



Den K-formede udvikling skaber udfordringer og muligheder

Forsvar i en multipolær verden

Kinas teknologiske dominans





Hold dig opdateret

Med C Worldwide Update får du en kort fokuseret status og opdatering på vores forventninger til aktiemarkedet.

Se seneste update ↗



Indhold

LEDER	04	Af Bo Knudsen og Tim Kristiansen
--------------	-----------	----------------------------------

ARTIKLER	06	Den K-formede udvikling skaber udfordringer og muligheder
	12	Forsvar i en multipolær verden
	23	Kinas teknologiske dominans

KVARTALSSTATUS	26	Globale Aktier KL
	28	Globale Aktier Etik KL
	30	Stabile Aktier KL
	32	Asien KL
	34	Emerging Markets KL
	36	Indien KL

OM C WORLDWIDE	38	Én grundfilosofi – seks afdelinger
	40	Investeringsforeningen C WorldWide

Kære investor

Positive aktiemarkeder i 3. kvartal

Aktiemarkederne fortsatte de positive takter i 3. kvartal drevet af en fortsat entusiasme omkring AI og udsigten til rentenedsættelser i USA. Verdensindekset steg således 7,6 pct., mens de asiatiske markederne, med undtagelse af Indien, steg endnu mere. Vores globale afdelinger skabte lavere afkast end markedet pga. den fortsatte afkastkoncentration omkring AI-aktierne samt vores eksponering i den finansielle sektor med undervægt i de vestlige banker og overvægt i emerging markets. Vi tror fortsat, at den rigtige allokering inden for finans er overvægt i emerging markets, som har medvind fra den lave udbredelse af finansielle tjenester og en voksende købedygtig befolkning.

Afdeling Stabile Aktier har gennem de seneste par års turbulens skabt positive afkast, både absolut og relativt til benchmark, med en strategi der koncentrerer om forudsigelig indtjening samt en vellykket eksponering mod guldaktier. Vi anbefaler denne afdeling til investorer, som gerne vil have eksponering til aktiemarkedet, men værdsætter en lidt lavere investeringsrisiko.

“

Vi anbefaler afdeling Stabile Aktier til investorer, som gerne vil have eksponering til aktiemarkedet, men værdsætter en lidt lavere investeringsrisiko.

De umiddelbare udsigter for aktiemarkederne synes positive med forventning om fortsat indtjeningsvækst og udsigt til amerikanske rentesænkninger. Vi er dog bekymrede for, om afkastene på de massive investeringer i særligt AI-chips kan levere resultater, der matcher investorernes høje forventninger. Skuffelser på denne front er en risikofaktor, men omvendt ser

vi også positive muligheder uden for den aktuelle snævre markedsconcentration.

Du kan læse mere om vores forventninger, afdelingernes strategi og forklaringer om afkastet i kvartalsorienteringen

Refleksioner over afkastudviklingen

Tabellen på den modsatte side viser tydeligt, at afkastudviklingen i vores afdelinger ikke har været tilfredsstillende, dog med undtagelse af afdeling Stabile Aktier. Markedsopgangen har været ekstremt snæver, hvor eksempelvis fem aktier i USA har stået for næsten halvdelen af afkastet her i 2025. I en sådan situation er det ganske svært at skabe højere afkast end markedet, medmindre man lige har ramt disse fem aktier. Når dette er sagt, er vi, selv om det har været svære markedsvilkår, på ingen måder tilfredse med afkastudviklingen i forhold til markedet de seneste to år.

Vi står dog helt fast på vores mere end 35 års fokuserede investeringsstrategi, hvor vi udvælger langsigtede kvalitetsselskaber, som er understøttet af tematiske medvinde. Dog giver det aktuelle markedsmiljø og den negative afkastperiode selvsagt grund til refleksion. Det nuværende geopolitiske miljø skaber høj uforudsigelighed, hvilket får investorerne til at tænke meget kortsigtet. Den snævre markedsudvikling betyder, at nogle få gigantselskaber nu har så stor indflydelse på markedsudviklingen, at den overstiger betydningen af hele lande. Denne kombination har vi aldrig oplevet før.

Vi har derfor foretaget to målrettede justeringer af vores investeringsproces. Dels har vi skærpet vores analyseproces på selskaber, som alene i kraft af deres størrelse kan have en væsentlig indflydelse på markedsudviklingen. Dels vil vi i højere grad prioritere selskabernes aktuelle udsigter højere for at sikre, at porteføljens selskaber har et positivt

Resultat 2025

Afdeling	Afkast 3. kvrt	2025 ÅTD	Benchmark 3. kvrt	2025 ÅTD
Globale Aktier KL	3,4%	-5,8%	7,6%	4,5%
Globale Aktier Akk. KL	3,4%	-5,5%	7,6%	4,5%
Globale Aktier Etik KL	2,0%	-6,3%	7,6%	4,5%
Stabile Aktier KL	-1,4%	2,2%	1,0%	-2,5%
Asien KL	11,7%	7,2%	10,7%	11,9%
Emerging Markets KL	6,2%	1,8%	10,6%	12,5%
Indien KL	-8,3%	-19,0%	-7,7%	-13,6%

forretningsmomentum samtidigt med langsigtede positive fundamentale udsigter. Denne justering kan betyde en lidt højere omsætningshastighed end tidligere for at drage fordel af de større udsving. Fundamentalt er det fortsat et spørgsmål om at veje de selskaber, vi har i porteføljen, op mod nye stærke kandidater på reservebænken.

Den aktuelle periode med underperformance er en udfordring og tester grundtanken om tålmodighed og langsigtet tænkning. Dette gælder både for vores investorer og os som forvalter. Vi fortsætter med at lære og udvikle os med det klare mål at levere langsigtede attraktive afkast højere end markedet til dig som investor. Vi har en aktiv tilgang, der afspejler, at vi har andre holdninger til fremtidens vindere, end hvad der afspejler sig i markedet. Pt. er der større forskelle end normalt mellem markedet og vores opfattelse – eksempelvis i forhold til vores lavere vægt til teknologiaktier.

“

Det aktuelle investeringsmiljø og den negative afkastperiode giver grund til refleksion, hvorfor vi foretager to justeringer af vores investeringsproces.

Investeringer i forsvar og Kinas teknologiske dominans

Europas løfte om at afsætte 5 pct. af BNP til sikkerhed er historisk. Investorerne har i første omgang kastet sig over forsvarsaktierne, men spørgsmålet er, om disse selskaber på sigt kan opretholde de nuværende marginer. Vi ser samtidigt elektrificering og industriel produktionskapacitet som en ny interessant investeringsmulighed, idet en stor del af de afsatte midler ventes at tilfalde disse områder, da energi og industriel kapacitet er en forudsætning for et stærkt forsvar. Dette kan du læse mere om i artiklen ”Forsvar i en multipolær verden”.

Der er mange forskellige holdninger til Kina, men det er svært ignorere, at Kina på mange områder er på vej til at blive teknologiførende. Udviklingen er drevet af en topstyret politisk agenda, hvor Kina samtidigt besidder ca. 90 pct. af den globale kapacitet for udvinding af de teknologikritiske ”sjældne jordarter”. I artiklen ”Kina teknologiske dominans” beskriver vi, hvorfor man som investor bør overveje eksponering til denne udvikling.

Bo Knudsen Tim Kristiansen

Q3 2025

Den K-formede udvikling skaber udfordringer og muligheder

Siden 2020 har fem markante faktorer skabt en K-formet økonomisk vækststruktur og udvikling på aktiemarkederne med store vækstforskelle mellem sektorer og individuelle virksomheder.

I dag er væksten og markedsdominansen centreret på få aktører, hvilket har skabt et mere volatilt og uforudsigeligt miljø. Dette skaber omvendt også langsigtede uligheder for aktive investeringsforvaltere.



Bo Knudsen
Direktør og porteføljeforvalter

Fem forandringsfaktorer

De fem vigtigste drivkræfter bag udviklingen har været: stigende realrenter, geopolitisk fragmentering, eftervirkningerne af Covid-19, gennembrudet for kunstig intelligens (AI) og den fortsatte dominans af passive investeringsstrategier.

- **Fra nulrenter til positive realrenter**

Overgangen fra næsten nulrenter til et renteniveau på 4-5 pct., hvor realrenterne igen er positive, har ændret det globale værdiansættelsesanker på de finansielle markeder. De ekstremt lave renter løftede sektorer som teknologi og grøn energi til værdier, der krævede vedvarende høj vækst. Dette bredte sig siden til forbrugs-, medicinal- og industrivirksomheder og løftede værdiansættelserne til et uholdbart niveau. De efterfølgende pengepolitiske stramninger fik kursene og værdiansættelserne til at falde, hvor mange langsigtede vækstselskaber oplevede fald trods en forsat stabil indtjeningsvækst. Det er vores vurdering, at denne trend med faldende værdiansættelse af de langsigtede vækstselskaber nu er overstået.

- **Geopolitisk fragmentering og regionalisering**

Genvalget af præsident Trump har forstærket bevægelsen væk fra en regelbaseret verdensorden over mod en verden præget af magtpolitik og regionalisering, hvor nationalstaterne igen spiller en central rolle. En tydelig konsekvens heraf er en omfattende omstrukturering af forsyningskæderne, hvor virksomheder ikke længere alene optimerer effektivitet og profit, men i stigende grad prioriterer forsyningssikkerhed. Det betyder flere forsyningskæder og stigende investeringer i produktions- og logistiksystemer for at mindske afhængigheden på tværs af regioner.

- **Eftervirkningerne af pandemien**

Pandemien og nedlukningerne skabte rullende recessioner på tværs af sektorer, da både konjunkturerne og varelagre tog betydeligt langsommere at normalisere sig end forventet. Selvom eftervirkningerne nu er aftagende, har de sat dybe spor i den globale udbuds- og efterspørgselsbalance. De virksomheder, der investerede og gjorde forrentningsmodellen mere robust står i dag stærkere, mens mere cykliske virksomheder må navigere i et mere uforudsigeligt marked.

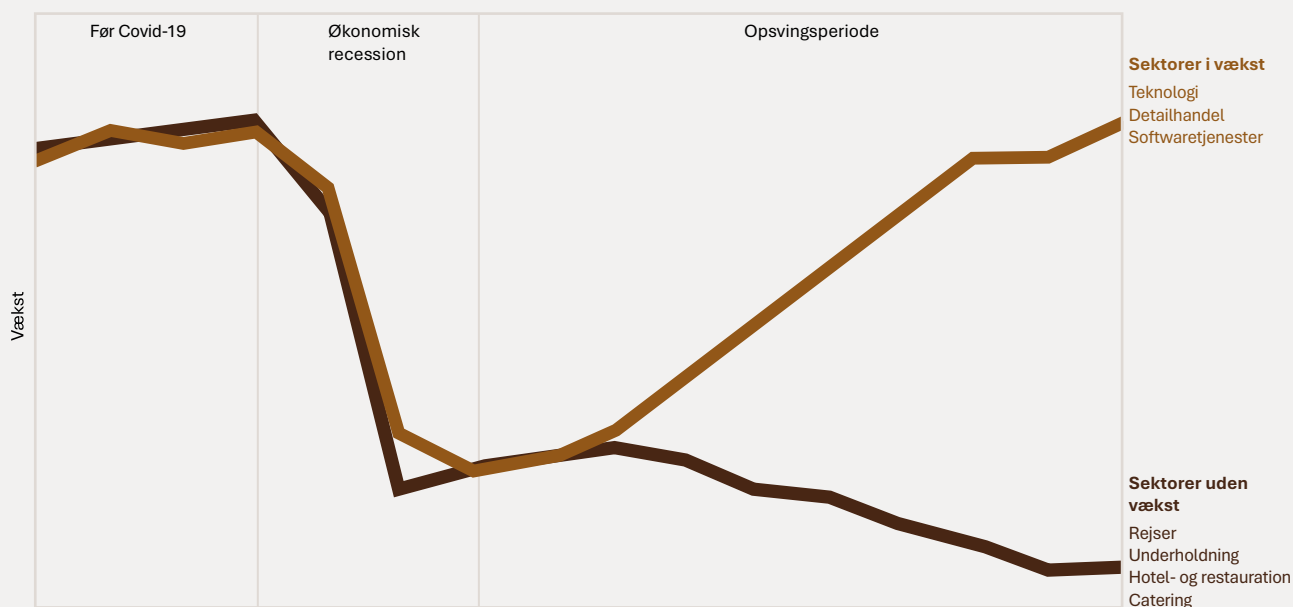
- **AI – en historisk kraftfuld investeringsbølge**

Kunstig intelligens har udløst en af de kraftigste og mest koncentrerede investeringsbølger i historien. En håndfuld virksomheder har taget en uforholdsmæssig stor del af gevinsten, hvilket har skabt en "winner-takes-it-all"-dynamik. Værdiansættelsen er meget høj på udvalgte selskaber, også selvom AI er en trend, der vil omforme den globale økonomi i mange år fremover. Dog er det ikke nødvendigvis alle sektorer, der vinder på AI, hvorfor vi som investorer må skelne mellem de reelle langsigtede vindere og dem, der blot midlertidigt rider med på bølgen.

- **Implikationer af fortsatte den fortsatte dominans af indeksinvesteringer**

Den vedvarende popularitet af passive investeringsstrategier betyder, at kapitalstrømmene i stigende grad tilflyder et lille antal meget store selskaber. Denne udvikling har udvidet afkastforskellen mellem det markedsværdivægtede indeks – som ligger på rekordhøje niveauer – og det ligevægtede indeks, der stort set har stået stille. Denne markeds-koncentration har især de seneste to år udfordret aktiv forvaltning. Omvendt, skævvrider disse ensrettede kapitalstrømme en almindelig kapitalallokering og skaber langsigtede muligheder for aktive investorer, når trenden vender.

