærk efterspørgsel, selskabets førende produktionskapacitet og positive nyheder om et lovende oralt fase 1-produkt, der kan blive næste generation af Wegovy. En succesfuld lancering af

“De enorme investeringer i GPU-chips har haft positive effekter for hele semiconductor-forsyningskæden, herunder TSMC.”



“Vi ser, der er strukturelle tendenser, som understøtter nogle af de meget store virksomheder. Dette sker bl.a. pga. netværkseffekten, som kan udmønte sig i meget høj marginal profitabilitet særligt inden for de digitale industrier.”

dette produkt vil mindske bekymringen om patentudløb for de nuværende produkter. Udviklingen inden for GLP-1 har gjort Novo Nordisk til den mest værdifulde virksomhed i Europa.

De store selskaber bliver større

På baggrund af disse tendenser og USA's teknologiske lederskab fortsætter de amerikanske aktier med at klare sig bedre end Europas, og i USA klarede de store selskaber sig bedre end de små og mellemstore virksomheder, hvor S&P500 (jf. de store aktier) overgik Russell 2000 (jf. de små og mellemstore aktier) med mere end 5 procentpoint. Mange iagttagere argumenter for, at stigningen i large cap-aktier er uholdbar. Vi ser et mere nuanceret billede, hvor der er strukturelle tendenser, som understøtter nogle af de meget store virksomheder. Dette sker bl.a. pga. netværkseffekten, som kan udmønte sig i meget høj marginal profitabilitet særligt inden for de digitale industrier. AI vil skabe nye forretningsmuligheder, og virksomheder vil kunne høste effektivitetsgevinster. De bedste muligheder vil være for dem, som har adgang til data og ejerskab af data. Igen er det typisk de store virksomheder, som har flest data. Dette mønster er også gældende inden for de mere traditionelle industrisektorer, hvor automatisering og intelligente, digitale løsninger i stigende grad vil spille en afgørende rolle. Endelig har de store virksomheder mere viden og infrastruktur, der gør dem bedre i stand til at navigere i en verden, der bliver

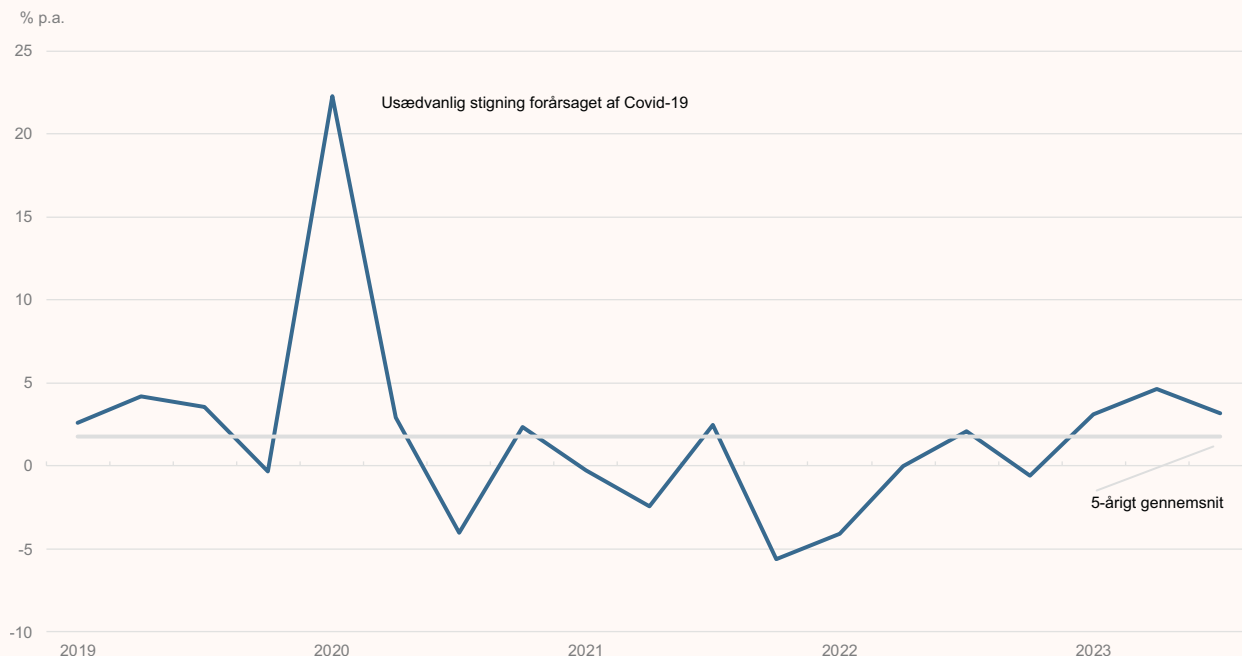
mere og mere multipolar. Vi vil beskrive disse tendenser nærmere i en artikel senere på året.

Konjunktur versus langsigtet investering

Det nuværende økonomiske miljø ser positivt ud, hvor inflationen fortsætter nedad, og regeringerne opretholder stor finanspolitisk støtte. I Europa er udviklingen fortsat svag, men håbet om rentenedsættelser er støttende. I Kina implementerer regeringen flere penge- og finanspolitiske støttepakker for at stimulere den svage økonomi. Økonomien i USA er overraskende stærk i lyset af de kraftige renteforhøjelser, men er understøttet af en ganske ekspansiv finanspolitik. Biden-administrationen ser ud til at være fast besluttet på at sikre en stærk økonomi, og der ser ikke ud til at være villighed blandt hverken demokraterne eller republikanerne til at reducere underskuddet.

Vi og mange andre har forventet en svækkelse af økonomierne og særligt den amerikanske. Dette set i lyset af den hurtige og kraftige stramning af pengepolitikken, som skete i Europa og USA for mere end 20 måneder siden. Pengepolitiske ændringer slår altid igennem til realøkonomien med en vis forsinkelse – normalt på 18-24 måneder. Dette er nøgleargumentet for svagere vækstudsigter for 2024. Selvom det er for tidligt at aflyse et recessionsscenarie, ser de nuværende indikatorer overraskende stærke ud, hvor konsensus forventer lavere

Figur 1

Amerikansk arbejdsproduktivitet

Kilde: U.S. Bureau of Labor Statistics (bls.gov), ultimo 2023

centralbankrenter forude og en fortsat pæn økonomisk vækst i USA. Dette scenarie er understøttende for reale aktiver såsom aktier.

En positiv udvikling er den seneste stigning i arbejdsproduktiviteten i USA, hvor de seneste tre kvartaler har vist produktivitetsstigninger på over 3 pct. (målt på årsbasis). Dette skal sammenlignes med det historiske gennemsnit de sidste 5 år på 1,8 pct. årligt. Produktivitets-tallene skal dog tages med en vis forsigtighed, da tallene på kort sigt er volatile og påvirkelige over for ændringer i antallet af arbejdstimer. Tendensen er dog interessant, da håbet netop er, at Gen AI vil skabe en øget produktivitet. Højere produktivitet har mange fordele såsom højere indtjeningsmarginaler for virksomheder, stigende arbejdsindkomster, der igen understøtter den økonomiske vækst gennem højere forbrug, vel at mærke uden at der skabes et nyt inflationspres.

Når det er sagt, er vores primære fokus ikke at forsøge at forudsige udviklingen på aktiemarkederne på kort eller mellemlang sigt. Som langsigtet investor er vores tilgang at se igennem de økonomiske konjunkturer og markedsmæssige fluktuationerne og i stedet finde de bedste virksomheder med strukturel medvind og en attraktiv afkast-/risikoprofil. Og vi ser fortsat mange interessante muligheder med tematisk medvind. Vi har et katalog med investeringskandidater, som vi løbende sammenligner med de eksisterende investeringer. Det er en konkurrence om vores forvaltede kapital med et fem til ti års perspektiv. Vi mener, at investeringsressourcer udnyttes bedst ved at allokere dem til dette vindende princip.

“Vi ser fortsat mange interessante muligheder med tematisk medvind.”

INDIENS FREMGANG FORTSÆTTER:
SÅDAN INVESTERER VI I EN AF VERDENS
HURTIGST VOKSENDE ØKONOMIER



Indiens fremgang fortsætter: Sådan investerer vi i en af verdens hurtigst voksende økonomier

*Af porteføljemanager Abhinav Rathee
C WorldWide Asset Management*

Indien er på vej til at indtage sin retmæssige plads i verdensordenen og er måske det land, der lige nu har de mest lovende langsigtede investeringsmuligheder. Aldrig før har landet været så gunstigt positioneret som nu – både fra et geopolitisk og økonomisk perspektiv. På trods af den udbredte globale usikkerhed har Indiens makroøkonomiske stabilitet været enestående. I følge den amerikanske bank Morgan Stanley forventes Indien at tegne sig for hele 18 pct. af den globale BNP-vækst i 2024.

Blandt nye vækstøkonomier er Indien den næststørste økonomi og den femtestørste globalt med et BNP på 3,75 billioner USD. Indien har det næststørste aktiemarked i Asien målt på værdi, og ift. antal børsnoterede selskaber er det verdens næststørste – kun overgået af USA.

“Aldrig før har landet været så gunstigt positioneret som nu – både fra et geopolitisk og økonomisk perspektiv.”

Selvom Indien er en gammel civilisation, er det også et ungt, entreprenant land. Gennemsnitsalderen i befolkningen er 28 år, og arbejdsstyrken vokser med ca. 10 mio. årligt. Med 40 millionbyer og yderligere 400 byer med en befolkning på mellem 100.000 og 1 mio. indbyggere er Indien det land i verden, hvor urbaniseringen vokser hurtigst. Det skaber en betydelig strukturel og demografisk fordel med en hastigt voksende middelklasse i de kommende årtier.