Figur 1

Den K-formede økonomi

Kilde: US Chamber of commerce, Oktober 2025

En smal, K-formet økonomi og aktiemarked drevet af de få

Den globale økonomi – særligt den amerikanske – rummer to vidt forskellige historier, hvor væksten drives af et lille antal nøglesektorer, og aktiemarkedet er præget af en ekstrem afkastkoncentration. Den reale økonomi er fortsat i vækst, men den er smalt centreret omkring AI og statslige investeringer, snarere end en bred opgang i privatforbruget og de private investeringer, se figur 1. Ifølge Rothschild og Redburn stod investeringer relateret til AI for hele BNP-væksten i USA i første halvår af 2025.

I USA fortsætter AI-investeringer med fuld kraft, mens øvrige områder tynges af stigende usikkerhed, toldbarrierer, mindre immigration og en forholdsvis stram pengepolitik. Forskellen mellem

den samlede amerikanske BNP-vækst og væksten ekskl. investeringer i IT-udstyr og software nåede et historisk højt niveau i første halvår 2025 på 1,4 procentpoint.

Denne K-formede udvikling har skabt divergerende forbrugsmønstre. Højindkomstgrupper med aktieeksponering mod AI-relaterede virksomheder nyder godt af stigende formuer og kan derfor fastholde et højt forbrug, mens lav- og mellemindkomster presses af en svag reallønsudvikling. Privatforbruget er derfor nu afhængigt af de mest formuende. Leveomkostningerne er steget omkring 30 pct. siden Covid-19, hvilket har ført til et mere prisbevidst forbrug og højere efterspørgsel på billigere varer. De mest velhavende fortsætter derimod med at efterspørge f.eks. rejser og sundhed, mens efterspørgslen efter biler, tøj og

“

Vores vurdering er, at trenden med faldende værdiansættelse af de langsigtede vækstselskaber nu er overstået.

varige forbrugsgoder er trykket. Væksten i privatforbruget er derfor i stigende grad defineret af de 10 pct. rigeste, mens resten skærer ned.

Inden for erhvervsinvesteringer er de såkaldte hyperscaler-datacentre den største vækstmotor med høj afledt efterspørgsel efter el, elektrisk udstyr og byggematerialer. Denne investeringsbølge forstærkes af ”frygten for at gå klip af” – et klassisk FOMO-fænomen. Ifølge McKinsey (april 2025) går omkring 60 pct. af investeringerne til chips og hardware, 25 pct. til energi, elektrisk udstyr og køling og 15 pct. til byggeri. På trods af de enorme investeringer er den reelle indtjening fra investeringerne fortsat begrænset, hvorfor vi har en meget stor investeringsbølge med indtil videre ukendt afkast. Omvendt er erhvervslivets generelle investeringslyst negativt påvirket af usikkerheden skabt af de gentagne toldrunder, og tilbagerulningen af tidligere positive effektiviseringsgevinster fra globalisering.

Der er modstridende kræfter, som aktuelt påvirker aktiemarkedene: toldbarrierer og et aftagende amerikansk arbejdsmarked skaber modvind, mens forventninger om rentenedsættelser og begejstringen omkring AI skaber medvind. De såkaldte Magnificent Seven fortsætter med at dominere og udgør nu omkring 30 pct. af S&P 500's markedsværdi samt hovedparten af årets afkast. Noget af denne udvikling understøttes af reel indtjening, da teknologi- og kommunikationssektorerne iøjeblikket står for størstedelen af væksten i markedsideindtjeningen. Derimod har sektorer som industri, forsyning, stabilt forbrug og ejendom haft en mere afdæmpet eller flad udvikling. Ligesom privatforbruget afhænger af de mest velhavende husholdninger, er aktiemarkedet i stigende grad afhængig af investeringerne i datacentre og dermed forretningsudviklingen i de store teknologiselskaber.

En afgørende faktor for aktiemarkedets udsigter er, om finansieringskilderne bag AI-investeringerne



forbliver intakte. På kortere sigt vil de forventede rentenedsættelser bidrage positivt, men vi ser nu de første tegn på leverandørfiansiering med Nvidia's seneste investering i OpenAI. Denne form for finansiering er et begyndende advarselstegn. På længere sigt er det afgørende spørgsmål, om investeringerne i AI kan omsættes til reelle produkter, som erhvervslivet for forbrugerne vil betale for og derved sikre gode afkast til virksomhederne, som investerer i AI-infrastruktur.

Refleksioner over udfordringerne af det smalle aktiemarked

Det koncentrerede og smalle aktiemarked, hvor kortsigtet tænkning dominerer, har gjort det vanskeligt for langsigtede, aktive forvaltere at skabe merafkast. I 2025 har 3 ud af 4 aktive globale forvaltere skabt lavere afkast end det globale aktiemarked. I USA har blot fem aktier stået for næsten halvdelen af årets markedsafkast. Uden som minimum en markedsvægt i netop disse selskaber har det været nærmest umuligt at slå indekset.

Det siges, at "Finansmarkederne eksisterer for at ydmyge så mange som muligt." Særligt de seneste par år har denne ydmygelse været mærkbar. Vi er fuldt bevidste om, at vi i disse ekstraordinære markedsforhold ikke har levet op til vores investorers forventninger om merafkast – dette særligt de seneste par år. Perioder med underperformance er aldrig lette, men omvendt styrker de os til at reflektere, lære og videreudvikle os.

Kvalitet er fundamentet for vores langsigtede investeringsfilosofi. Vi definerer en kvalitetsvirksomhed ud fra tre faktorer: en langsigtet og holdbar konkurrencefordel, en skalérbar og robust forretningsmodel samt tematisk medvind, der understøtter holdbar vækst. I lyset af det stigende fokus på det kortsigtede og dominansen af få store selskaber har vi valgt at finjustere vores

investeringsproces – uden at gå på kompromis med vores grundlæggende investeringsprincipper.

Styring af relative og kortsigtede risici

Vores risikoprincip har altid været at forvalte porteføljer med et absolut afkastperspektiv: at skabe stærke, langsigtede resultater samtidig med, at volatiliteten holdes på niveau med markedets. For første gang i årtier har nogle selskaber dog en indekxvægt, der overstiger enkelte landes samlede markedsværdi. Denne koncentration skaber nye risici, som vi ikke kan sidde overhørig. Vi vil derfor håndtere den relative risiko tidligere i investeringsarbejdet og specifikt sætte analyseresourcer ind på de selskaber, som alene på grund af deres størrelse kan påvirke markedsudviklingen og det relative afkast.

Derudover vil vi optimere porteføljestrukturen, så vi har selskaber, der har en langsigtet attraktiv forretningsmodel kombineret med en aktuel positiv udvikling i den underliggende forretning. Denne øgede årvågenhed over for kortsigtede risici vil nok resultere i en øget omsætningshastighed, men vi vurderer, det er en givtig pris at betale for at bedre at kunne udnytte de stigende markedsudsving. Vores fokuserede investeringsstrategi forankret i et langsigtet perspektiv er dog forsat det bærende princip, ligesom vi vil forsætte den konstante afvejning af eksisterende investeringer mod stærke kandidater på reservebænken.

Den K-formede markedsstruktur skaber også muligheder

For fem år siden, hvor realrenterne var negative, var langtidsholdbare kvalitetsaktier efterspurgt og dermed blev de højt prisfastsat. Set i bakspejlet undervurderede vi, hvor meget renterne ville stige, og selv om vores porteføljeselskaber skabte en god indtjeningsvækst, blev kurserne

“

I lyset af det stigende fokus på det kortsigtede og dominansen af få store selskaber har vi valgt at finjustere vores investeringsproces – uden at gå på kompromis med vores grundlæggende investeringsprincipper.

påvirket af en faldende værdiansættelse (lavere p/e-niveauer). Situationen er i dag derfor helt omvendt, hvor vores høj kvalitetsselskaber nu handles nu på attraktive niveauer set i forhold til deres historik, og de er fortsat godt positionerede at kunne vokse langsigtet. Dette gør efter vores vurdering disse selskaber attraktive i takt med, at opgangen i det nuværende smalle og K-formede aktiemarked breder sig ud. En katalysator for dette vil bl.a. være en stabilisering af den nuværende usikkerhed. Derudover ser vi flere strukturelle markedstendenser, der kan udvikle sig positivt:

1. Udbredelse af AI og teknologi

Inden for IT og kunstig intelligens forventer vi, at investorer vil flytte det nuværende fokus fra træning af de store sprogmodeller (LLM'er) til en bredere anvendelse af de avancerede teknologier. Vi vurderer som nævnt tidligere, at der er en risiko ved de store forventninger, der er indbygget i prisfastsættelsen af de førende AI-infrastrukturselskaber, hvilket kan få investorerne til at pege kikkerten i andre retninger.

Vi forventer bl.a., at investeringerne inden for semi-conductorer vil brede sig mod avanceret teknologi til gavn for selskaber som ASML, TSMC og Hoya. Konkurrencen mellem de etablerede internetgiganter som Microsoft, Google og Amazon og nye aktører som OpenAI vil blive intensiveret, men vi forventer, at de etablerede aktører vil blive de relative vindere.

Vi ser desuden, at kinesiske teknologivirksomheder står stærkt ift. at tjene penge på AI-inves-

teringerne. Det er baggrunden for, vores nylige investering i Prosus – som ejer en betydelig andel af Tencent – til vores globale afdeling. Vi forventer desuden, at udvalgte dataselskaber, som ejer nøgledata, vil kunne øge indtjeningen i takt med, at AI-teknologien anvendes på deres data.

2. Finansielle selskaber i Emerging markets har strukturel medvind

Vestlige banker har sammen med AI og forsvarssektoren været blandt de stærkeste områder det seneste år. Vi har imidlertid en præference for finansielle selskaber i emerging markets, som nyder godt af den lave og stigende udbredelse af finansielle tjenester samt en voksende befolkning med stigende købekraft. Omvendt vurderer vi, at kreditrisikoen for de vestlige banker er en iboende risiko, som for eller siden igen vil blive aktuel. Endeligt ser vi strukturelt positivt på de såkaldte "asset-light" finansielle forretningsmodeller som f.eks. børser og betalingsudbydere som Visa.

3. Genopblomstringen af den fysiske økonomi

Ud over investeringerne i AI, ser vi behov for at lande verden over må opgradere deres industrielle infrastruktur for at styrke forsvarsproduktionen og genopbygge den industrielle kapacitet – for uden en stærk industri og energiforsyning, intet stærkt forsvar. Dette omfatter bl.a. modernisering af elnettet, investering for at understøtte flere forsyningskæder og lokal produktion, automatiseringsteknologi samt udbygning af sol- og vindenergi, som vi forventer vil udgøre en central del af løsningen. Over 20 pct. af investeringerne i vores globale afdeling er relateret til dette infrastrukturelle tema.

“

Der er en risiko ved de store forventninger, der er indbygget i prisfastsættelsen af de førende AI-infrastrukturselskaber, hvilket kan få investorerne til at pege kikkerten i andre retninger.

Forsvar i en multipolær verden

Overgangen fra en unipolær til en multipolær verdensorden, tydeliggjort ved de aktuelle konflikter i Ukraine og Mellemøsten, udgør en fundamental udfordring for Europas samfundsstrukturer og afslører en fejlslagen energipolitik og manglende industrikapacitet.

NATO's beslutning om at allokere 5 pct. af BNP til forsvar, hvoraf 1,5 pct. er øremærket kritisk infrastruktur, driver to parallelle super investeringscykluser: dels kerneforsvaret, hvor investeringerne forventes fordobles frem mod 2030 med en årlig vækst på omkring 12 pct., og dels områder relateret til elektrificering og industriel produktions kapacitet, som vil se vækst på 10-30 pct. årligt. Sammenhængen er klar: uden energi ingen industri, uden industri intet forsvar.



Konflikterne i Ukraine og Mellemøsten kan ikke ses som isolerede, regionale hændelser, men som en del af den globale magtkamp, hvor Kina, Rusland, Iran og Nordkorea udfordrer Vesten ved systematisk at forsøge at udpine Vestens militære og økonomiske ressourcer¹. Dette for at nedbryde vestens indflydelse og den liberale verdensorden, som vi har kendt efter Anden Verdenskrig

I denne indsigt analyserer vi forsvarsudfordringen og de afledte investeringsmuligheder i de kommende årtier.

Koalitionen mod Vesten

Kina, Rusland, Iran og Nordkorea udfordrer den liberale verdensorden, som blev etableret efter Anden Verdenskrig. Denne koalition tvinger Vesten til kostbare militære indsatser på flere fronter, hvilket dræner lagrene af kritiske våben og ammunition. Ikke mindst presser det USA til at sprede sine ressourcer tyndt i stedet for at fokusere på Kina, der er den primære strategiske rival.

Presset er tydeligt: Israels nylige angreb på Iran og Irans modoffensiv har tæret kraftigt på de amerikanske og allieredes missillagre. USA brugte alene 14 pct. af sit globale såkaldte THAAD-missillager på blot få dages kamp. Omtrent en tredjedel af lagrene af øvrige missiler, Javelin, Stinger og GM-LRS, er allerede sendt til Ukraine, mens beholdningen af Patriot-luftforsvarssystem angiveligt er reduceret til blot 25 pct. af den nødvendige minimumsbeholdning.

For Europa er modstanderen derfor ikke alene et aggressivt Rusland, men også den tiltagende koalition bag Rusland med dens industrielle styrke. Dette sker netop i en tid, hvor USA trækker sig tilbage fra den globale scene. For at imødegå dette må Europa genopbygge sin forsvarskapacitet og gennemføre en grundlæggende omstilling af de samfundsøkonomiske strukturer. Europa må indse,

at uden rigelig energi, er der ingen industri, og uden industri intet forsvar.

Europa står dermed over for en strategisk udfordring uden fortilfælde – en udfordring, der rækker langt ud over den klassiske modsætning mellem våben og velfærd, den såkaldte “guns versus butter”-økonomi. På NATOs topmøde i Haag i 2025 forpligtede medlemslandene sig til at hæve forsvarsudgifterne til 5 pct. af BNP, hvoraf 1,5 pct. er afsat til civilt beredskab og kritisk infrastruktur, herunder energinettet.

Denne Indsigt belyser, hvorfor traditionel tænkning ikke er tilstrækkelig, hvis vi skal opretholde sikkerheden i det 21. århundrede. Europas nuværende energipolitik har fejlet og har undermineret Europa's forsvarsevne, hvorfor en allokering på 1,5 pct. til infrastruktur er absolut påkrævet hvis kontinentet påtænker at gøre noget for at modvirke presset, der kommer fra Kinas langsigtede strategi om at bygge en “elektrostat”.

Forsvarsvirksomheder udfordres af forgældede stater og en monopsonistruktur

Siden krigens udbrud i Ukraine har forsvarsaktierne leveret høje afkast, se figur 1.

Der er ingen tvivl om, at NATOs stigende forsvarsudgifter vil skabe solid toplinevækst for velpositionerede virksomheder i det kommende årti. Sektoren er dog kendetegnet ved en monopsoni-struktur, hvor regeringerne er de væsentlige købere. Kombineret med politisk kontrol lægger dette en dæmper på selskabernes marginer og afkastet på den investerede kapital. Virksomheder som den tyske forsvars- og industrikoncern Rheinmetall har nydt godt af gunstige vilkår, men disse fordele kan vise sig at være forbigående i takt med de kommende debatter om udviklingen i de offentlige finanser og dermed bæredygtigheden af forsvarsindustriens indtjeningsvækst.

¹ Ifølge flere anerkendte rapporter fra juli 2025 fortalte Kinas udenrigsminister, Wang Yi, EU's øverste diplomat, Kaja Kallas, at Beijing 'ikke kan tillade, at Rusland taber krigen i Ukraine.' Wang Yi forklarede, at et russisk nederlag ville være strategisk uacceptabelt for Kina, fordi det kunne gøre det muligt for USA fuldt ud at rette sit fokus mod at inddæmme Kina i Østasien

Figur 1

MSCI Europa Luft- og Rumfarts- & Forsvarsindeks i USD

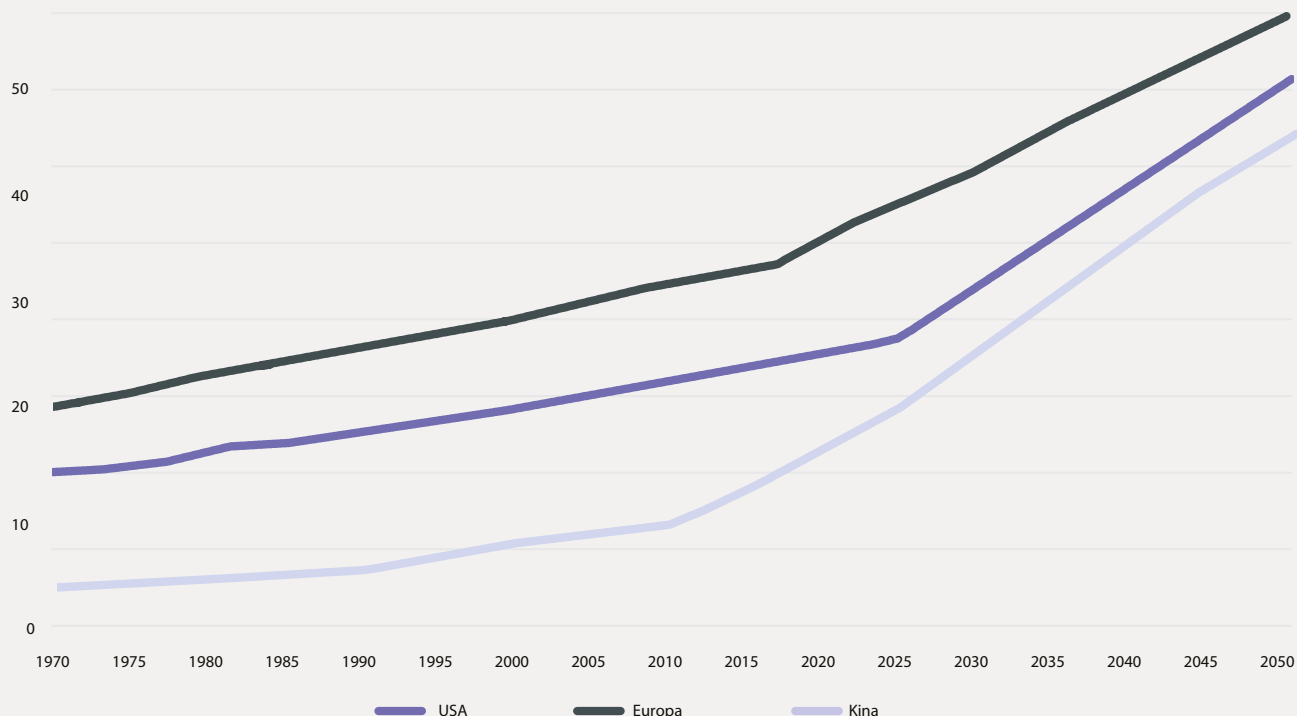
Kilde: Bloomberg, 9. September 2025

Markedet forventer en markant marginudvidelse for selskaber som Rheinmetall, hvor resultatet før renter og skat (EBIT-marginer) i forsvarsdivisionen estimeres til 15–20 pct. – dvs. væsentligt højere end niveauerne før krigen i Ukraine, som var på 8–10 pct. Til sammenligning opererer amerikanske konkurrenter som Lockheed, Raytheon og Northrop under strengere statslig kontrol og opnår typisk EBIT-marginer på 10–13 pct.² En fastholdelse på de nuværende niveauer vil derfor afhænge af den politiske tolerance over for høje forsvarsprofitter i en tid med stigende finanspolitisk pres.

Som vi her uddyber, ændrer moderne krigsførelse sig hastigt. Droner og missilforsvar spiller allerede en langt større rolle, hvilket kan omforme forsvarssektorens struktur og konkurrenceforhold. Mange af de teknologisk førende forsvarsvirksomheder er i øjeblikket unoterede (privatejet), og selvom man ikke bør undervurdere de etablerede forsvarsaktører, er det værd at bemærke, at mange private virksomheder er bedre positioneret ift. "fremtidens forsvar". Dette gælder temaer som droner, kunstig intelligens og autonome systemer (Helsing, Quantum Systems, ARX Robotics) samt missilsystemer (MBDA, Cambridge Aerospace).

2 Behind paywall, September 2025

Figur 2

Ældrebyrden: USA, Europa og Kina

Kilde: Perplexity, September 2025

Fra snæver tænkning til systemisk tænkning

En snæver tilgang til forsvarsudgifter kan få investorer til at overse den mest centrale tematiske investeringsmulighed i en multipolær verden: behovet for, at Vesten fokuserer på energi og industriel kapacitet, hvis vi skal genvinde strategisk relevans i fremtiden.

Sammenfaldet af flere samtidige kriser – aldrende befolkninger, finanspolitiske begrænsninger, teknologiske omvæltninger og geopolitiske udfordringer – skaber strukturelle svagheder, som

ikke kan løses gennem konventionelle politiske tiltag.

Disse sammenhængende risici afslører en fundamentale svaghed i Vestens forsvarsindustrielle kapacitet. Ukraines daglige forbrug af 7.000 artillerigranater – mindst fire gange Europas samlede produktion – samt Ukraines og Ruslands målsætning om at producere fire millioner droner årligt, tydeliggør den markante kløft mellem moderne krigsførelse og Vestens industrielle kapacitet.

“

Færre arbejdstagere skal understøtte voksende forsvarsbudgetter og en stigende ældrebefolkning samtidig med, at skattegrundlaget skrumper netop på det tidspunkt, hvor de finanspolitiske krav stiger.

Europas demografi er en krise, der underminerer finansieringen af velfærdsstaten. I 2050 vil 22 af EU's 27 medlemslande have en faldende arbejdsstyrke, samtidig med at forsørgerbyrden stiger kraftigt, se figur 2. Den europæiske forsørgerbyrde forventes at nå ca. 57 pct. i 2050. Dette betyder, at der vil være færre end to voksne i den erhvervsaktive alder (20-64 år) for hver person på 65 år eller derover – dvs. mere end en fordobling ift. niveauet i 2001 og en markant stigning fra det aktuelle niveau på ca. 34-35 pct.

Dette skaber en ond cirkel, hvor der er færre erhvervsaktive til at finansiere de stigende forsvarsbudgetter og de sociale udgifter til en aldrende befolkning. Hvordan skal europæiske politikere kunne bevare velfærdsstaterne, markant øge forsvarsudgifterne og samtidig undgå markante skattestigninger?

Holdbare statsbudgetter er en forudsætning for et bæredygtigt og stærkt militær. Hvis de offentlige finanser ikke er holdbare, undergraves ethvert lands evne til at forsvare sig selv på langt sigt.

Frankrig tjener som eksempel: i juli 2025 udgjorde landets forsvarsbudget fortsat kun 2 pct. af BNP. Præsident Macron har tidligere annonceret en budgetforøgelse med €6,5 mia. over to år, så man ville nå et forsvarsbudget på €64 mia. ved udgangen af 2027. Denne stigning er dog fortsat utilstrækkelig ift. NATOs nye mål, da det årlige budget skulle stige til omkring €100 mia. for at nå 3 pct. af BNP i 2030. Vedvarende politisk ustabilitet hæmmer Frankrigs evne til at nå disse forpligtelser.

Traditionelle politiske afvejsninger vil være at skære i pensioner for at finansiere missiler, at indføre formueskat for at købe kampvogne eller at udstede gæld for at udskyde krisen. Samtidig er fokus blandt investorer på direkte forsvarsrelaterede investeringer, mens man overser de større spørgsmål om demografi, gæld og teknologisk acceleration. Samtidig ignoreres også den centrale udfordring – at den industrielle kapacitet til at omsætte allokeringer til reel kapabilitet ikke længere findes i Vesten på en konkurrencedygtig skala. Dette afslører Vestens strategiske svaghed: troen på, at teknologisk overlegenhed kan erstatte industriel kapacitet. At fordrive Rusland fra det



østlige Ukraine er ikke muligt uden et væsentligt højere militært engagement fra Vesten, hvilket synes politisk uopnåeligt. De samme begrænsninger ville være endnu mere udtalte i en konflikt i Stillehavet med Kina.

Moderne krigsførelse og incitamenter i den private sektor

Moderne krigsførelse er fundamentalt ændret i forhold til tidligere og under Den Kolde Krig. I Ukraine tegner droner sig f.eks. for 60–70 pct. af de samlede tab.

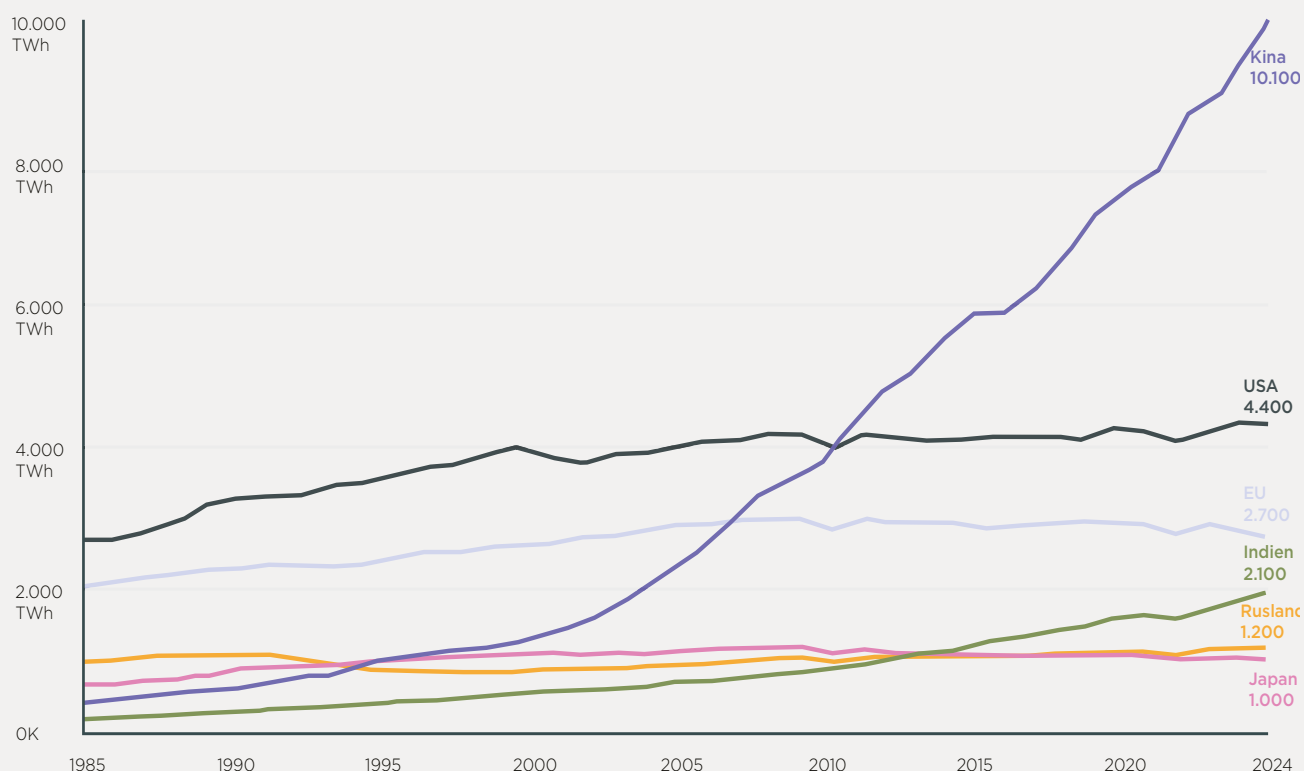
Dette udgør en produktionsudfordring, der adskiller sig grundlæggende fra traditionel

våbenproduktion. Det kræver forsyningskæder a la forbrugerelektronik, softwareintegration og hurtige udviklingsprocesser. Dette favoriserer softwaredrevne produktionssystemer frem for de mere industrielle forsvarsleverandører. Disse forsyningskæder inden for elektronik er primært placeret i Kina. Kina har indført eksportrestriktioner på elektroniske komponenter – især dronedele til Ukraine (samt til USA og øvrige vestlige markeder). Restriktionerne omfatter færdigproducerede droner såvel som centrale komponenter såsom motorer, batterier, kameraer, flyvekontrollere og navigationsenheder. Samtidig er de kinesiske leverancer af disse materialer til Rusland fortsat³.