Indiens BNP pr. indbygger er nu højere end 2.500 USD, hvilket er niveauet (bl.a. baseret på erfaringerne fra Kina), hvor efterspørgslen af varige forbrugsgoder for alvor tager fart. Investeringsmulighederne har længe har været interessante, men det fulde potentiale er ikke blevet realiseret pga. strukturelle udfordringer, der har stået i vejen for bl.a. bæredygtig vækst. Gennem de sidste otte år har regeringen gennemført en række centrale reformer, der i vid udstrækning adresserer disse udfordringer. Overordnet har hver reform haft til formål at forbedre de fire grundlæggende produktionsfaktorer: Adgang til jord, udvikling af kvalificeret arbejdskraft, adgang til kapital og tilskyndelse til iværksætteri.

C WorldWides investeringer i Indien

Vores strategi i C WorldWide Indien er at deltage i landets betydelige langsigtede vækstpotentiale, og vi har identificeret fire relevante investeringstemaer: 1) Finansiell inklusion 2) Reforme (fra uformel til formel økonomi) 3) Boligmarkedet 4) Øgede kapitalinvesteringer og eksport. Ud fra disse temaer forsøger vi at identificere de mest interessante virksomheder. Vi forventer, at Indiens reale BNP-vækst bliver ca. 6-7 pct. i løbet af det næste årti og en forventet inflation på omkring 4-6 pct. Vores ambition er at identificere veldrevne virksomheder, der



“Vores ambition er at identificere veldrevne virksomheder, der ikke blot udkonkurrerer deres konkurrenter, men også markedet som helhed.”

ikke blot udkonkurrerer deres konkurrenter, men også markedet som helhed. Langsigtede investeringer i Indien har i løbet af de sidste 30 år givet et årligt gennemsnitligt afkast på 8,7 pct. målt i USD, hvilket placerer Indien som det næstbedste marked at investere i globalt efter USA¹. Hovedårsagen til Indiens høje historiske afkast er den stærke underliggende vækst kombineret med effektiv brug af kapital.

Fokus på mellemstore virksomheder

Selvom den indiske økonomi er gigantisk, har flere sektorer endnu ikke forløst deres fulde potentiale. Derfor er der flere eksempler på veldrevne virksomheder, der er førrende inden for deres sektor, men som stadig ikke store på børsen med en markedsværdi under 5 mia. USD. Den indiske økonomi forventes at blive den tredjestørste i

¹ C WorldWide research/Bloomberg, November 2023.

verden i 2028, bl.a. drevet af netop de mellemstore virksomheder.

I øjeblikket er næsten to tredjedele af investeringerne i afdeling Indien i mellemstore virksomheder. De mellemstore virksomheder har i en lang periode outperformet de store selskaber. Dette illustreret ved, at indekset for de mellemstore virksomheder Nifty Midcap over de sidste 10 år har givet et årligt gennemsnitligt afkast på 17 pct. målt i USD, mens Nifty 50, som er de 50 største børsnoterede virksomheder i Indien, har givet et pænt, men noget mindre årligt gennemsnitsafkast på 11 pct.²

Aktiemarkedet har en tendens til at kigge på virksomhedernes aktuelle markedsandel, når ”fyrtårnene” i de enkelte sektorer defineres. Vi vælger i stedet at se på evnen til at vokse sig større over tid. Nogle gange falder de to syn sammen, men ikke altid. Der er to hovedårsager til, at denne metode er vigtig for os; 1) den afspejler disciplin i kapitalallokering og 2) den viser, hvordan virksomheden prioriterer og værdsætter sine ressourcer.

God virksomhedsledelse er en af nøglerne

Som langsigtede investorer med en investeringshorisont på mindst 5 år er det afgørende for os at vurdere ledelserne i de enkelte virksomheder. Vi lægger stor vægt på, at værdier og den strategiske retning er en del af fremtidens løsninger. For at få det mest præcise billede foretager vi nøje analyser og indsamler information og indsigt fra forskellige kilder (f.eks. leverandører, kunder, brancheksperter og konsulenter) for at danne os et samlet billede af virksomhedens drift og dens omgivelser. Vi udfører også en grundig og dybdegående analyse af finansielle data for at sikre, at ledelsens udtalelser og intentioner effektivt omsættes til økonomiske resultater.

Bæredygtighed og ESG i centrum

Eftersom Indien er et land med høj vækst, er det ekstra vigtigt at have fokus på spørgsmål om virksomhedernes holdbarhed i bred forstand. Vi fokuserer på at identificere

og forstå væsentlige ESG-risici gennem vores egne analyser, men vi supplerer også med viden fra eksterne samarbejdspartnere. Virksomheder med en sund og langsigtet virksomhedskultur har en tendens til at tage bæredygtighed samt relaterede risici og muligheder alvorligt. I et vækstmarked som Indien, hvor ESG-rapportering og tilgængelighed af bæredygtighedsdata er mindre udviklet, er det endnu vigtigere at engagere sig direkte i virksomhederne, når det handler om langsigtet bæredygtighed.

Sammenfatning af vores strategi

Det er vores overbevisning, at Indien på lang sigt er en af de mest lovende investeringsmuligheder i verden. Landet fortsætter sin eksplosive udvikling og gør massive fremskridt økonomisk, socialt og politisk. Dette åbner spændende tematiske muligheder på et voksende aktiemarked og giver adgang til mange interessante investeringer med et stort potentiale. For os er det afgørende, at vi er selektive og finder lige præcis de aktier, vi mener, har de største potentiale. Som investor i Indien er tålmodighed dog også en nødvendighed, og som ved alle investeringer i emerging markets, kan der opstå bump undervejs. Dette kan f.eks. være ændringer i den politiske retning, selvom vi forudser, at premierminister Modi og reformprocessen fortsætter, også efter valget i 2024. Andre risici er bl.a. stigende energipriser, idet Indien i stort omfang importerer energi for at dække landets energibehov.

Vores erfaring tilsiger dog at have en langsigtet investeringshorisont, at acceptere mulige kortsigtede markedsudsving og i stedet fokusere på de langsigtede udsigter. Dette er vores investeringstilgang, når vi prøver at finde de bedste og mest holdbare investeringer.

“Det er vores overbevisning, at Indien på lang sigt er en af de mest lovende investeringsmuligheder i verden.”

2 C WorldWide research/Bloomberg, November 2023.





Den svære vej mod CO2-neutralitet

— og balancen mellem forsyningssikkerhed,
acceptable priser og bæredygtighed

Af C WorldWide Asset Management

Nøgleindsigter

- *Den massive satsning på vedvarende energikilder som sol og vind skal fortsætte, men den kan ikke stå alene.*
- *Naturgas, atomkraft og fusionsenergi i en eller anden form bør være en del af løsningen, hvis vi skal nå i mål. Energieffektivitet via isolering og varmepumper samt elektrificering i form af elbiler og elmotorer skal også yde et langt større bidrag.*
- *C WorldWide har investeringer i flere af de selskaber, der har løsninger til at opnå CO2-neutralitet.*

Energiomstillingen halter af flere årsager

Verden over har mange lande opstillet ambitiøse målsætninger om markant nedbringelse af CO₂ udledningerne. Målet er at dæmpe de voldsomme og ødelæggende klimaforandringer. Det er de fleste eksperter i dag enige om. Men midlerne til at nå målet er der ikke enighed om. Fossile brændsler skal udfases, men hvad der skal sættes i stedet, er der delte meninger om.

Vi har i årevis hørt, at sol og vind producerer den billigste elektricitet og dermed, at satsningen på vedvarende energi ikke kun er godt for klimaet men også for økonomien. Politikere og NGO'er har i lang tid argumenteret for netop det, hvorfor det nærmest kan opfattes som kontroversielt at argumentere for det modsatte.

Men aflyste auktioner over havvindmøller, faldende aktiekurser på selskaber inden for vedvarende energi samt de ekstremt ustabile – og over tid – højere elpriser og en forringet pålidelighed af elnettet næsten alle de steder, hvor vind og sol har opnået en høj udbredelse, fortæller en anden historie. Måske er sol og vind alligevel ikke løsningen på alt.

Sol- og vindenergi er vigtige komponenter i et diversificeret energisystem men kan ikke være de bærende elementer, som et moderne samfund baserer sit energisystem på.

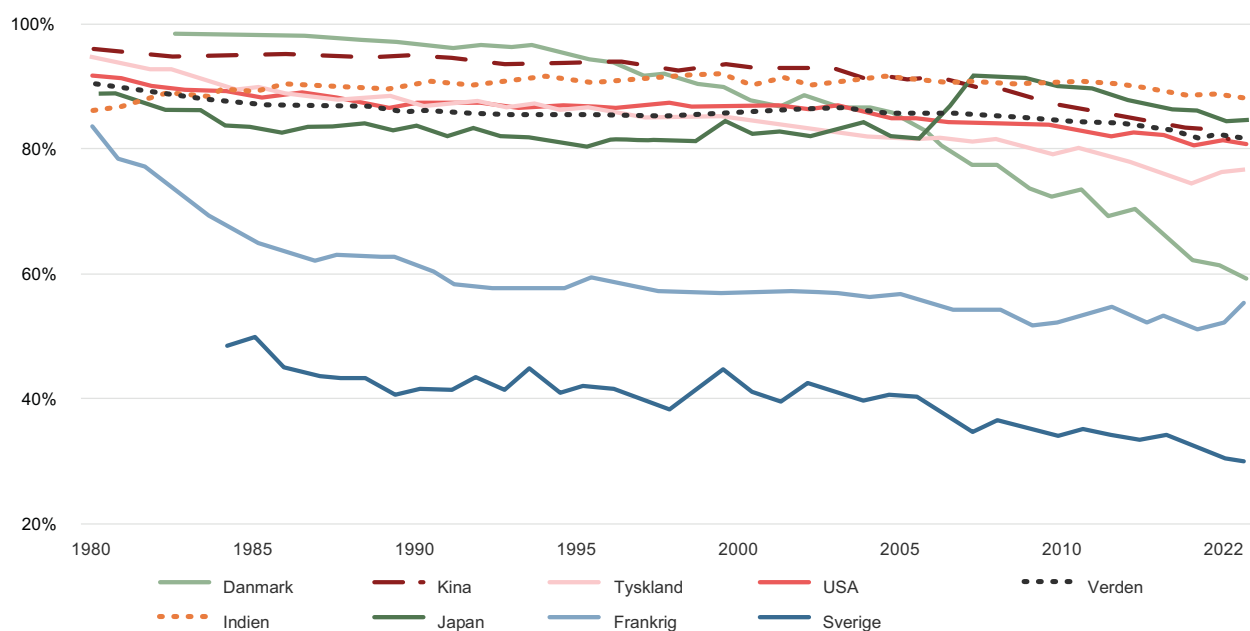
Energiens afgørende trilemma

Energiomstillingen kan analyseres inden for rammerne af det, vi kalder for energiens trilemma: Omstillingen skal ske under hensyntagen til sikkerhed, bæredygtighed og overkommelige energipriser. Hvis transformationen ikke kan levere rigelig, billig og sikker energi til en voksende befolkning, vil den økonomiske udvikling forringes og støtten til den grønne omstilling fordufte.