3 https://www.perplexity.ai/search/when-does-social-security-in-t-h3__G_oRTRq1vn.24kzAAg#3

Figur 3

De største elproducerende lande



Kilde: Our World in Data, September 2025

Traditionelle forsvarsindkøb – designet til årtier lange udviklingscykluser og specialiserede produktionsfaciliteter – kan ikke tilpasse sig den teknologiske forandringshast, der driver moderne konflikter.

Den naturlige konklusion er, at et traditionelt fokus på forsvar alene, finansieret af et mere og mere forgældet offentligt system, ikke er holdbart. Massive investeringer fra den private sektor er nødvendige, hvis Europa skal kunne tippe den geopolitiske vægtskål til egen fordel.

Dette kræver incitamenter. Draghi-rapporten påpeger, at EU's bureaukrati har undertrykt europæisk iværksætteri og må reformeres. Lavere kapitalbeskatning vil i højere grad fremme risikovillighed og dermed understøtte moderniseringen af europæisk produktion og elektrificering, som er

afgørende for et stærkere europæisk forsvarssystem.

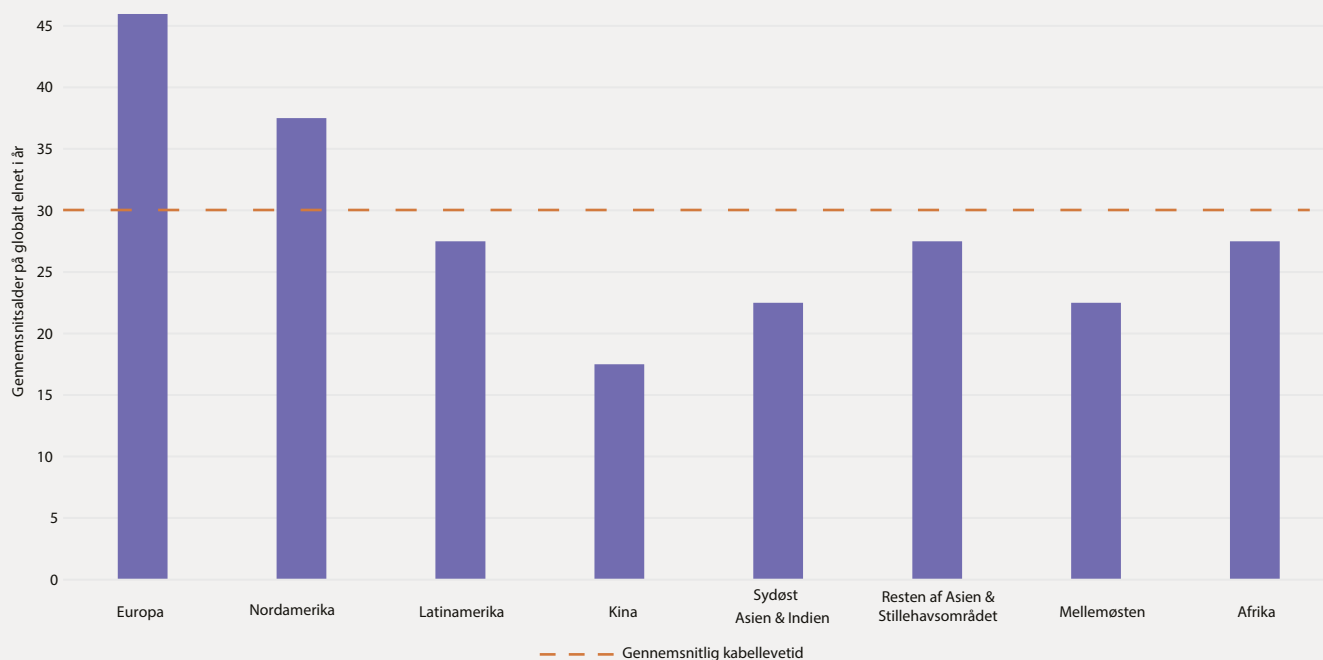
Moderne infrastruktur og Kinas elektrostat

Kinas strategiske fordel er ikke alene landets militære kapacitet, men også den enorme industrielle styrke og den udbredte elektrificering af økonomien. Kina har opbygget verdens første "elektrostat" – hvor elektricitet udgør 28 pct. af det samlede energiforbrug, hvor det globale gennemsnit er 20 pct. I dag producerer Kina lige så meget elektricitet som EU, USA, Indien og Rusland tilsammen, se figur 3 på forrige side.

Kinas elektrificeringsstrategi reducerer sårbarheden over for importeret energi – særligt olie fra Mellemøsten, som i en krisesituation kan blokeres af USA. Med denne risiko for øje indledte Kina for årtier siden en omfattende omstilling for at erstatte importeret fossil energi med indenlandsk producerede energikilder. Europa har gjort det stik modsatte gennem de seneste årtier ved at lukke ned for egen fossil- og a-kraft, mens lavintensive

Figur 4

Elnettene i Europa og Nordamerika er ældre end den gennemsnitlige kablevetid



Kilde: Bernstein, June 2025

“

Efterhånden som autonome systemer bliver en stadig større del af moderne forsvarsteknologi og udviser grænsen mellem forbrugerelektronik og militære anvendelser, bliver Kinas kontrol over disse såkaldte “dual-use”-forsyningskæder et strategisk anliggende.

vedvarende kilder⁴ har vist sig utilstrækkelige til at dække udfasningen af traditionel energiproduktion. Resultatet er, at Kinas importafhængighed af energi er halveret fra 26 pct til 13 pct. i perioden 2000–2024, mens Europas afhængighed i samme periode er steget moderat til 58 pct., se figur 4. Denne strategiske sårbarhed vil tage årtier at rette op på – men den åbner samtidig for attraktive investeringsmuligheder.

Kina leder verden inden for nye installationer af kul-, kernekraft-, vandkraft-, vind- og solenergi og har foretaget massive investeringer i modernisering af elnettet samt elektrificering af transport og industri. Denne elektrificeringsbølge har styrket landets dominans inden for kritiske teknologier, og Europa må adoptere en lignende tilgang for at genvinde sin konkurrenceevne.

Kina har 42 ultra-højspændingslinjer (UHV) – hver med kapacitet til at transportere 5–12 GW over mere end 2.000 kilometer med minimale tab. Dette udgør en betydelig industriel fordel, som muliggør hurtig integration af ny energiproduktion og opbygning af industriel kapacitet hvor som helst i landet.

Europas og USA's forældede elnet, der er begrænset af konventionelle højspændingssystemer med en kapacitet på blot 1–3 GW over kortere afstande, kan ikke håndtere de industrielle belastninger, som moderne storskalaproduktion kræver. Den aktuelle konkurrence om strømtilslutninger til AI-datacentre i Europa og USA illustrerer problemstillingen tydeligt.

Kina producerer nu over 60 procent af alle elbiler globalt. Denne dominans strækker sig ud over selve bilproduktionen og omfatter hele elbil-værdikæden. Dette skaber en selvforstærkende cyklus af ener-

giuafhængighed og stærke konkurrencebarrierer på tværs af flere industrier.

Kinas højhastighedsjernbanenet (HSR), som dækker over 45.000 kilometer og repræsenterer to tredjedele af verdens samlede kapacitet, anvender udelukkende elektricitet og reducerer dermed afhængigheden af importerede olieprodukter. Den strategiske komplementaritet mellem højhastighedsjernbanenettet, stigende efterspørgsel efter elbiler, faldende efterspørgsel på lufttransport og lavere energiimportafhængighed vidner om sofistikeret, langsigtet planlægning. HSR reducerer behovet for langdistancebilkørsel og flyrejser. Selvom Kinas befolkning er fire gange større end USA's, er niveauet for indenrigsflyvninger omtrent det samme.

Kinas olieefterspørgsel faldt med 0,6 pct. i 2024, mens elforbruget steg med 6,7 pct.

Kinas dominans inden for elbiler og batteriteknologi får vidtrækkende konsekvenser for andre hurtigt-voksende teknologier som droner og humanoide robotter. De teknologiske fremskridt, omkostningsreduktioner og etablerede forsyningskæder fra elbilsektoren – især lithium-ion-batterier, elmotorer, controllere og tilhørende elektronik – udgør fundamentale komponenter, som driver udviklingen af avanceret robotteknologi og autonome systemer.

Kina kontrollerer nu en væsentlig del af forsyningskæderne for essentielle teknologier, der anvendes i droner og i humanoide robotter samt centrale råmaterialer. Dette gør vestlige bestræbelser på at udvikle eller udvide autonome systemer stærkt afhængige af kinesiske leverandører. I praksis betyder det, at vestlige aktører, der arbejder med avancerede droner eller robotter, sandsynligvis må benytte kinesisk-producerede batterier, sensorer og

4 [the-struggle-to-achieve-net-zero-emissions.pdf](#)

“

Vesten står over for en strategisk udfordring, der rækker ud over de traditionelle finanspolitiske debatter og ind i området for systemtransformation.

power-elektronik – eller acceptere højere omkostninger og et begrænset udbud, hvis de forsøger at skaffe forsyninger fra ikke-kinesiske kilder.

Efterhånden som autonome systemer bliver en stadig større del af moderne forsvarsteknologi og udviser grænsen mellem forbrugerelektronik og militære anvendelser, bliver Kinas kontrol over disse såkaldte “dual-use”-forsyningskæder et strategisk anliggende. Amerikanske tiltag for at bremse udviklingen af elbiler⁵ risikerer at svække USA’s konkurrereevne inden for autonome systemer og robotteknologi, både kommercielt og militært. Uden en stærk hjemlig industri for elbiler og batterier står USA og dets allierede over for en langsigtet afhængighed af Kina, samtidig med at forsvarsindustriens teknologiske udvikling accelererer.

De europæiske regeringer bør indse, at højere udgifter til konventionelle forsvarsindkøb ikke vil skabe konkurrencedygtige militære kapaciteter, hvis det underliggende industrielle økosystem ikke kan levere moderne systemer i skala og tempo.

Erfaringerne fra krigen i Ukraine bekræfter dette. Kommercielle droner, tilpasset militære formål og fremstillet via forbrugerelektronikkens værdikæde, har vist sig militært langt mere effektive end dyre, traditionelle systemer designet i 1990’erne. Det anslås, at droner står for op til 70 procent af tabene i Ukraine. Vestlige regeringer må derfor erkende, at sikkerhed i det 21. århundrede ikke blot handler om at øge forsvarsbudgetternes andel af BNP, men om at opretholde industriel konkurrenceevne på tværs af elektrificerede systemer.

Dette indebærer diversificering af forsyningskæder væk fra potentielle modstandere samt opbygning

af teknologisk suverænitet i kritiske sektorer – samtidig med at de finanspolitiske begrænsninger fra aldrende befolkninger og gældsbyrder håndteres. Vesten står dermed over for en strategisk udfordring, der rækker ud over traditionelle finanspolitiske debatter og ind i en reel systemtransformation. Kinas systematiske elektrificering gennem tre årtier har skabt geopolitiske fordele, som ikke kan imødegås gennem øgede forsvarsudgifter alene.

Bredere investeringsmuligheder

EU’s NATO-medlemmer brugte i 2024 €327 mia., svarende til ca. 1,9 pct. af BNP på forsvar. Forudsat en årlig nominelt BNP-vækst på 3 pct. og et forsvarsforbrug på 3,5 pct. af BNP i 2035, svarer det samlet set til €830 mia. eller en årlig vækstrate på 9 pct. Allokeringen på 1,5 pct. til bredere forsvarsrelaterede områder bringer nye investeringsmuligheder – et område, som investorer efter vores vurdering endnu ikke har fuld fokus på. Denne andel er tiltænkt forsvarsrelateret infrastruktur, robusthed i energinet, distributionsnet, beskyttelse af kritisk infrastruktur (herunder cybersikkerhed) samt militære mobilitetskorridorer.

Europas (ligesom USA) forældede transmissions- og distributionsnet er den største flaskehals for udbygningen af vedvarende energi i Europa. Samtidig er moderne forsvar stærkt afhængigt af energi, især elektricitet. Fra datadrevne kommandosystemer til energikrævende AI-datacentre afhænger militær effektivitet i dag af stabil og cybersikker strømforsyning. Med dette for øje kræver NATO nu, at 1,5 pct. af BNP allokeres til civilt beredskab og kritisk infrastruktur, herunder energinet. Ifølge Bernstein er investeringerne i elnet i de fire største europæiske lande steget med ca.

5 Exclusive: Trump transition team plans sweeping rollback of Biden EV, emissions policies | Reuters

80 pct. de seneste fem år. Europa anvender i dag omkring €63 mia. årligt på elnettet, heraf €28 mia. til transmission og €35 mia. til distribution. Selv før den nye 1,5 pct.-allokering forventede Bernstein, at disse udgifter ville mere end fordobles frem mod 2030.

Nedbruddet af elnettet på Den Iberiske Halvø i april 2025 demonstrerede, hvordan en høj andel af vedvarende energi uden et robust energinet kan resultere i omfattende strømafbrydelser. EU's handlingsplan for elnettet fra 2023 og den kommende "European Grids Package" skal forenkle godkendelsesprocesser, tilskynde større investeringer og finansiere €584 mia. i opgraderinger i dette årti.

I september 2025 analyserede Goldman Sachs⁶ den langsigtede udbuds- og efterspørgselsbalance på

de europæiske el-markeder og konkluderede, at den regulerede infrastruktur for forsyningsselskaber (RAB) vil vokse med ca. 15 pct. årligt i overskuelig fremtid. Dette vil især gavne regulerede selskaber som SSE, E.ON og Iberdrola.

Elektrificeringen skaber samtidigt attraktive investeringsmuligheder på tværs af flere sektorer. Inden for elproduktion tiltrækker vedvarende energikilder størstedelen af investeringerne, men en stigende erkendelse af, at vedvarende energi ikke alene kan sikre stabil og billig strøm, vil skabe behov for gasbaseret elproduktion og kernekraft. Transmissions- og distributionskapacitet forventes at skulle øges markant, hvilket vil gavne markedsledere som ABB, Siemens Energy og Schneider Electric, samt de ledende globale kabelproducenter Nexans, Prysmian og NKT. Disse virksomheder leverer løsninger fra højspændings-

6 Goldman Sachs Research - Marquee

Figur 5

Samlet adresserbart marked (mia. EUR)

	2024	2030	Årlig gns. vækst
EU NATO kerneforsvar (3,0% af BNP i 2030)	326	650	12%
Forsvarsrelateret infrastruktur (1.5%)	0	325	Ny dampkapacitet
Transmission & Distribution, globalt	333	730	14%
heraf EU	63	140	14%
Elkapacitet til generativ AI	31	155	31%
Lav- og mellemspænding inkl. datacentre	169	264	8%

Kilde: CWW, Bernstein, Redburn Atlantic, September 2025

“

De samlede investeringer i energiinfrastruktur skal stige til €3.000 mia. i løbet af det kommende årti for at rette op på historisk underinvestering og imødekomme den forventede vækst i efterspørgslen.

transmission til automatisering af distributionsnettet.

Siemens Smart Infrastructure fokuserer på grænsefladen mellem elnettet og slutbrugerne i bygninger og industrifaciliteter. Siemens er en central aktør inden for lavspændingsudstyr og er samtidig aktiv i højvækstsektorer som datacentre og energilagring. Tilsvarende laver Schneider Electric løsninger for datacentre og fokuserer på energistyring og digital transformation af el-infrastrukturen. Efterhånden som industriproduktionen i Europa vokser, vil selskaber inden for elektriske industrielle systemer opleve betydelig vækst. Dette f.eks. inden for bygningsautomatisering og elektrificering af fabrikker samt løsninger, der gør elnettet mere intelligent.

De samlede investeringer i energiinfrastruktur skal stige til €3.000 mia. i løbet af det kommende årti for at rette op på historisk underinvestering og imødekomme den forventede vækst i efterspørgslen. Vores konklusion er, at Europas nye forsvarsfokus udløser to investerings-“supercykluser”: Forsvarsindkøb forventes at skulle mere end fordobles frem til 2030, en årlig vækstrate på ca. 12 pct.

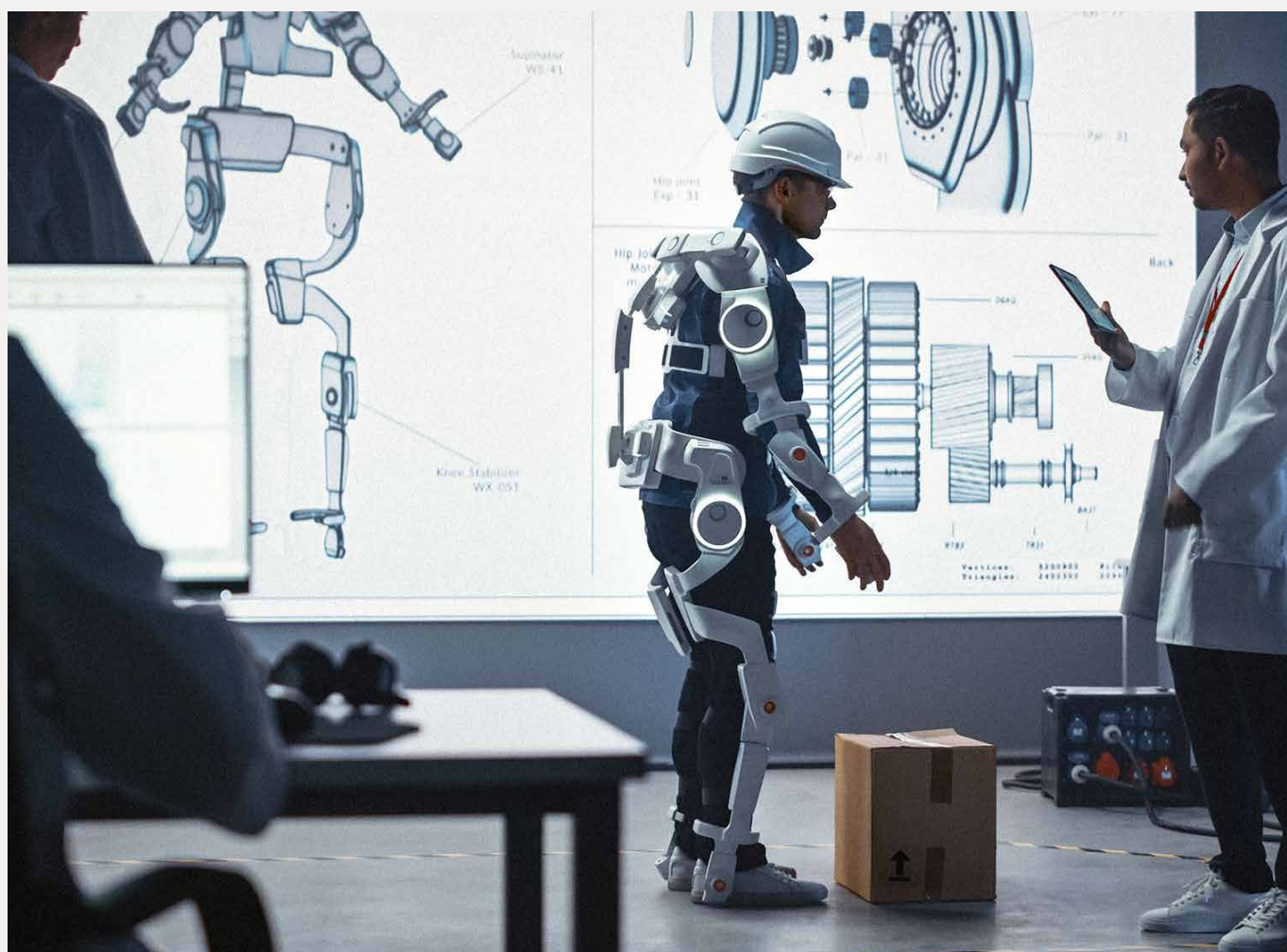
Investeringerne i el-infrastruktur, energilagring, mobilitet, cybersikkerhed og energi-elektronik vil vokse med 10–30 pct. årligt afhængigt af segment. Figur 5 på side 10 viser, at markedet for elektrificering vil overstige udgifter til den historiske oprustning og åbne afsætningsmarkeder, der kan måles i billioner euro, hvilket giver investorer bredere og større vækstmuligheder end ved bare at kigge på de traditionelle forsvarsgiganter.

Konklusion

Europas løfte om at afsætte 5% af BNP til sikkerhed er historisk. Overgangen fra finanspolitisk tilbageholdenhed til vækst gennem investeringer i infrastruktur og forsvar markerer et paradigmeskift med vidtrækkende betydning for både økonomisk udvikling og aktiemarkedernes muligheder. Den mere ekspansive finanspolitik, velkendte multiplikatoreffekter samt en strategisk industriel omstilling og attraktive værdiansættelser på de europæiske markeder giver europæiske aktier en enestående chance for første gang siden 2000'erne at udfordre amerikanske aktiers udsigter samtidig med at kontinentets langsigtede konkurrenceevne og sikkerhed sikres.

Kinas teknologiske dominans

Teknologi er i stigende grad en strategisk drivkraft i Kinas økonomiske og industrielle prioriteringer. Hvor vestlige økonomier i højere grad overlader teknologisk innovation til markedskræfterne, følger Kina en topstyret og planøkonomisk tilgang, hvor staten prioriterer og koordinerer udviklingen i nøglesektorer. Denne tilgang er ikke nødvendigvis ideologisk motiveret, men snarere en erhvervspolitik for at sikre selvforsyning, strukturel konkurrenceevne, eksportkapacitet og globale markedsandele. Fokus er især på teknologifølsomme industrier som batterier, robotter, biotek og avancerede produktionsteknologier.



Teknologi som geopolitisk kapital

Initiativet “Made in China 2025” illustrerer denne strukturelle planlægning med ambitionerne om at opnå dominans i 10 sektorer, herunder avanceret produktion, elbiler, vedvarende energi og højhastighedstransport. Kina er i dag førende inden for flere af disse områder og sidder samtidig på ca. 90 pct. af den globale kapacitet til udvinding og forarbejdning af sjældne jordarter – materialer, der er afgørende for en lang række moderne teknologier, herunder elbiler, vindmøller og elektronik.

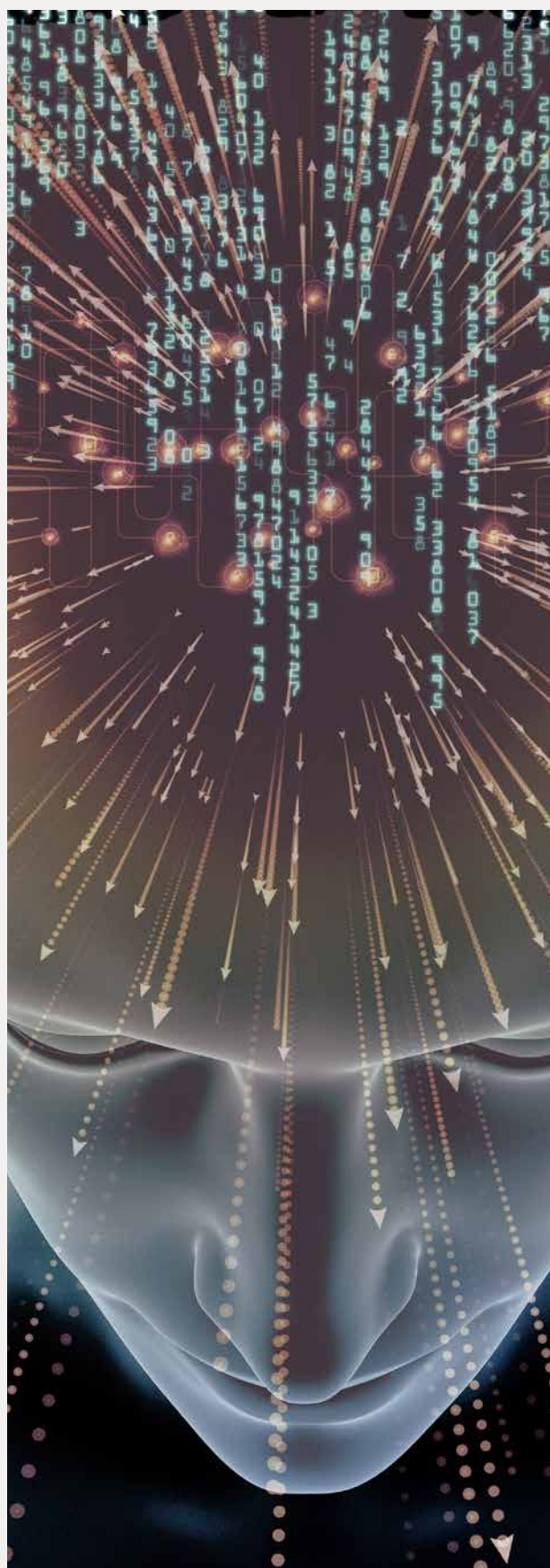
“

Kinesiske virksomheder har i dag 80 pct. af markedet inden for mekaniske bevægelseskomponenter, og Kina er derfor godt positioneret til også at tage en førerposition indenfor humanoide robotter.

Humanoide robotter varsler en ny æra for teknologisektoren

Mens USA og Europa fortsat har en førerposition inden for avancerede halvledertechnologier, herunder ekstrem ultraviolet litografi (EUV), vinder Kina frem inden for produktionsintensive teknologier som f.eks. elektrificering, batteriteknologi, automation og robotteknologi, hvor kinesiske selskaber i dag har opnået markante stordriftsfordele.

Et kritisk fremtidigt område er udviklingen af de såkaldte humanoide (menneskelignende) robotter – en sektor, hvor teknologiudvikling inden for sensorer, styring af bevægelse og kunstig intelligens konvergerer. Her drager Kina fordel af deres eksisterende ekspertise fra elbiler og automation. Med 80 pct. af markedet inden for mekaniske bevægelseskomponenter er Kina godt positioneret til også at dominere denne fremspirende industri.



“

Investering i Kina stiller høje krav til regional indsigt, analytisk dybde og sektorekspertise for at navigere effektivt og identificere attraktive investeringsmuligheder.

Fra imitation til innovation:

Kinas overgang til vidensøkonomi

Kinas teknologiske progression er ikke længere kendetegnet ved imitation og som kopination, men differentieret ved innovation. Tencent's udvikling af deres superapp WeChat er et eksempel på unik produktinnovation, hvor appen tilbyder flere forskellige funktionaliteter. Ikke mindst eksporterer kinesiske biotek- og farmavirksomheder nu egne produkter frem for kopimedisin til internationale aktører, og modtager støtte til kommercialiseringen og royalties, hvilket vidner om øget global anerkendelse og kommerciel gennemslagskraft.