Mere end 4 billioner USD er i løbet af de sidste 20 år¹ blevet investeret i energiomstillingen, men det har på globalt plan kun reduceret andelen af fossil energi fra 85,6 pct. i 2000 til 81,8 pct. i 2022 – se figur 1 nedenfor. Verden kører altså stadig overvejende på fossil energi.

Nogle enkelte lande har dog været gode til at reducere udledningen af CO₂. Sverige har for eksempel et af verdens reneeste energisystemer på grund af en høj andel af atom-

Figur 1
Andel af primær energi fra fossile brændstoffer



Kilde: Energy Institute - Statistical Review of World Energy, september, 2023

“Sol- og vindenergi er vigtige komponenter i et diversificeret energisystem men kan ikke være de bærende elementer, som et moderne samfund baserer sit energisystem på.”

og vandkraft. Frankrig klarer sig også godt på grund af den store udbygning af atomkraft i de foregående årtier. USA har reduceret sin andel af fossil energi fra 87,5 pct. til 81,0 pct. over det seneste årti og er det land i verden, der har reduceret mest målt absolut. Det er primært et resultat af at have udskiftet kulbaseret elektricitet med gasdrevet elektricitet som følge af stigningen i naturgasproduktionen. Det har medført en halvering af det amerikanske kulforbrug i løbet af det seneste årti². Gas udleder 50 pct. mindre kulstof per energienhed end kul, hvorfor der kan argumenteres for, at naturgas har en relevant plads i energiomstillingen.

Det er også værd at nævne Danmark, der bliver betragtet som en af de globale ledere med en reduktion af fossile brændstoffer i energiforbruget fra 84 pct. til 57 pct. Omkring halvdelen af denne reduktion kommer fra en udbygning af vindkapaciteten, hvor mere end 60 pct. af elproduktionen i dag kommer fra vind (og en smule sol). Den resterende reduktion af fossile brændstoffer er mindre reel. Den er opnået som følge af en massiv udbygning af biomasseproduktionen. Omkring 1/3 af biomassen er importeret, men uanset om det er importeret eller ej, så er biomassens bæredygtighed og CO₂-reduktion dog tvivlsom, da der udledes CO₂ ifm. indkøb, transport og afbrænding af biomassen. Overdreven anvendelse af biomasse sker ved fældning af skove, der netop er super-vigtige i energiomstillingen, da de opsuger CO₂ gennem fotosyntesen. I stedet for at fælde træer skal vi massivt øge verdens skovarealer.

På baggrund af data fra Energy Institute (se figur 1) kan vi foreløbigt konkludere, at de lande, der har haft succes med at dekarbonisere, har været afhængige af kon-



“De lande, der har haft succes med at dekarbonisere, har været afhængige af koncentreret energi fra atomkraft og vandkraft eller naturgas.”

centreret energi fra atomkraft og vandkraft eller, som i USA's tilfælde, en betydelig ændring fra kul til naturgas. Udbygningen af vedvarende energi har indtil videre ikke væsentligt reduceret andelen af fossile brændstoffer i vores primære energisystemer – måske med undtagelse af Danmark afhængig af vurderingen af den reelle effekt ved brug af biomasse.

1 Kilde: Statista (“New investment in renewable energy worldwide from 2004 to 2022”) fra februar 2023.

2 Kilde: Statista (“Coal consumption for electricity generation in the United States from 1950 to 2022”) fra maj 2023.



“At investere bæredygtigt i energiomstillingen betyder efter vores mening at investere i virksomheder, der overholder energi-trilemmaet om billig, rigelig og sikker energi.”

Hvor findes løsningerne?

Efter vores opfattelse kan vejen til en mere effektiv energiomstilling, der tager hensyn til trilemmaet om forsynings-sikkerhed, bæredygtighed og acceptable priser på energi, nås via fem tilgange:

- Fortsat udrulning af vedvarende energikilder som sol og vind. Men kun op til 40-50 pct. af energiforsyningen. Dette er grænsen for at sikre forsynings-sikkerhed og stabilitet i elpriserne.
- Satsning på naturgas som supplement og erstatning for kul, der udleder dobbelt så meget CO₂.
- Udbygning med atomkraft, især tredje og fjerde generations modulære kraftværker. På sigt også satsning på fusionsenergi.
- Elektrificering og energieffektivitet. Udrulning af el-biler, elmotorer, varmepumper og isolering.
- Opsugning af CO₂ gennem landbrug og skovdrift.

Set fra investorernes perspektiv

Især de sidste par år har vist, hvor vanskeligt det er for investorer at investere i den megatrend, der hedder energiomstillingen. Mange selskabers aktiekurser er faldet bl.a. som følge af de stigende renter, som rammer selskabernes finanseringsomkostninger og værdiansættelse.

At investere bæredygtigt i energiomstillingen betyder efter vores mening at investere i virksomheder, der overholder energi-trilemmaet om billig, rigelig og sikker energi. Investeringerne skal være profitable for virksomhederne og

sikre en fornuftig forrentning af den investerede kapital og samtidigt sikre et fornuftigt energiafkast ift. den energi, investeringen kræver.

Et af vores foretrukne investeringsområder er inden for effektivitetsløsninger, fordi disse har tendens til at være de billigste og tilbagebetaler investeringerne hurtigt gennem reducerede energiomkostninger. Et eksempel er markedet for varmepumper, hvor vi har eksponering til virksomheder som Carrier Global, Daikin, Nibe og Amber. Et andet område er isolering, hvor vi er investeret i Kingspan.

Et andet investeringsområde er integrerede forsynings-virksomheder med fokus på vedvarende energi og el-infrastruktur. Et eksempel her er NextEra, som er den største amerikanske forsyningsvirksomhed.

Energiomstillingen er meget ressourcekrævende, og den globale minedriftsindustri kommer til at øge produktionen af kritiske mineraler betydeligt. Her er det svenske firma Epiroc, der bl.a. leverer udstyr til underjordisk minedrift, en vigtig aktør på markedet.

På vores internationale hjemmeside cworldwide.com har vi udgivet to white papers, der går mere i dybden med de temaer, der er beskrevet i denne indsig. De findes her: [The Road to Decarbonisation — A Comprehensive Analysis of Sustainable Energy Solutions](#) og [The Struggle to Achieve Net Zero Emissions — While Balancing Security, Affordability and Sustainability](#).



Markedet for varmepumper er hedt

Af porteføljemanager Catrin Jansson og analytiker Marcus Bellander

Nøgleindsigter

- Varmepumper er pt. på markedet i over 30 lande. Disse lande repræsenterer mere end 70 pct. af det globale behov for opvarmning af bygninger.
- Varmepumper dækker i dag kun en brøkdel af behovet. Der er med andre ord plads til massiv vækst.
- Investeringsmønstret er interessant, og vi har i vores porteføljer positioner i nogle af de store aktører på markedet.

Både private boligejere og politikere har de senere år fået øjnene op for, hvor effektive varmepumper er, når det handler om at opvarme alle former for bygninger og samtidig skåne miljøet. I dag yder over 30 lande, primært i Europa og Nordamerika, nu økonomisk støtte til køb og installation af nye varmepumper. Disse lande repræsenterer mere end 70 pct af det globale behov for opvarmning af bygninger¹. Men varmepumper udgør blot omkring 13 pct. af de samlede energikilder til opvarmning i Europa. I USA er tallet nede på fem pct. Der er med andre ord et stort potentiale for yderligere vækst².

I de senere år er markedet for varmepumper udvidet markant. Dette tilskrives vi flere faktorer: Stigende

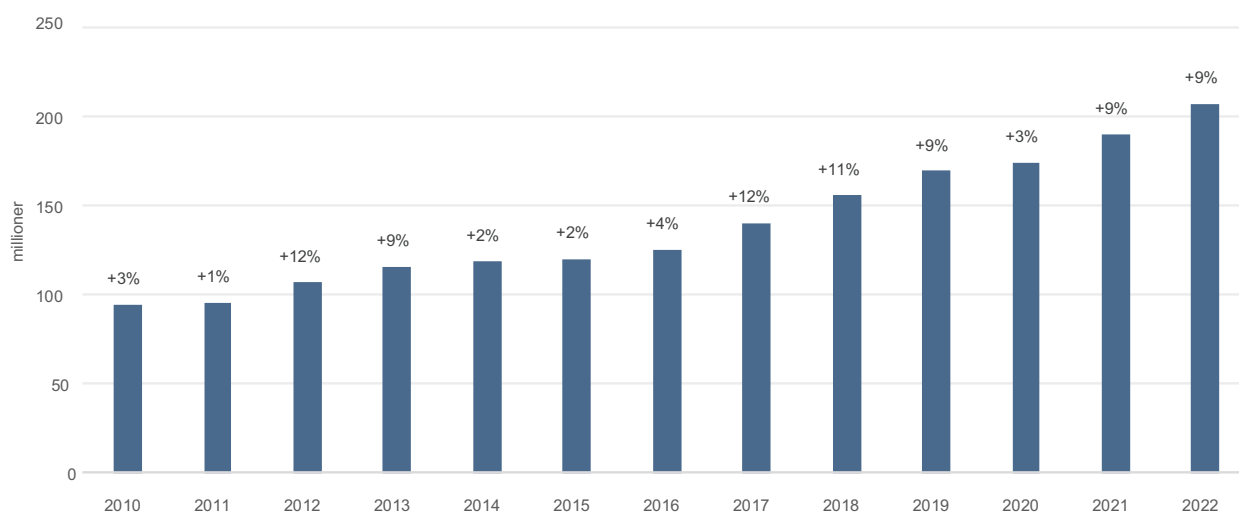
miljøbevidsthed og politiske målsætninger om at nedbringe udslippet af CO₂ samt mere generøse tilskud til køb og installation. Sidst men ikke mindst sker udvidelsen også pga. eksplosionen i gaspriserne, vi blev vidner til i 2022.

Opvarmning af bygninger udgør typisk 15-20 pct. af CO₂-udledningen i lande med køligt klima³, hvilket betyder, at enhver regering, der har ambitioner om at opfylde vedtagne klima-mål, helt naturligt vil have udrulning af varmepumper med i overvejelserne.

“I de senere år er markedet for varmepumper udvidet markant.”

“Enhver regering, der har ambitioner om at opfylde vedtagne klimamål, vil helt naturligt have udrulning af varmepumper med i overvejelserne.”

Figur 1
Global vækst for varmepumper



Kilde: IEA, oktober 2023.

1 <https://www.iea.org/reports/the-future-of-heat-pumps>
2 <https://www.ehpa.org/market-data/>
3 <https://es.catapult.org.uk/guide/decarbonisation-heat/>

Sådan ser markedslandskabet ud

Markedet for varmepumper er stadig ungt og fragmenteret. Der er mange lokale og regionale aktører, og selvom større virksomheder er til stede på globalt plan, udgør varmepumper typisk kun en brøkdel af disse virksomheders samlede omsætning. Det gør det svært at estimere de præcise markedsandele.

Carrier, som vi har i vores portefølje Globale Aktier og Globale Aktier Etik, er et eksempel på en af de store aktører på markedet. I 2022 havde Carrier 20 mia. USD i omsætning, hvoraf 4 mia. USD kom fra salg af varmepumper. Alene i USA anslås Carriers markedsandel til at være over 10 pct.

Et andet mere lokalt eksempel er svenske NIBE, der har en stærk position på hjemmemarkedet i Sverige, men som også har en solid andel af markedet i Tyskland og andre europæiske lande samt Nordamerika. Andre store virksomheder på varmepumpemarkedet er Bosch, Daikin, Johnson Controls, Mitsubishi, Panasonic, Stiebel og ikke mindst Viessman Climate Solutions, som er ved at blive opkøbt af Carrier.

Carriers overtagelse af Viessmann Climate Solution understreger en anden markeds-tendens, nemlig konsolidering. Denne tendens er blevet tydelig i de senere år, mens markedsvæksten er øget. Opkøb sker primært for at opnå omkostningssynergier og for at udvide produktpaletten.

Sådan virker en varmepumpe

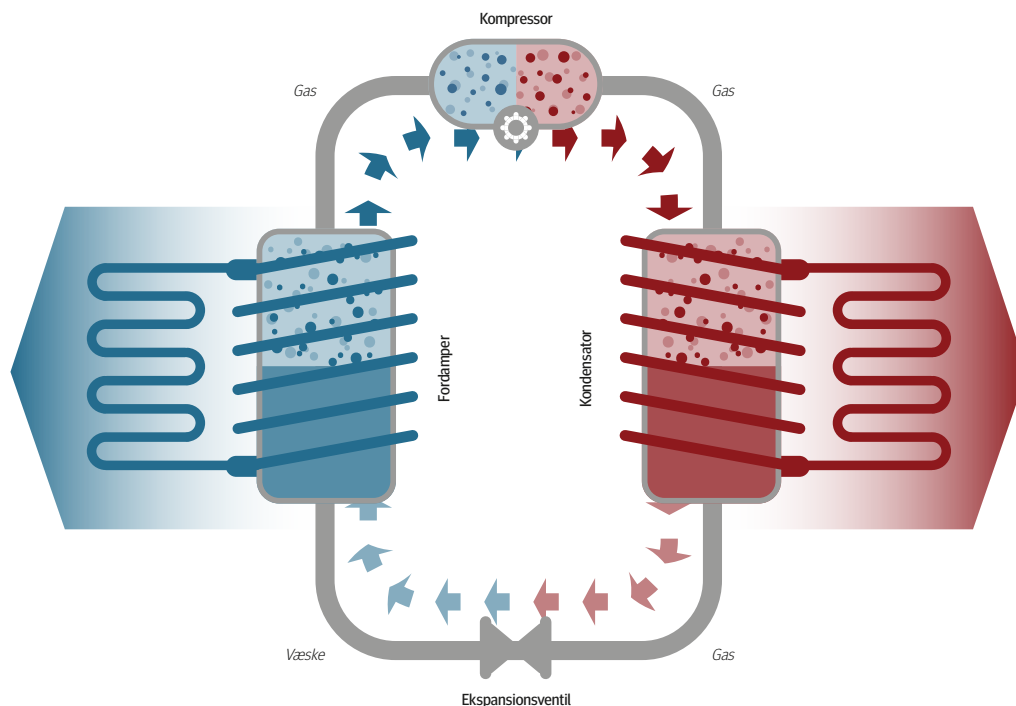
Varmepumper producerer typisk 3-4 gange så meget energi, som de forbruger. Det kan synes som en overtrædelse af fysikkens love, men det er det ikke: Varmepumper genererer ikke varme — de flytter blot varme fra ét sted til et andet. Sådan virker de:

- En speciel væske (i en rørledning) opvarmes af den omgivende luft/jord/vand, så den bliver til gas.
- Gassen komprimeres, hvilket hæver dens temperatur (ligesom når en manuel cykelpumpe bliver varm ved brug)



Figur 2

Varmpumpe i aktion



Kilde: Mesh Energy, oktober 2023.

- Varmen fra gassen overføres f.eks. til vand i radiatorer via en varmeveksler.
- Den nu køliger gas dekomprimeres, hvilket kører den yderligere, og den bliver til væske igen.

Energien i dette system er langt større end den elektricitet, der er nødvendig for at drive den. Derfor siges det, at varmepumper har en effektivitetsgrad på 300-400 pct. Den proces, der er beskrevet ovenfor, kan også vendes, så varmepumpen kan bruges til køling. En lille varmepumpe kører på denne måde et køleskab eller fryser. Teknologien er derfor mere alsidig, end dens navn antyder.

Økonomien i varmepumper

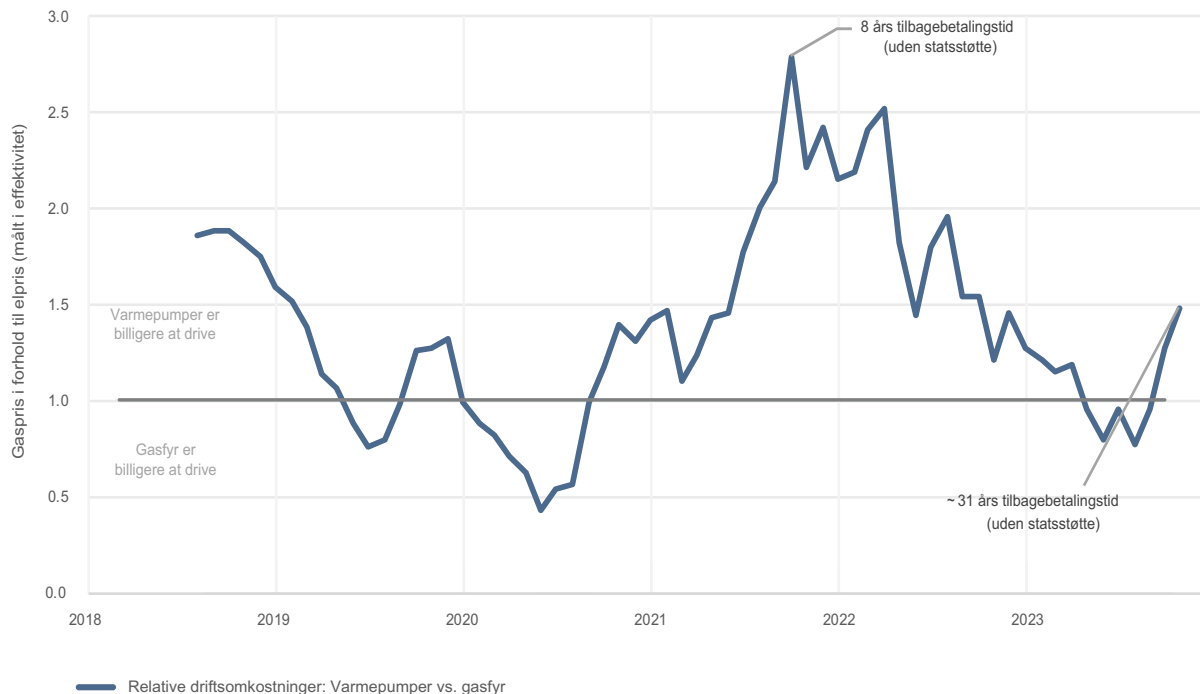
Som angivet ovenfor er varmepumper rimeligt simple. De er dog mere komplekse end traditionelle olie- og gasfyr, og derfor er de også dyrere. Omkostningen til et gasfyr

til et almindeligt hus kan være 2.500 EUR, mens den tilsvarende varmepumpe kan koste 10.000 EUR. Forskellen på 7.500 EUR kan dog indhentes, fordi omkostningen ved elektricitet til at drive en varmepumpe typisk er lavere end prisen på gas, der brænder i en kedel. I figur 2 illustreres, hvordan valget mellem en varmepumpe og et gasfyr kan påvirkes af priserne på elektricitet og gas.