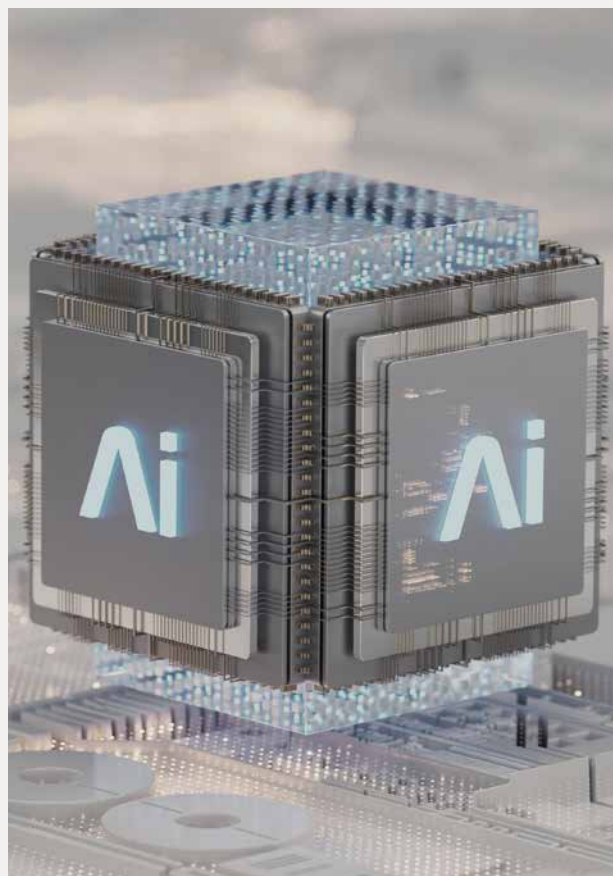
Denne transformation mod en vidensbaseret økonomi understøttes både regulatorisk og via kapitalallokering. Kina praktiserer desuden en form for “soft diplomacy”, hvor investeringer og støtte ikke ledsages af politiske betingelser. I modsætning til USA, der ofte stiller politiske krav, fokuserer Kina i højere grad på, at en andel af midlerne anvendes på kinesiske produkter eller projekter, eksempelvis til infrastrukturprojekter.

Kinas transformation understreger kravet om aktiv forvaltning

Fra et investeringsstrategisk perspektiv udgør Kina en kombination af strukturel vækst, teknologiske fremskridt og et begyndende lederskab. Landet fremstår ikke blot som en vækstøkonomi, men som en teknologisk “planøkonomi” med globale ambitioner. Dette afkræver en række centrale overvejelser, hvor kapitalallokeringen i stigende grad bør orienteres mod sektorer med strategisk betydning for Kina og i teknologier, hvor Kina har eller er på vej mod dominans. Aktiv forvaltning kan gøre en forskel, ikke mindst på grund af regulatoriske risici, skiftende markedsadgang og asymmetrisk informationsadgang, hvilket gør det vanskeligt at foretage kvalificerede beslutninger baseret

på offentligt tilgængelige data alene. Investering i Kina stiller høje krav til regional indsigt, analytisk dybde og sektorekspertise for at navigere effektivt og identificere attraktive investeringsmuligheder. Endelig kan eksponering til den kinesiske innovation fungere som en diversifikation i en global portefølje og samtidig balancere eksponeringen mod USA og Europa. Succesfuld eksponering mod Kina kræver efter vores overbevisning nuancerede analyser, lokalkendskab og en tematisk orienteret investeringsstrategi.

C WorldWide Asien er eksponeret med ca. 20 pct. ift. den kinesiske teknologiske transformation. Du kan læse mere om investering i Kina i vores [Indsigt Kina er for vigtigt til at ignorere](#).



Globale Aktier

Status på kvartalet

De globale aktiemarkeder var stigende, drevet af forventninger om lempeligere pengepolitik i USA, en fortsat god udvikling i virksomhedernes indtjening og optimisme omkring AI-investeringerne. Især i USA oplevede de AI-relaterede aktier fortsatte stigninger. Risikofaktorerne var bl.a. fokuseret omkring aftagende vækst, politiske fejltrin og eksterne chok.

Afdelingen skabte et afkast på 3,4 pct., mens MSCI verdensindeks steg 7,6 pct. i kvartalet. En stor del af forklaringen på det lavere relative afkast er porteføljens undervægt i vestlige banker, og overvægten i emerging markets samt finansielle servicevirksomheder. Langsigtet tror vi fortsat, at dette er den rigtige allokering givet den lave udbredelse af finansielle tjenester i emerging markets. Herudover trak undervægten inden for IT også ned i lyset af stigningerne inden for AI-aktierne. Overordnet gjorde HDFC, Novo Nordisk og Nestlé det værst. Novo Nordisk sænkede endnu engang forventningerne, da konkurrencen fra compoundere fortsat presser salget i USA. Vi ser dog fortsat positivt på de strukturelle muligheder. Blandt de positive investeringer var Alphabet, TSMC og ASML.

Strategi og porteføljeændringer

Som konsekvens af bl.a. de hastige politiske og teknologiske forandringer har vi foretaget flere porteføljeændringer. I kvartalet solgte vi **Atlas Copco**, **Adobe**, **Carrier** og reducerede i **Visa**, mens **Prosus**, **Uber** og **Schneider Electric** er nye investeringer. En investering i Prosus giver eksponering til den globale vækst inden for forbrugerinternet i kraft af selskabets 23 pct. ejerskab af Tencent, en af verdens mest værdifulde internetplatforme rettet mod forbrugersegmentet, som nu bruger AI til at understøtte væksten i annoncesalget. Uber er den førende platform for samkørsel (jf. markedsandel 30 pct. globalt) og udbringning af mad (jf. 80 pct markedsandel i USA). Virksomheden har opbygget et stærkt netværk, hvor flere passagerer tiltrækker flere chauffører, hvilket skaber en positiv netværkseffekt. Ubers madleveringsforretning oplever også en positiv netværkseffekt, og virksomheden ekspanderer nu til nye områder som dagligvarer og sundhedspleje. Schneider Electric har en førende position, et stærk distributionsnetværk og bred produktportefølje inden for elektrisk udstyr. Selskabet har det seneste årti gennemgået en transformation og er nu godt positioneret til den aktuelle supercyklus inden for elektrificering drevet af energiomstillingen og opgraderingen af vores teknologiinfrastrukturen, især datalagring.



Du kan investere i Globale Aktier

Globale Aktier Udl.
DK0010157965

Globale Aktier Akk.
DK0060655702

[Se porteføljen på cww.dk ↗](#)

Globale Aktier

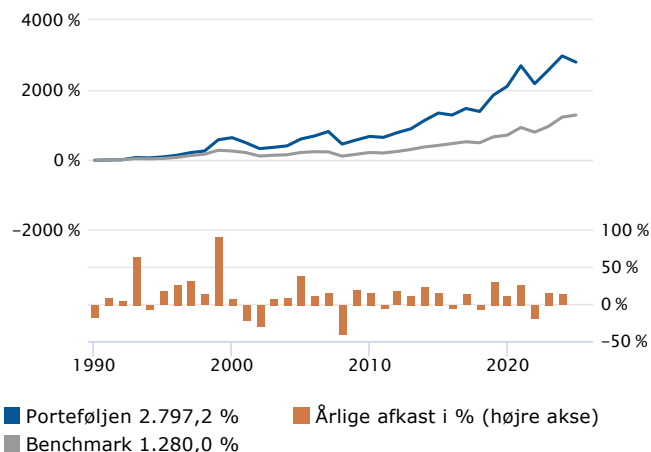


PR. 30. SEPTEMBER 2025

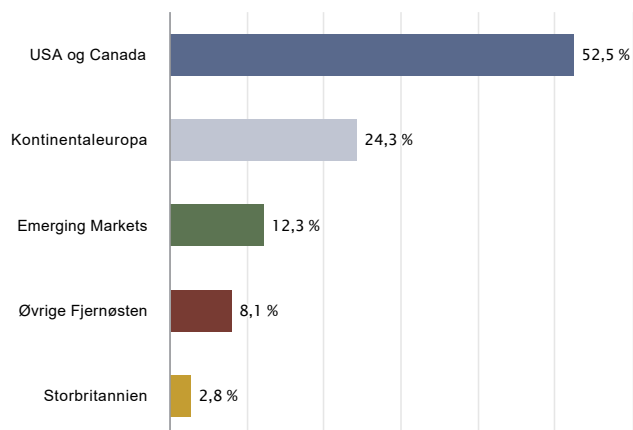
FAKTA

Afdeling	C WorldWide Globale Aktier KL A
Fondskode	DK0010157965
Afdelingens start	30. juni 1990
Risikomærkning	Ikke kompleks
Lagerbeskattes frie midler	Nej
Benchmark	MSCI All Country World inkl. nettoudbytter
Emissionstillæg	0,35 %
Indløsningsfradrag	0,31 %
Løbende omkostninger	1,65 %
Indirekte handelsomk.	0,06 %
Forvalterteam	Bo Knudsen, Bengt Seger, Mattias Kolm, Peter O'Reilly

AFKASTUDVIKLING



GEOGRAFISK



AFKAST & RISIKO

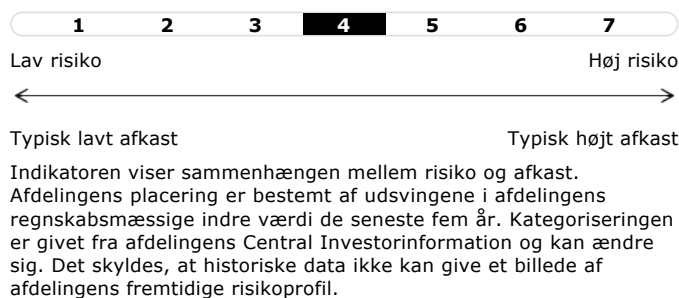
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	-3,7	29,2	42,5	119,5	2.797,2	10,0
Benchmark (%)	11,5	56,2	88,9	192,9	1.280,0	7,7
Aktivt afkast (%)	-15,2	-27,0	-46,4	-73,4	1.517,2	2,3

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. porteføljen (%)	11,9	13,7	13,0	15,2
Std. afv. benchmark (%)	11,7	12,9	13,3	14,8
Beta	0,9	1,0	0,9	0,9

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
Microsoft	6,0
Alphabet	5,9
HDFC Bank	5,5
Amazon.com	5,3
TSMC - ADR	5,1
Visa	5,0
Siemens	4,6
Parker Hannifin	4,3
Prosus	3,9
Thermo Fisher Scientific	3,8

RISIKOINDIKATOR



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

Globale Aktier Etik

Status på kvartalet

De globale aktiemarkeder var stigende, drevet af forventninger om en lempeligere pengepolitik i USA, en fortsat god udvikling i virksomhedernes indtjening og optimisme omkring AI-investeringer. Især i USA oplevede de AI-relaterede aktier fortsatte stigninger. Risikofaktorerne var bl.a. fokuseret omkring aftagende vækst, politiske fejltrin og eksterne chok.

Afdelingen steg 2,0 pct. i kvartalet, mens MSCI verdensindeks steg 7,6 pct. En stor del af forklaringen på det lavere relative afkast er porteføljens undervægt i vestlige banker, og overvægten i emerging markets samt finansielle servicevirksomheder. Langsigtet tror vi fortsat, at dette er den rigtige allokering givet den lave udbredelse af finansielle tjenester i emerging markets. Herudover trak undervægten inden for IT også ned i lyset af stigningerne inden for AI-aktierne. Overordnet gjorde HDFC Bank, Novo Nordisk og Intercontinental Exchange det værst. Novo Nordisk sænkede endnu engang forventningerne, da konkurrencen fra compoundere fortsat presser salget i USA. Vi ser dog fortsat positivt på de strukturelle muligheder. Blandt de positive investeringer var Alphabet, TSMC og ASML.

Strategi og porteføljeændringer

Som konsekvens af bl.a. de hastige politiske og teknologiske forandringer har vi foretaget flere

porteføljeændringer. I kvartalet solgte vi **Atlas Copco, Adobe, Carrier** og reducerede i Visa, mens **Meta Platforms, Uber** og **Compass Group** nye investeringer.

Meta Platforms investerer over 60 mia. dollars årligt i AI, hvilket skaber fundamentet for den næste vækstfase. Dette har allerede forbedret lønsomheden af kerneforretningen gennem mere præcis målretning af annoncer. AI-assistenten (Meta AI) skaber mulighed for nye indtægtsstrømme gennem annoncer, abonnementer eller premium-funktioner til selskabets milliarder af brugere. Mere langsigtet kan AI-drevne briller vise sig at blive efterfølgeren til dagens smartphones. Uber er den førende platform for samkørsel (jf. markedsandel 30 pct. globalt) og madudbringning. Virksomheden har opbygget et stærkt netværk, hvor flere passagerer tiltrækker flere chauffører. Ubers madleveringsforretning oplever også en positiv netværkseffekt, og virksomheden ekspanderer nu til nye områder som dagligvarer og sundhedspleje. Compass Group er den største globale operatør af outsourcete kantiner, hvor fortsat kun 50 pct. af kantinerne i dag er outsourcet. Egenkapitalforrentningen er over 20 pct. drivet af selskabets evne til at hæve priserne, da kunderelationerne er ganske faste og langvarige. Omsætningen vokser hurtigere end den generelle økonomiske vækst med vækstrater lige under 10 pct.



Du kan investere i Globale Aktier Etik*

Globale Aktier Etik Udl.

Fondskode: DK0060287217

Globale Aktier Etik Akk.

Fondskode: DK0061114089

[Se porteføljen på cww.dk](https://www.cww.dk) ↗

*Ved investering for frie midler beskattes afkastet for begge afdelinger efter lagerprincippet. Dette indebærer årlig beskatning af såvel realiseret som urealiseret gevinst og fradrag for eventuelle tab.

Globale Aktier Etik

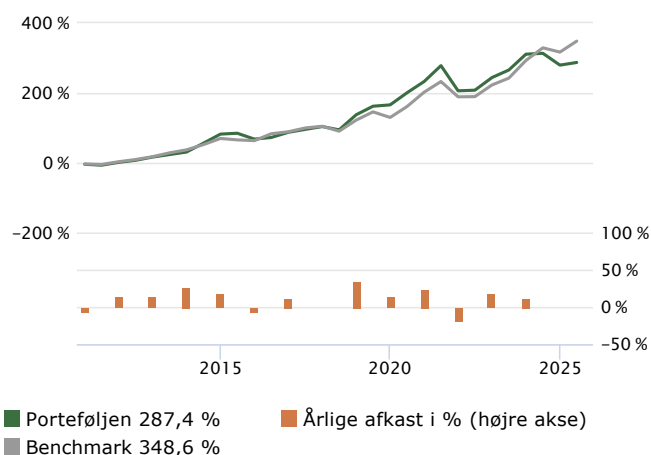


PR. 30. SEPTEMBER 2025

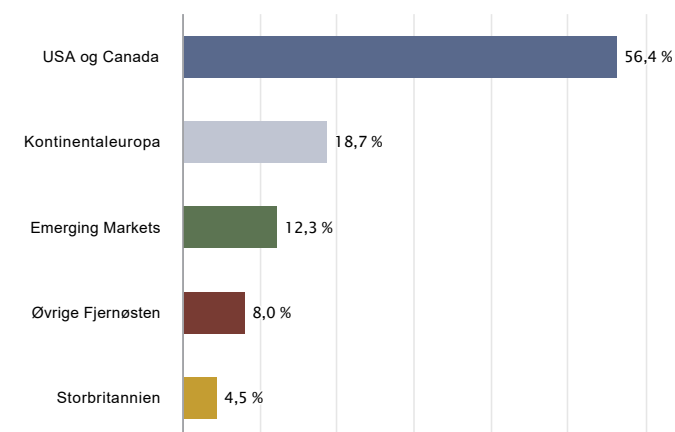
FAKTA

Afdeling	C WorldWide Globale Aktier Etik KL Udl.
Fondskode	DK0060287217
Afdelingens start	4. marts 2011
Risikomærkning	Ikke kompleks
Lagerbeskattes frie midler	Ja
Benchmark	MSCI All Country World inkl. nettoudbytter
Emissionstillæg	0,35 %
Indløsningsfradrag	0,31 %
Løbende omkostninger	1,68 %
Indirekte handelsomk.	0,05 %
Forvalterteam	Mattias Kolm, Bo Knudsen, Bengt Seger, Peter O'Reilly

AFKASTUDVIKLING



GEOGRAFISK



AFKAST & RISIKO

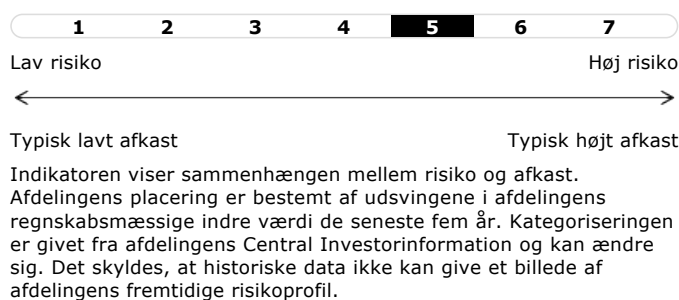
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	-4,4	28,2	39,7	127,3	287,4	9,7
Benchmark (%)	11,5	56,2	88,9	192,9	348,6	10,8
Aktivt afkast (%)	-16,0	-28,0	-49,2	-65,5	-61,3	-1,1

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

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
Microsoft	6,1
Alphabet	6,0
TSMC - ADR	5,5
HDFC Bank ADR	5,3
Visa	5,2
Amazon.com	5,0
Ferguson Enterprises	4,5
ASML	3,9
Thermo Fisher Scientific	3,9
Intercontinental Exchange	3,7

RISIKOINDIKATOR



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

Stabile Aktier

Status på kvartalet

Den globale økonomi påvirkes i stigende grad af skiftende politiske vinde især fra USA, hvilket øger usikkerheden. Perioder med usikkerhed skaber dog omvendt grobund for interessante investeringsmuligheder.

Afdelingen oplevede et mindre fald i 3. kvartal på 1,4 pct., mens benchmark steg med 1,0 pct. I år er afdelingen steget med 2,3 pct., mens benchmark er faldet med 2,5 pct.

Kvartalets fire bedste aktier er alle eksponeret mod guldprisen, som er steget kraftigt pga. øget usikkerhed i verden, og fordi centralbankerne er begyndt at opkøbe store mængder af guld. Vi har investeret i de såkaldte royalty-selskaber, der finansierer udviklingen af miner og bliver betalt i fysisk guld, når produktionen starter. Den største skuffelse var betalingsformidleren Fiserv, der oplever lavere omsætningsvækst i takt med, at forbruget i USA er lidt under pres. Fiserv har i 40 år leveret tocifret indtjeningsvækst pr. aktie – en trend, vi forventer fortsætter i årene fremover.

Strategi og porteføljeændringer

Afdelingen investerer i selskaber med en relativt lav følsomhed over for de økonomiske konjunkturer, og som har en stærk konkurrencemæssig position med en rimelig forudseelig stabil indtjeningsvækst. Vi

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

I kvartalet købte vi **Copart Car Auctions**, der er markedsleder på det amerikanske marked for biler, der er skadet eller skal skrottes. Forsikringsselskaberne er de største kunder, og Copart Car Auctions håndterer hele processen fra afhentning og transport til køb og salg af bilerne igennem deres internationale auktionsnetværk. I en periode, hvor mange investorer øger risikovilligheden ved investeringer i bl.a. kunstig intelligens, har vi fundet plads i porteføljen til en strukturel vinder i en sektor, der er meget lidt følsom over for de økonomiske konjunkturer.

Vi solgte **Walmart de Mexico** efter en periode, hvor konkurrencen i Mexico på dagligvaremarkedet har været hård samtidig med, at Mexico er blevet ramt af høje tariffer på samhandlen med USA. Begge dele har påvirket indtjeningsudviklingen negativt og øget kursudsvingene i aktien.



Du kan investere i Stabile Aktier

Fondskode: DK0010312529

[Se porteføljen på cwww.dk](#) ↗



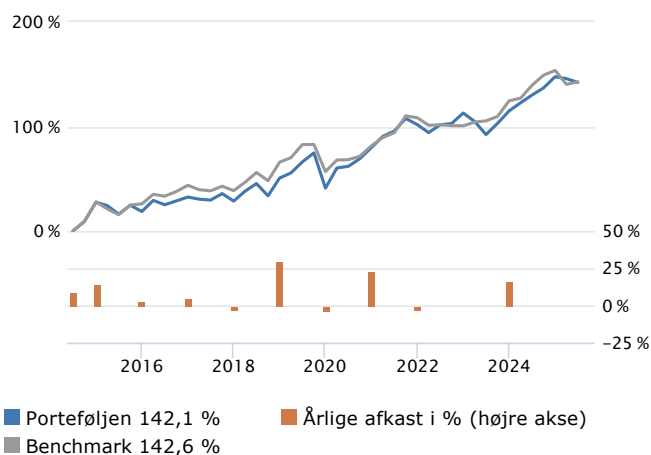
Stabile Aktier

PR. 30. SEPTEMBER 2025

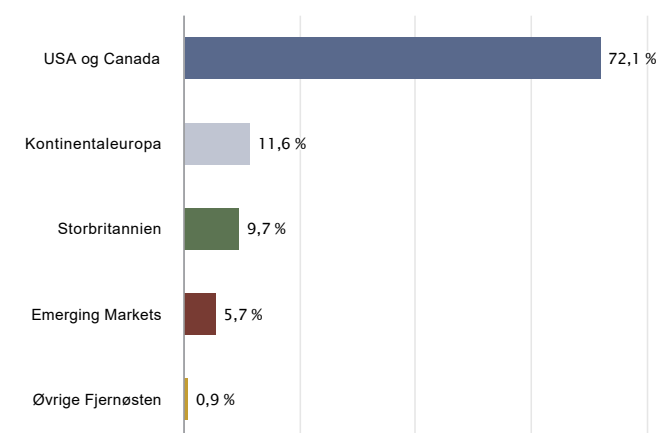
FAKTA

Afdeling	C WorldWide Stabile Aktier KL A
Fondskode	DK0010312529
Afdelingens start	1. oktober 2014
Risikomærkning	Ikke kompleks
Lagerbeskattes frie midler	Nej
Benchmark	MSCI AC World Min. Volatility
Emissionstillæg	0,35 %
Indløsningsfradrag	0,31 %
Løbende omkostninger	1,68 %
Indirekte handelsomk.	0,45 %
Forvalterteam	Jakob Greisen

AFKASTUDVIKLING



GEOGRAFISK



AFKAST & RISIKO

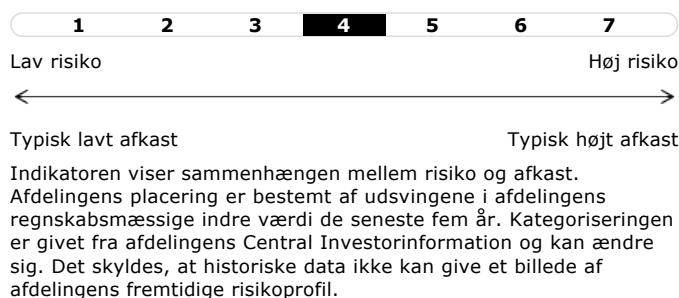
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	5,3	20,1	49,6	108,5	142,1	8,4
Benchmark (%)	1,4	20,4	44,3	109,9	142,6	8,4
Aktivt afkast (%)	3,9	-0,2	5,3	-1,4	-0,5	0,0

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

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
Sandstorm Gold	6,0
Roper Technologies	5,0
OR Royalties	4,7
McKesson Corp	4,3
Amdocs	4,0
Royalty Pharma	4,0
Progressive	4,0
Accenture	3,9
Deutsche Telekom	3,7
Triple Flag Precious Metals	3,4

RISIKOINDIKATOR



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

Asien

Status på kvartalet

De asiatiske markeder fortsatte den positive udvikling drevet af især de kinesiske aktier, der nåede det højeste niveau i 10 år. Kinas momentum blev styrket, da USA lempede nogle af eksportrestriktionerne inden for teknologi, og politibureauet signalerede mere finans- og pengepolitisk støtte. Tiltag for at begrænse overkapacitet, stimulere forbruget og lette ejendomsrestriktionerne har sammen med lempelser af amerikanske chipregler løftet stemningen.

Omvendt har Indien haft den svageste udvikling i 15 år ift. de øvrige udviklingsmarkeder, tyngt af faldende udenlandske investeringer og handelspændinger med USA, der har indført en straffetold på op til 50 pct. Indiens fundamentale udsigter er dog fortsat gode understøttet af strukturel vækst, stærk indenlandsk likviditet og strukturreformer. Desuden understøtter en nylig omlægning af de indirekte skatter samt indkomstskattelettelser den indenlandske efterspørgsel. Indonesien oplevede masseprotester over mere fordelagtige vilkår for parlamentsmedlemmerne, hvilket forværrede landets politiske og økonomiske miljø.

Den globale AI-drevne efterspørgsel giver fortsat medvind til halvlederindustrien, hvor Kinas DeepSeek via innovation kommer med nye omkostningseffektive løsninger, og Samsung Electronics forventes at opnå sit bedste resultat i fire år.

Afdelingen gav et afkast på 11,7 pct., mens benchmark gav et afkast på 10,7 pct. i kvartalet. De mest positive bidragydere var Alibaba Group Holdings, Tenent Holdings og Samsung Electronics, mens HDFC Bank, Cosmax og Meituan trak ned.

Strategi og porteføljeændringer

Hesai Technology, Delta Electronics, Full Truck Alliance og **Naura Technologies** er nye investeringer. Vi solgte **Gudeng Precision** pga. vigende salg af deres semiconductor-udstyr og tab af markedsandele i USA, **Bank Rakyat** da mikrofinansiering i Indonesien fortsat er svag, **KE Holdings** pga. et fortsat svagt kinesisk ejendomsmarked og **JD.Com** pga. fortsat konkurrencepres inden for fødevarerlevering). Vi har købt op i Cosmax og Samsung Electronics og reduceret i TSMC, Chroma ATE og Meituan.

Full Truck Alliance er Kinas største digitale fragtplatform, der udnytter sit dominerende netværk af lastbilchauffører og speditører til at digitalisere markedet for vejtransport og udvider med logistik- og finansielle tjenester, som har højere marginer. Naura Technologies er en førende kinesisk producent af halvlederudstyr, der drager fordel af den stigende præference for lokale producenter frem for amerikanske leverandører. Delta Electronics er en førende teknologivirksomhed inden for elbilinfrastruktur, elektronik til strømforsyning og industriel automation.



Du kan investere i Asien

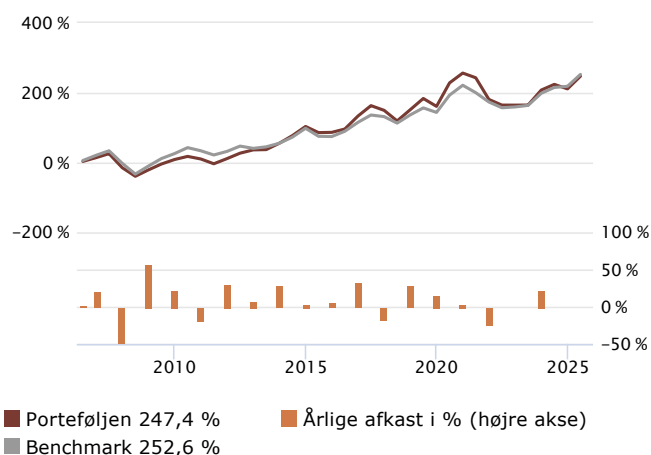
Fondskode: DK0060057644

[Se porteføljen på cww.dk ↗](#)

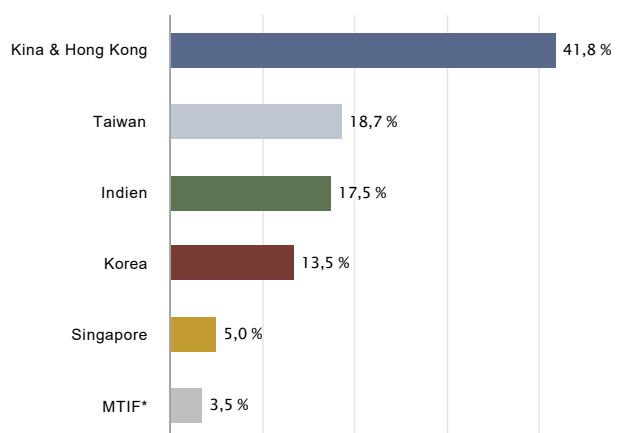
FAKTA

Afdeling	C WorldWide Asien KL A
Fondskode	DK0060057644
Afdelingens start	7. december 2006
Risikomærkning	Ikke kompleks
Lagerbeskattes frie midler	Nej
Benchmark	MSCI AC Asia ex Japan
Emissionstillæg	0,45 %
Indløsningsfradrag	0,55 %
Løbende omkostninger	1,91 %
Indirekte handelsomk.	0,18 %
Forvalterteam	Allan Christensen, Mogens Akselsen, Aman Kalsi, Abhinav Rathee