Varmpumper har en forventet levetid på omkring 20 år (gasfyr lidt mindre). Som angivet i diagrammet på side 5, er det ikke nødvendigvis nok til at gøre det til en god investering. Dog subsidierer mange regeringer varmepumper, da de, i modsætning til gasfyr, ikke udleder CO₂. For eksempel giver Tyskland tilskud på mellem 30-70 pct. af omkostningerne ved at købe og installere en varmepumpe. Med 30 pct. i tilskud forkortes tilbagebetalingstiden på 31 år, som angivet i diagrammet

Figur 3

Gaspris i forhold til elpris



Kilde: Blomberg oktober 2023. Beregninger er uden skatter og afgifter og derfor cirka tal.

på næste side, til 18 år. Med 70 pct. i tilskud bliver det blot to år.

Store aktører står stærkt

Udover Carrier ejer vi varmeproducenten Amber i Asien-, Emerging Market- og Indien-porteføljerne. Amber er også en relativt stor aktør på varmepumpemarkedet. Vi mener, at de store aktører er bedst positioneret til at

“Vi mener, at de store aktører er bedst positioneret til at drage fordele af udsigterne til vækst.”

drage fordele af udsigterne til vækst. For eksempel har de store aktører lettere ved at håndtere flaskehalse såsom mangel på kvalificeret arbejdskraft til at installere varmepumperne. Samtidig kan de med deres velkendte brands typisk have lettere

ved at afvise nye konkurrenter, der dukker op for at tage del i væksten.

Når vi taler om opvarmning af boliger og bygninger er varmepumper i mange tilfælde den eneste bæredygtige mulighed. Kampen for at bekæmpe klimaforandringerne og mindske udslippet af CO₂ er kun lige begyndt, og en lavthængende frugt for regeringer og forbrugere verden over vil derfor netop være en større satsning på varmepumper.



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

Aktiemarkederne steg i første kvartal, da inflationen er faldende, og den globale likviditet forbedres på grund af regeringernes støtte til økonomierne. Afdelingen skabte et afkast på 8,0 pct., hvilket var lavere end MSCI AC verdensindeks, som steg 10,7 pct.

Det var igen teknologiaktierne, som førte an, og selvom afdelingen har en solid eksponering til de førende teknologiaktier, var afkastet en smule under markedet, da nogle udvalgte investeringer skuffede i kvartalet. Dette var bl.a. HDFC Bank, Adobe og AIA Group. HDFC Bank var ellers den bedste investering i december, men den faldt i 1. kvartal, da banken rapporterede skuffende resultater. HDFC Bank har et indskudsunderskud, som presser marginerne, selvom de stadig tager stigende markedsandele på indskudssiden. Udfordringen stammer fra de udlån, som er overtaget ifm. fusionen med HDFC Ltd, hvor finansieringsomkostningerne er tæt på 8 pct., mens HDFC Banks egne midler finansieres til omkring 5 pct. Banken er derfor nødt til at bremse væksten for at ændre finansieringsmixet. Vi ser dette som en kortsigtet sten i skoen i en ellers attraktiv langsigtet væksthistorie. Banken handler nu P/E 14x (justeret for dets beholdninger i datterselskaber) med en vækst i det kommende år sandsynligvis omkring 15 pct.

Omvendt udviklede Novo Nordisk, ASML og TSMC sig positivt. Novo Nordisk afholdt kapitalmarkedsdag og offentliggjorde flere interessante nyheder. En af disse var om Amycretin. De tidlige data viser, at dette er en pille, der fører til 13 pct. vægttab på 12 uger. Dette medikament er dermed lige så virksomt som Cagrisema (næste generation af Wegovy) – men i pilleform. Hertil kommer, at Novo Nordisk måske springer fase 2-studiet over. Det er vigtigt at få produktet hurtigt på markedet, gerne inden udgangen af årtiet og patentudløbet af Semaglutid. En undersøgelse anslår desuden, at vi allerede i 2022 rundede 1 milliard overvægtige i verden. Novo Nordisk forsyner i øjeblikket omkring 42 millioner patienter med diabetes- og fedmemedicin, men med investeringsplaner på 45 milliarder DKK i 2024 alene, tyder det på, at Novo Nordisk sigter mod at behandle over 100 millioner mennesker.

Investeringsstrategi og porteføljeændringer

I løbet af kvartalet reducerede vi positionen i vores største investering, **Novo Nordisk**. Vi har stadig stor tillid til Novo Nordisk, og den er fortsat blandt de største positioner. Men efter en stigning på 20 pct. i år var beholdningen dog nået op omkring 8 pct., hvilket udløste denne reduktion for at sprede risikoen. Vi supplerede i stedet i nogle af de mindre positioner såsom **NextEra**, **LVMH**, **Assa Abloy** og **Keyence**.

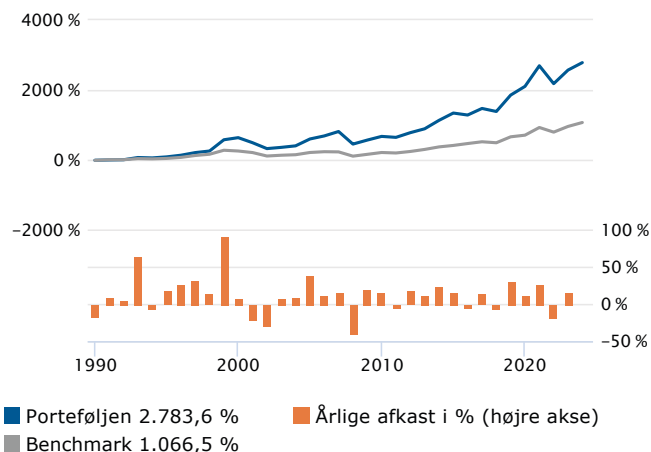
C WorldWide Globale Aktier

PR. 31. MARTS 2024

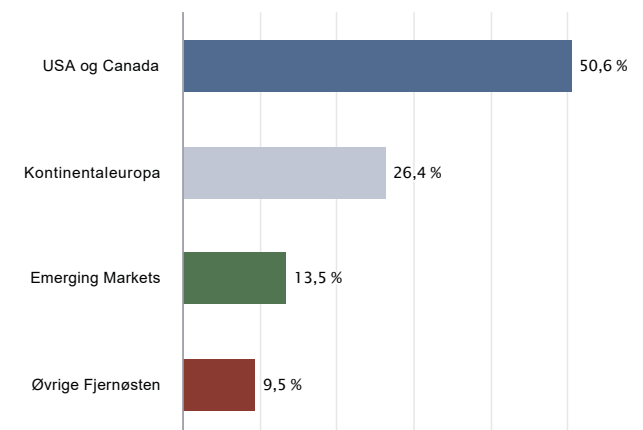
FAKTA

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.	0,012 %
Forvalterteam	Bo Knudsen, Bengt Seger, Mattias Kolm, Peter O'Reilly

AFKASTUDVIKLING



GEOGRAFISK



AFKAST & RISIKO

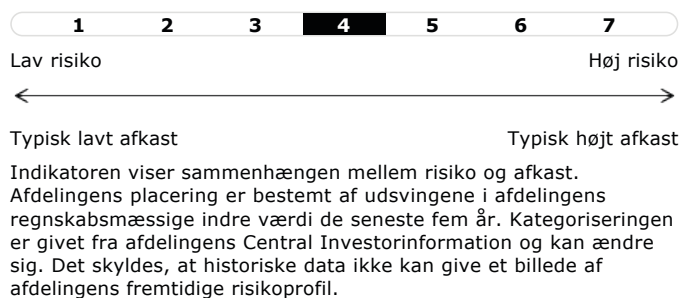
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	19,6	24,5	68,8	185,2	2.783,6	10,4
Benchmark (%)	24,1	33,5	74,4	192,6	1.066,5	7,5
Aktivt afkast (%)	-4,5	-9,0	-5,6	-7,4	1.717,1	2,9

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. porteføljen (%)	14,7	14,2	13,2	15,3
Std. afv. benchmark (%)	13,3	15,1	13,3	15,0
Beta	1,0	0,9	0,9	0,9

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
Microsoft	6,5
Novo Nordisk	6,1
Visa	5,5
Thermo Fisher Scientific	5,0
HDFC Bank	4,9
Amazon.com	4,8
ASML	4,4
Alphabet	4,1
Linde Plc	3,7
TSMC - ADR	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 35.

Se porteføljen på cww.dk

Status på kvartalet

Aktiemarkedene steg i første kvartal, da inflationen er faldende, og den globale likviditet forbedres på grund af regeringernes støtte til økonomierne. Afdelingen skabte et afkast på 8,2 pct., hvilket var lavere end MSCI AC verdensindeks, som steg 10,7 pct.

Det var igen teknologiaktierne, som førte an, og selvom afdelingen har en solid eksponering til de førende teknologiaktier, var afkastet en smule under markedet, da nogle udvalgte investeringer skuffede i kvartalet. Dette var bl.a. HDFC Bank, Adobe og AIA Group. HDFC Bank var ellers den bedste investering i december, men den faldt i 1. kvartal, da banken rapporterede skuffende resultater. HDFC Bank har et indskudsunderskud, som presser marginerne, selvom de stadig tager stigende markedsandele på indskudssiden. Udfordringen stammer fra de udlån, som er overtaget ifm. fusionen med HDFC Ltd, hvor finansieringsomkostningerne er tæt på 8 pct., mens HDFC Banks egne midler finansieres til omkring 5 pct. Banken er derfor nødt til at bremse væksten for at ændre finansieringsmixet. Vi ser dette som en kortsigtet sten i skoen i en ellers attraktiv langsigtet væksthistorie. Banken handler nu P/E 14x (justeret for dets beholdninger i datterselskaber) med en vækst i det kommende år sandsynligvis omkring 15 pct.

Omvendt udviklede Novo Nordisk, ASML og Microsoft sig positivt. Novo Nordisk afholdt kapitalmarkedsdag og offentliggjorde flere interessante nyheder. En af disse var om Amycretin. De tidlige data viser, at dette er en pille, der fører til 13 pct. vægttab på 12 uger. Dette medikament er dermed lige så virksomt som Cagrisema (næste generation af Wegovy) – men i pilleform. Hertil kommer, at Novo Nordisk måske springer fase 2-studiet over. Det er vigtigt at få produktet hurtigt på markedet, gerne inden udgangen af årtiet og patentudløbet af Semaglutid. En undersøgelse anslår desuden, at vi allerede i 2022 rundede 1 milliard overvægtige i verden. Novo Nordisk forsyner i øjeblikket omkring 42 millioner patienter med diabetes- og fedmemedicin, men med investeringsplaner på 45 milliarder DKK i 2024 alene, tyder det på, at Novo Nordisk sigter mod at behandle over 100 millioner mennesker.

Investeringsstrategi og porteføljeændringer

I løbet af kvartalet reducerede vi positionen i vores største investering, **Novo Nordisk**. Vi har stadig stor tillid til Novo Nordisk, og den er fortsat blandt de største positioner. Men efter en stigning på 20 pct. i år var beholdningen dog nået op omkring 8 pct., hvilket udløste denne reduktion for at sprede risikoen. Vi supplerede i stedet i nogle af de mindre positioner såsom **L'oreal**, **AIA**, **Assa Abloy** og **Keyence**.

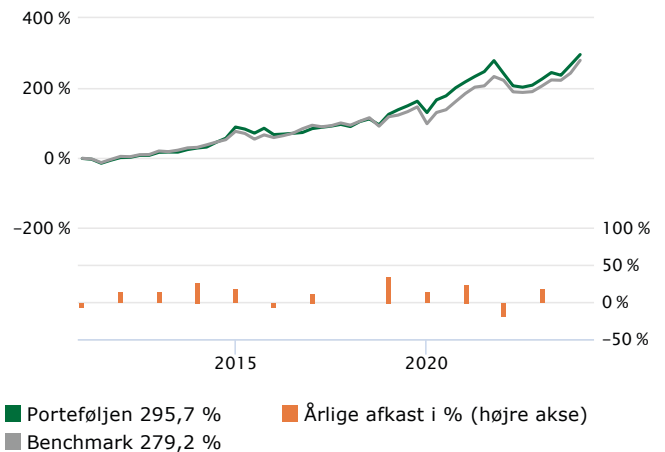
C WorldWide Globale Aktier Etik

PR. 31. MARTS 2024

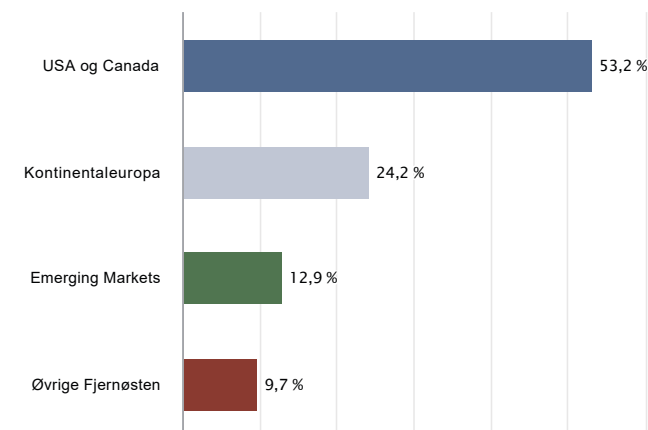
FAKTA

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	1,64 %
Indirekte handelsomk.	0,012 %
Forvalterteam	Mattias Kolm, Bo Knudsen, Bengt Seger, Peter O'Reilly

AFKASTUDVIKLING



GEOGRAFISK



AFKAST & RISIKO

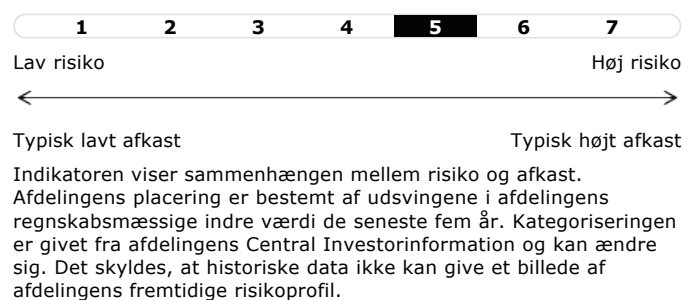
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	21,6	24,6	76,4	209,8	295,7	11,1
Benchmark (%)	24,1	33,5	74,4	192,6	279,2	10,7
Aktivt afkast (%)	-2,5	-8,9	2,0	17,3	16,5	0,4

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

10 STØRSTE POSITIONER

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

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

Aktiemarkedet fortsætter opgangen selvom væksten i Europa, Japan og Kina er svag. Omvendt er den amerikanske økonomi fortsat stærk på trods af relativt høje renter. Dette bl.a. drevet af en ekspansiv finanspolitik på hidtil usete niveauer. Biden-administrationen virker fokuseret på at give offentlige tilskud til amerikansk industri og infrastruktur for at opretholde en stærk økonomi.

Novo Nordisk var kvartalets bedste aktie med en stigning på 27 pct., hvor salget af selskabets produkt (Wegovy) mod overvægt fortsat vokser kraftigt. Selskabet investerer massivt i produktionskapacitet, da efterspørgslen har overgået forventningerne. Udsigterne blev endnu bedre efter de amerikanske sundhedsmyndigheder godkendte Wegovy til brug mod hjertekarsygdomme.

Kvartalets dårligste investering var indiske HDFC Bank, der sidste år fusionerede med deres søsterselskab inden for realkredit. Banken oplever stigende finansieringsomkostninger, men med fortsat solid vækst i Indien er de langsigtede udsigter fortsat gode. Afdelingen skabte et afkast på 5,9 pct. i kvartalet, hvilket var lavere end benchmark, der steg 7,2 pct.

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 og stabil indtjeningsvækst. Vi forsøger at finde forskelligartede investeringer for at gøre porteføljen robust over for markedsudsving, men stadigvæk få gavn af den globale økonomiske vækst. Det er baggrunden for, at porteføljen må forventes at have mindre kursudsving end det globale aktiemarked generelt. Men de finansielle markeder er uforudsigelige, så der kan opstå perioder med større kursudsving og tab, som vi senest så i forbindelse med Corona-pandemien.

I kvartalet købte vi **Walmex** (71 pct. ejet af Walmart i USA), der er den største supermarkeds kæde i Mexico med en markedsandel på ca. 20 pct. af dagligvaremarkedet. Vi forventer, at Mexico vil nyde godt af trenden med at flytte produktionsfaciliteter tættere på det amerikanske marked, hvilket bør understøtte landets forbrug og en fortsat stabil vækst for Walmex. Walmex har ingen rentebærende gæld, udbetaler 3,6 pct. i udbytte og har en lav korrelation til det globale aktiemarked.

Vi solgte **Singapore Telecommunications**, da der er vigende indtjeningsmomentum i både Singapore, Australien og Indonesien, hvor selskabet har sine væsentlige aktiviteter.

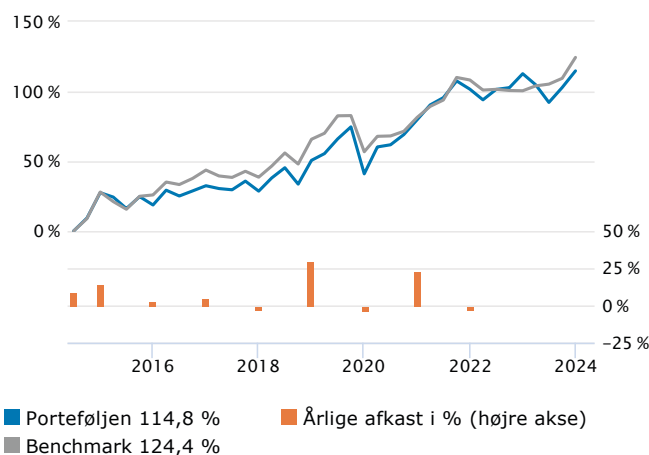
C WorldWide Stabile Aktier

PR. 31. MARTS 2024

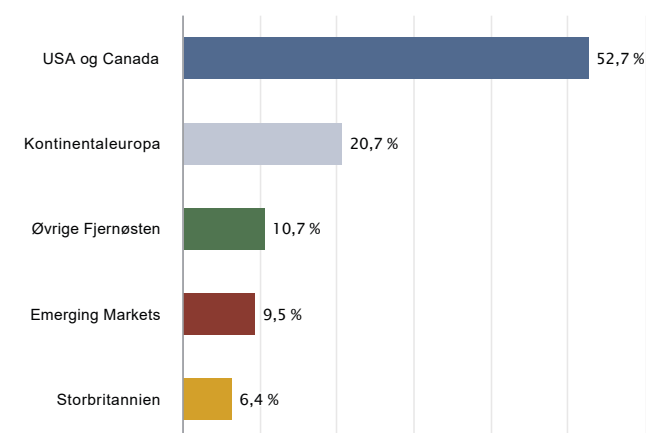
FAKTA

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.	0,057 %
Forvalterteam	Jakob Greisen

AFKASTUDVIKLING



GEOGRAFISK



AFKAST & RISIKO

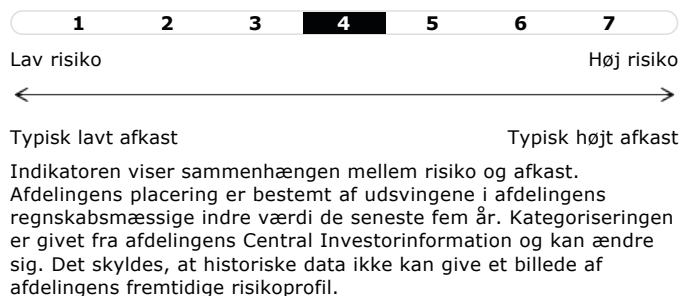
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	1,0	19,5	42,6	-	114,8	8,4
Benchmark (%)	11,9	23,7	35,4	-	124,4	8,9
Aktivt afkast (%)	-11,0	-4,2	7,2	-	-9,7	-0,5

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. porteføljen (%)	10,5	13,9	-	12,5
Std. afv. benchmark (%)	8,6	10,6	-	10,2
Beta	1,0	1,2	-	1,1

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
Deutsche Telekom	4,6
Novo Nordisk	4,4
Brookfield Renewable	4,3
NextEra Energy	3,9
T-Mobile US	3,8
Nomura Research Inst	3,5
Singapore Telecommunications	3,4
McKesson Corp	3,4
Elevance Health	3,1
ICICI Bank	3,1

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

Aktiemarkedene i Emerging Markets (EM) fik en positiv start på året med en stigning på knap 4,8 pct. Afdelingen leverede et merafkast ift. markedet og steg 6,1 pct.

Der har været fokus på at stimulere væksten rundt omkring i EM. Mens centralbanker i Latinamerika, som Brasilien og Mexico, fortsætter med at sænke renten for at sætte skub i væksten, har Kina nærmest på ugentlig basis været ude med støttemeldinger til økonomien, herunder til den nødlidende ejendomssektor og aktiemarkedet. Det har stabiliseret økonomien samt hjulpet det kinesiske aktiemarked i slutningen af kvartalet oven på en svær start på året. I Sydkorea har regeringen fokus på aktiemarkedet og introducerede det såkaldte "Value-Up"-program, der skal give virksomhederne et incitament til at levere merværdi til aktionærene og bekæmpe den selskabernes lave prisfastsættelse og dermed også værdiansættelsen af det overordnede sydkoreanske aktiemarked. Det bliver interessant at følge eksekveringen af dette initiativ.

Den største positive bidragsyder til kvartalsafkastet var TSMC, som er centralt positioneret ift. produktionen og udviklingen af halvledere, der understøtter udbredelsen af kunstig intelligens. Nubank og Phoenix Mills var andre positive bidragsydere. De største negative bidragsydere var Sunny Optical, HDFC Bank og Shenzhou Intl.

Investeringsstrategi og porteføljeændringer

I løbet af kvartalet købte vi **Action Construction Equipment (ACE)** i Indien, **SK Hynix** i Sydkorea, **International Container Terminals Services (ICT)** i Filippinerne, og **Qualitas Insurance (QI)** i Mexico.

ACE er en førende indisk producent af konstruktionsudstyr (kendt for deres kraner). Virksomheden har en stærk markedsposition og en diversificeret produktportefølje, der placerer virksomheden midt i den stærke investeringscykel i Indien. For at finansiere købet solgte vi **KEC International** og **Balkrishna Industries**. SK Hynix står stærkt ift. den fortsatte efterspørgsel efter halvledere, som den globale leder inden for HBM-hukommelse, er SK Hynix velpositioneret ift. kunstig intelligens. Vi ser SK Hynix som et bedre alternativ til **Realtek**, som vi frasolgte. ICT er verdens største uafhængige terminaloperatør og er positioneret mod den multipolære verden og de øgede handelsstrømme mellem Asien, Mellemøsten, Latinamerika og Afrika. QI er Mexicos førende udbyder af bilforsikring, som også gradvist vil tilbyde andre former for forsikring. QI drager nytte af den voksende middelklasse og økonomiske vækst som følge af bl.a. nearshoring i Mexico. For at finansiere købene solgte vi **Beijing Oriental Yuhong Waterproof Technology** og **Hengli Hydraulic**.

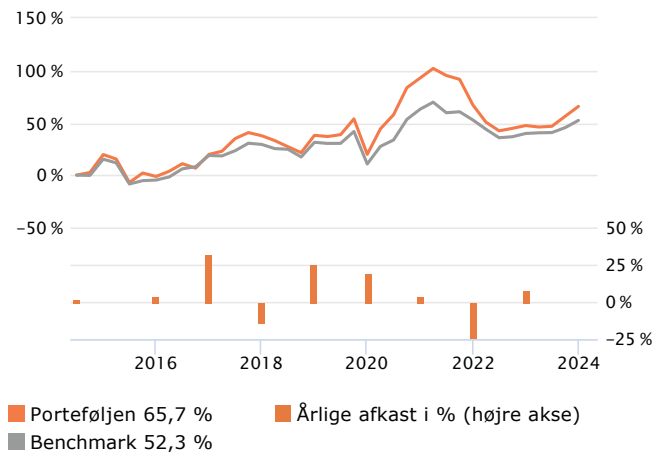
C WorldWide Emerging Markets

PR. 31. MARTS 2024

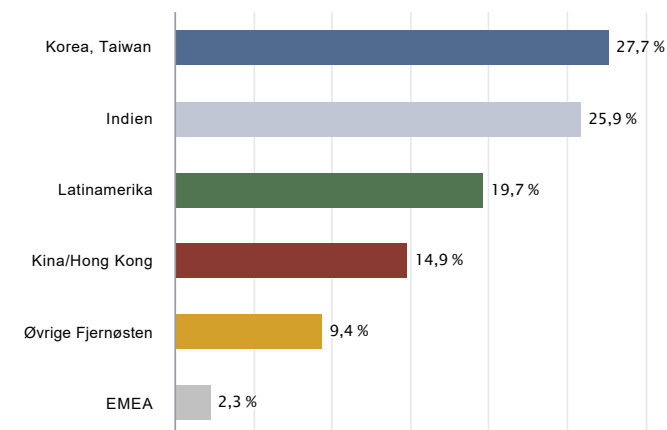
FAKTA

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	1,97 %
Indirekte handelsomk.	0,088 %
Forvalterteam	Aman Kalsi, Allan Christensen, Mogens Akselsen, Abhinav Rathee

AFKASTUDVIKLING



GEOGRAFISK



AFKAST & RISIKO

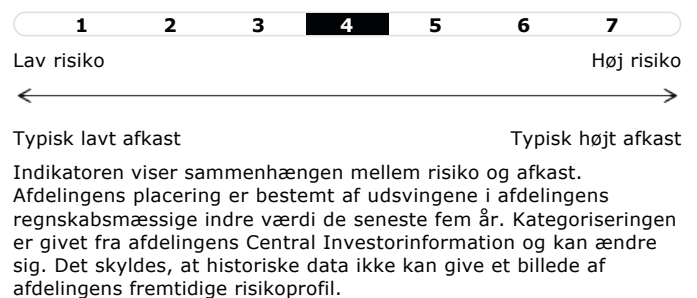
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	12,4	-14,1	20,1	-	65,7	5,5
Benchmark (%)	8,9	-6,6	15,9	-	52,3	4,5
Aktivt afkast (%)	3,5	-7,5	4,1	-	13,4	0,9

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

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
TSMC	9,9
Samsung Electronics	5,2
Mercadolibre	3,7
Airtac International Group	3,6
Techtronic Industries	3,4
Bank Rakyat Indonesia	3,2
Samsonite Intl	3,2
ICICI Bank	3,1
Titan	3,0
Proya Cosmetics	3,0

RISIKOINDIKATOR



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



Asien

Se porteføljen på cww.dk

Status på kvartalet

Første kvartal gav positive afkast drevet af en god udvikling i Sydkorea og Taiwan. Sydkorea introducerede et "Corporate Value-Up-program" for at adressere den lave prisfastsættelse af virksomhederne på børsen – ofte betegnet som den "koreanske discount". Efter inspiration fra Japan påtænker Sydkorea lignende initiativer til at forbedre selskabernes governance og hensynet til aktionærerne.

De kinesiske myndigheder har løbende annonceret økonomiske støtteinitiativer, herunder en rentesækning på 0,25 pct. til 3,95 pct, en pakke på 278 mia. USD til støtte for A-aktier samt kvantitative lempelser fra centralbanken. Desuden mødtes præsident Xi med en delegation af vigtige amerikanske erhvervsledere i et forsøg på at forbedre de økonomiske relationer.

Det indonesiske valgresultat var forløb som ventet med en sejr til Prabowo Subianto, hvilket sikrer en fortsættelse af de positive økonomiske politikker med fokus på stigende "value-added"-aktiviteter inden for industrien og kapital til nye byprojekter. Politisk kontinuitet er positivt for de statsejede banker, som spiller en nøglerolle i den indonesiske økonomi og for kapitalmarkederne.

Afdelingen gav et afkast på 7,0 pct. i 1. kvartal, mens MSCI Asia Ex-Japan steg 4,8 pct. Blandt de positive bidragydere var Trip.Com, Indian Hotels og SK hynix, mens Sunny Optical, HDFC Bank og AIA Group udviklede sig negativt.

Investeringsstrategi og porteføljeændringer

Vi har reduceret eksponeringen til ejendomssektoren i Indien oven på store stigninger. Vi har også solgt **Balkrishna Industries**, **Beijing Oriental Yuhong** og **Zhejiang Dingli**, mens nye investeringer er **Proya Cosmetics**, **MakeMyTrip** og **International Container Terminals (ICT)**.

ICT nyder godt af en øget handelsaktivitet mellem Asien, Mellemøsten, Latinamerika og Afrika og driver 32 havneterminaler i 19 lande i over 6 kontinenter. Proya Cosmetic er en lokal hudpleje- og kosmetikvirksomhed i Kina, der over de sidste 20 år har udviklet et stærkt lokalt brand med høj innovation og stor distributionskraft. Udviklingen blandt de kinesiske forbrugere går mod lokale mærker af høj kvalitet, som tilbyder høj værdi for pengene. MakeMyTrip er den førende online-rejseportal i Indien med en markedsandel på 40 pct. Virksomheden nyder godt af stigende privatforbrug, forbedret rejseinfrastruktur og den stigende formalisering af økonomien.

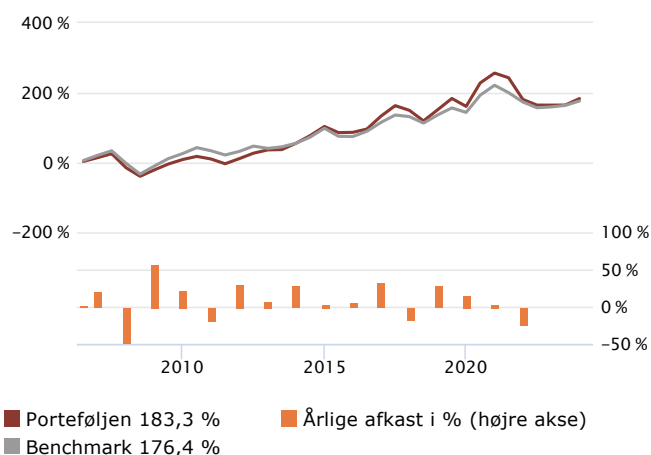
C WorldWide Asien

PR. 31. MARTS 2024

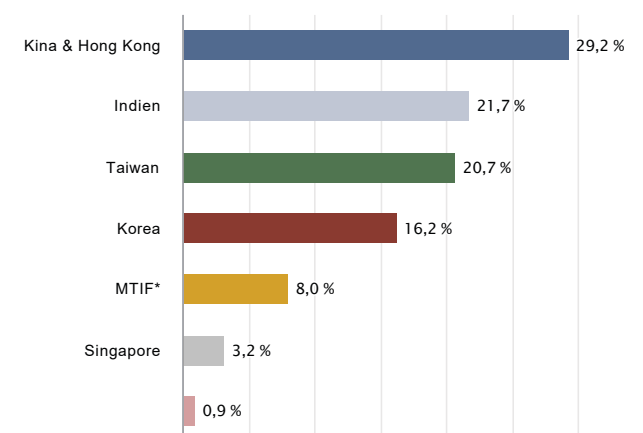
FAKTA

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	1,88 %
Indirekte handelsomk.	0,026 %
Forvalterteam	Allan Christensen, Mogens Akselsen, Aman Kalsi, Abhinav Rathee

AFKASTUDVIKLING



GEOGRAFISK



AFKAST & RISIKO

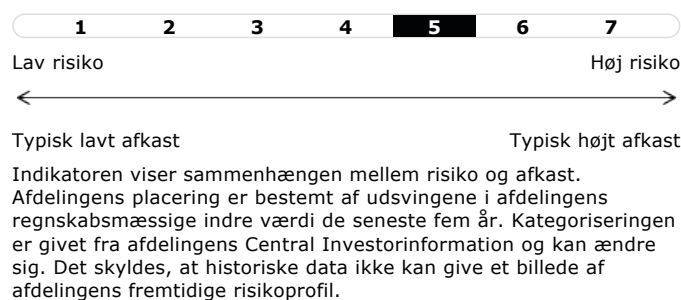
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	4,2	-18,9	10,5	98,8	183,3	6,2
Benchmark (%)	4,7	-11,7	14,4	91,9	176,4	6,0
Aktivt afkast (%)	-0,5	-7,2	-3,9	6,9	7,0	0,2

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. porteføljen (%)	16,4	18,6	17,3	18,8
Std. afv. benchmark (%)	15,2	15,8	14,8	17,3
Beta	1,0	1,1	1,1	1,0

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
TSMC	9,9
Samsung Electronics	8,7
Tencent Holdings	5,0
Alibaba Group Holding	4,2
HDFC Bank	3,5
SK Hynix	3,3
ICICI Bank	3,2
Trip.com	3,2
AIA Group	2,5
State Bank of India	2,3

RISIKOINDIKATOR



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



Indien

Se porteføljen på cww.dk

Status på kvartalet

Første kvartal gav et positivt afkast til de indiske aktier, hvilket bl.a. var fra energi-, industri- og ejendomssektoren. Desuden udviklede de statsejede selskaber sig godt blandt andet på forventning om, at den siddende regering vil vinde valget til maj. Afdelingen skabte et afkast på 4,4 pct. i første kvartal, mens MSCI Indien steg 8,6 pct. Generelt er vi mindre eksponerede til de nævnte sektorer, som typisk ikke er understøttede af langsigtet medvind, hvilket er årsagen til det lidt lavere kvartalsafkast. De bedste investeringer var NHPC, MakeMyTrip og Phoenix Mills, mens HDFC Bank, RHI Magnesita og Indian Energy Exchange trak ned.

På baggrund af inflow fra indenlandske investorer er særligt de små og mellemstore selskaber steget kraftigt, men i marts tog de indiske myndigheder initiativer for at dæmpe noget af denne mere spekulative investeringsadfærd. Efterfølgende faldt disse aktier. Vi mener, at det er en sund korrektion, selvom de små og mellemstore aktier fortsat har en højere vækstprofil end de større selskaber.

Den økonomiske vækst er høj med en real BNP-vækst på 8,4 pct. for seneste kvartal. Kreditvæksten er stærk, hvilket har ført til en likviditetsstramning i banksektoren, som har påvirket rentabiliteten og medført en mindre opbremsning af væksten i udlån. Selvom både likviditets- og indlånsveksten er forbedret, er udlånsveksten fortsat højere end væksten i indlån.

Investeringsstrategi og porteføljeændringer

Vi har foretaget tre nye investeringer i **Titagarh Rail Systems** (Investeringer), **Cipla** (Unik forretning) og **Shriram Finance** (Finansiell inklusion), mens vi solgte **Sheela Foam** (Boliginklusion) og **TeamLease** (Formalisering). Derudover øgede vi vægtningen i **Dr. Lal PathLabs** (Formalisering), **Infosys Consulting** (Unik forretning), **CenturyPly** (Boliginklusion) og **Aavas Financiers** (Finansiell inklusion), mens vi tog gevinst hjem i bl.a. **Tata Motors** (Unik forretning), **Godrej Ejendomme** (Boliginklusion), **Prestige Estate** (Bolig), **Phoenix Mills** (Boliginklusion), **Mahindra Lifespaces** (Boliginklusion), **LemonTree** (Formalisering) og **NHPC** (Investeringer).

Titagarh Rail Systems fremstiller jernbanevogne og busser, og oplever en stærk efterspørgsel fra de indiske jernbaner, da de moderniserer deres infrastruktur og udfører den store udbygning af metroer i byerne. Cipla er en af Indiens førende medicinalvirksomheder med fokus på respiratoriske og antivirale præparater. Selskabet har en afbalanceret portefølje med fokus på nationale og internationale markeder og en stærk pipeline. Shriram Finance er en diversificeret udlånsvirksomhed med et stort distributionsnetværk med over 3.000 filialer og over 70.000 ansatte.

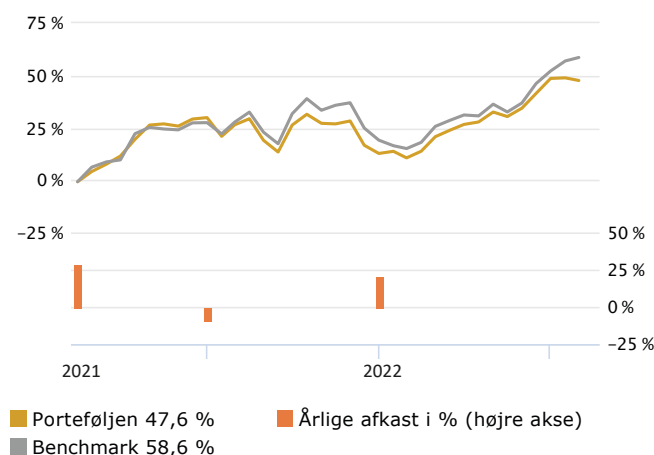
C WorldWide Indien

PR. 31. MARTS 2024

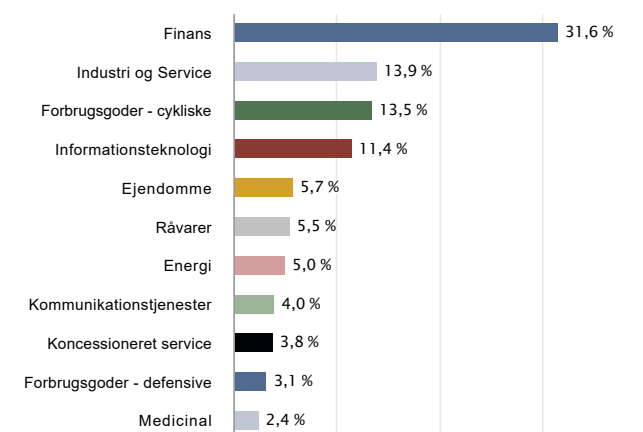
FAKTA

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	1,97 %
Indirekte handelsomk.	0,038 %
Forvalterteam	Abhinav Rathee, Allan Christensen, Mogens Akselsen, Aman Kalsi

AFKASTUDVIKLING



SEKTORFORDELING



AFKAST & RISIKO

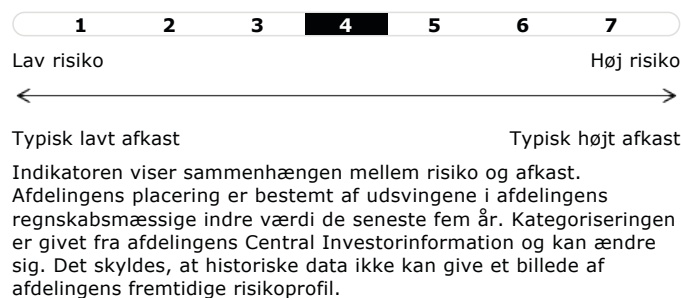
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	33,4	-	-	-	47,6	13,9
Benchmark (%)	37,8	-	-	-	58,6	16,6
Aktivt afkast (%)	-4,4	-	-	-	-11,0	-2,8

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

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
ICICI Bank	8,3
HDFC Bank	6,9
Infosys Technologies	6,3
Reliance Industries	5,0
Bharti Airtel	3,2
HCL Technologies	2,7
Amber Enterprises India	2,4
Kotak Mahindra Bank	2,3
Tata Motors	2,3
State Bank of India	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 porteføljevaltning, hvor vi håndplukker aktier for at skabe holdbare investeringsresultater. Vores holdning er helt enkelt, at nogle selskaber har en bedre forretningsmodel end andre, og vores kerneydelse er at udpege disse selskaber. Vores afdelinger må derfor forventes at have en afkastudvikling, som bliver ganske forskellig fra markedsudviklingen – naturligvis med det sigte at skabe en højere værditilvækst på langt sigt.

Bemærkninger til afkast

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



Fra tanke til handling

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

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

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

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

Risikomærkning af investeringsprodukter

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

Andre praktiske oplysninger

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

Redaktionen er afsluttet den 15. april 2024. Denne kvartalsorientering for 1. 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