AFKASTUDVIKLING



GEOGRAFISK



AFKAST & RISIKO

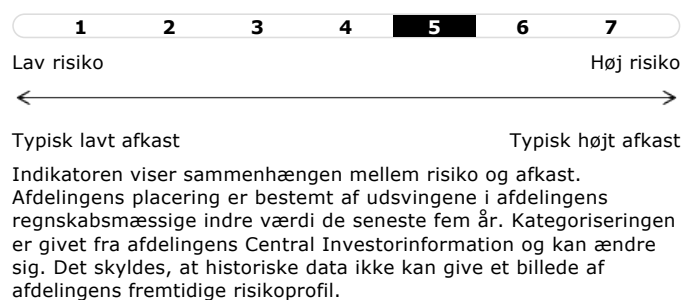
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	9,1	37,3	23,2	110,1	247,4	6,8
Benchmark (%)	11,5	40,3	36,7	114,9	252,6	6,9
Aktivt afkast (%)	-2,4	-3,0	-13,5	-4,8	-5,1	-0,1

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

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
TSMC	9,8
Tencent Holdings	8,9
Alibaba Group Holding	7,8
Samsung Electronics	5,9
SK Hynix	4,3
HDfC Bank	3,1
Trip.com	3,0
ICICI Bank	2,7
AIA Group	2,7
DBS Group	2,7

RISIKOINDIKATOR



Emerging Markets

Status på kvartalet

Emerging markets er fortsat præget af skiftende handelsdynamikker og politisk usikkerhed. Amerikanske todsatser under Trump-administrationen dominerer overskrifterne, selvom markederne generelt har reageret afdæmpet. Samtidig peger samarbejde mellem ledere i det Globale Syd, symboliseret ved Xi-Modi-Putin-mødet, på en mulig langsigtet styrket EM-akse og en mindre afhængighed af den amerikanske dollar. Indonesien og Filippinerne oplevede protester i frustration over økonomisk ulighed og korruption, mens Saudi-Arabien overvejer yderligere liberalisering af udlandets ejerskab af lokale virksomheder.

Kinesiske aktier blev løftet af AI-momentum, politisk støtte, en rigelig likviditet og stigende investortillid. Optimismen omkring AI- og halvledere skaber optimisme omkring Kinas selvforsyning, og vi vurderer dette kan fortsætte. De indiske aktier har de seneste 12 måneder gjort det væsentligt dårligere end andre emerging markets. Ifølge analysehuset Jefferies har MSCI India underperformet med ca. 24 procentpoint over perioden, den største relative underperformance i 15 år. Indien har, trods kortsigtet svaghed, en robust makroøkonomi med stærk indenlandsk likviditet og positive langsigtede udsigter. Overordnet tynger geopolitisk støj og politiske udfordringer i enkelte EM-lande den

kortsigtede volatilitet, men strukturelle vækstdrivere – AI, udvikling af kapitalmarkeder og strukturelle reformer – understøtter fortsat emerging markets som en investeringsmulighed.

I kvartalet leverede afdelingen et afkast på 6,2 pct., mens benchmark steg 10,6 pct.

Strategi og porteføljeændringer

I kvartalet øgede vi eksponeringen til Kina væsentligt ved køb af **Hesai Technology**, der er markedsleder af lysbaserede afstandsmåling og eksponeret mod selvkørende transport, **Eastroc Beverages**, der er Kinas dominerende energidrikbrand, **Hong Kong Exchanges** (Hong Kongs enlige børs) samt **Tencent**, der har Kinas største sociale medie WeChat/QQ samt et stort digitalt gaming franchise. Vi købte derudover koreanske **Hyundai Marine Solution**, som er inden for den maritime industri med speciale i “after-sales” og tekniske løsninger til skibe og marineudstyr. Vi solgte **Proya** pga. et ledelses- og strategisk skifte, **Techtronic Industries** pga. følsomhed over for told-afgifter samt udsigt til aftagende vækst, indiske **ACE** og taiwanesiske **Alchip Technologies** for at finansiere de nye positioner samt kinesiske **BYD**, da konkurrence, regulering og potentielt svagere efterspørgsel har forringet udsigterne.



Du kan investere i Emerging Markets

Fondskode: DK0015945166

[Se porteføljen på cww.dk](#) ↗

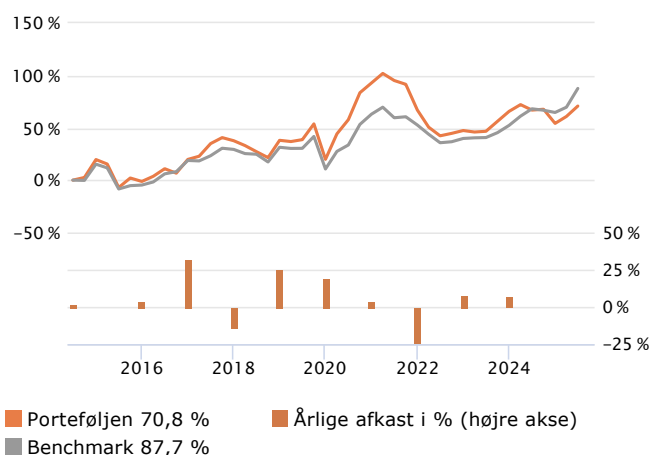
Emerging Markets

PR. 30. SEPTEMBER 2025

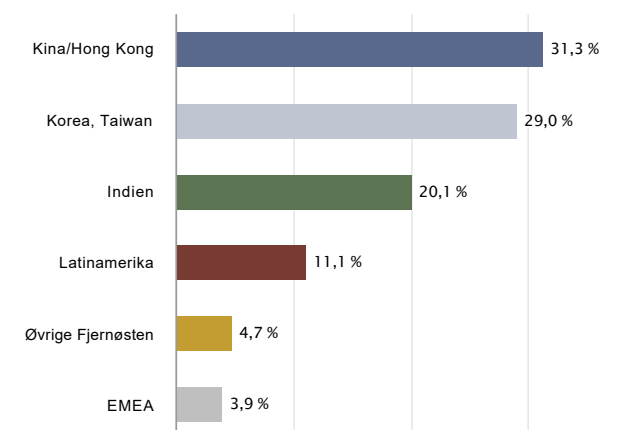
FAKTA

Afdeling	C WorldWide Emerging Markets KL
Fondskode	DK0015945166
Afdelingens start	1. oktober 2014
Risikomærkning	Ikke kompleks
Lagerbeskattes frie midler	Nej
Benchmark	MSCI Emerging Markets
Emissionstillæg	0,45 %
Indløsningsfradrag	0,55 %
Løbende omkostninger	1,997 %
Indirekte handelsomk.	0,53 %
Forvalterteam	Aman Kalsi, Allan Christensen, Mogens Akselsen, Abhinav Rathee

AFKASTUDVIKLING



GEOGRAFISK



AFKAST & RISIKO

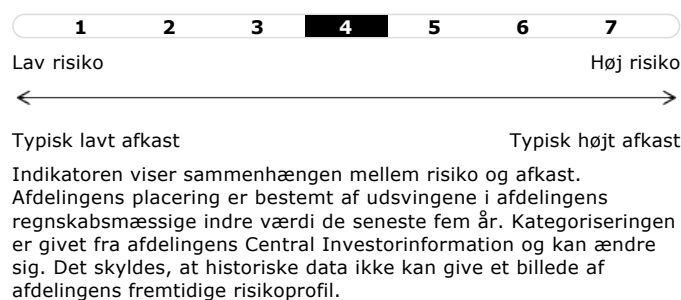
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	2,3	20,0	8,3	83,8	70,8	5,0
Benchmark (%)	11,6	38,3	40,5	105,0	87,7	5,9
Aktivt afkast (%)	-9,3	-18,3	-32,2	-21,2	-16,8	-0,9

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. porteføljen (%)	12,8	13,4	15,0	15,4
Std. afv. benchmark (%)	12,9	12,7	13,7	14,0
Beta	0,9	0,9	1,0	1,0

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
TSMC	9,8
Tencent Holdings	6,6
Alibaba Group Holding	5,8
SK Hynix	3,8
Samsung Electronics	3,4
Trip.com	3,2
Contemporary Amperex Technology	3,1
HDFC Bank ADR	2,8
Mercadolibre	2,8
ICICI Bank	2,6

RISIKOINDIKATOR



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

Indien

Status på kvartalet

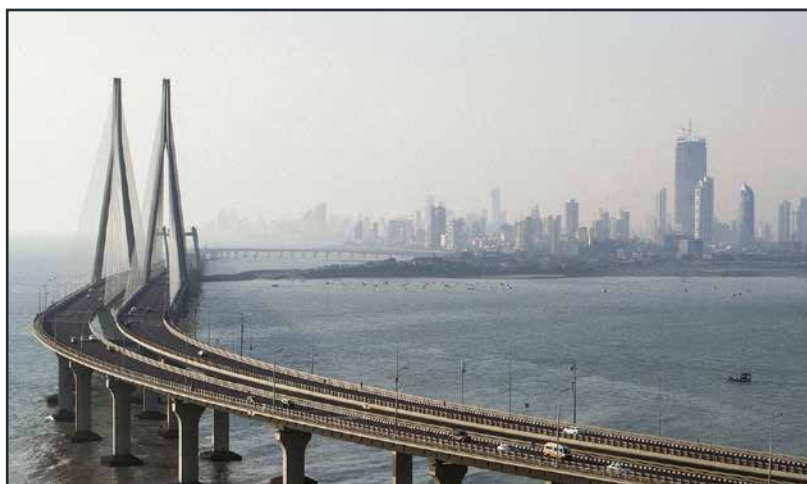
De indiske aktiemarkeder faldt kraftigt i kvartalet. Landets vækstudsigter er dog fortsat solide, hvor både Den Internationale Valutafond og Standard & Poor's har hævet skønnet for BNP-vækst ca. 6,4-6,5 pct. for det kommende år. Hertil overraskede væksten positivt med 7,8 pct. Inflationen er faldet kraftigt til det laveste niveau i flere år, hvilket skaber plads til flere pengepolitiske lempelser, og indlånsvæksten overstiger kreditvæksten. Dette har styrket bankernes likviditet. Vi forventer, at de seneste reformer af moms og afgiftssystemet vil støtte privatforbruget i den kommende tid. Handelsspændingerne mellem USA og Indien er eskaleret, da USA har hævet toldsatserne på indiske varer, som nu er steget helt op til 50 pct. I betragtning af Indiens beskedne handels-eksponering er den direkte makroøkonomiske effekt håndterbar, men dog skaber situationen øget geopolitisk usikkerhed. Samlet set er Indiens indenlandske forhold fundamentalt set stærke. Med en reformvenlig politisk linje og en god pengepolitisk situation, ser vi Indiens økonomi nå en størrelse på op mod USD 10 billioner i midten af 2030'erne.

Afdelingen faldt med 8,3 pct. i kvartalet, mens MSCI India faldt med 7,7. Blandt de positive investeringer var Amber Enterprises, GE Vernova T&D India og LemonTree Hotels, mens Indian Energy Exchange, ICICI Bank og Aavas Financiers trak ned.

Strategi og porteføljeændringer

Vi har købt **Medi Assist Healthcare, Zinka Logistics Solutions, Aadhar Housing Finance, Blue Star** og **Ajax Engineering** og solgt **Aavas Financiers, Voltas, Kotak Mahindra Bank, GMM Pfaudler**, mens Amber Enterprises er reduceret.

Medi Assist Healthcare drager fordel af, at forsikringsselskaber i stigende grad outsourcer skadebehandling pga. stigende sundhedsomkostninger og en generelt lav udbredelse af forsikringsprodukter. Zinka Logistics Solutions har Indiens førende digitale lastbilplatform og samler en ellers opdelt branche ved at tilbyde digitale betalingsløsninger til f.eks. vejafgifter, tankning, telematik og finansieringstjenester. Aadhar Housing Finance er den førende finansieringsudbyder af billige boliger med en markedsandel på ca. 15 pct. Virksomheden drager fordel af sin brede distribution til at udnytte Indiens hastigt voksende marked for realkreditydelser. Blue Star sælger air condition-produkter på verdens hurtigst voksende marked (skønnet til knap 20 pct. årlig vækst frem til 2035) drevet af stigende indkomster og en stadig lav penetration i Indiens varme klima. Ajax Engineering er markedsleder inden for automatiske betonblandere med en markedsandel på ca. 75 pct. Selskabet har en bred produktportefølje, et stærkt brand samt bred distribution og nyder dermed godt af den høje vækst i bygge- og anlægssektoren i Indien.



Du kan investere i Indien

DK0061534963

[Se porteføljen på cww.dk](#) ➔

Indien

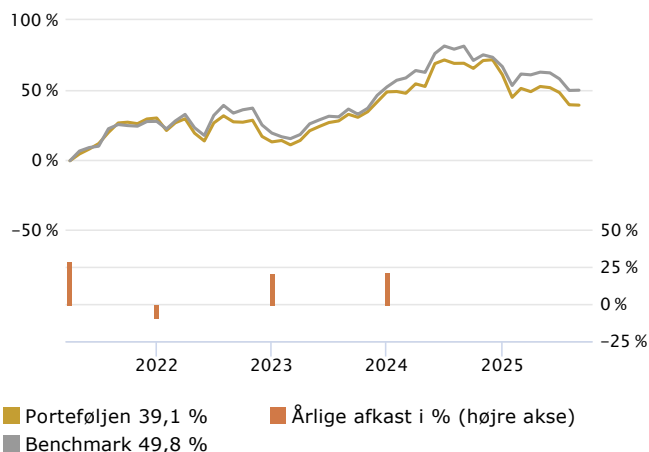


PR. 30. SEPTEMBER 2025

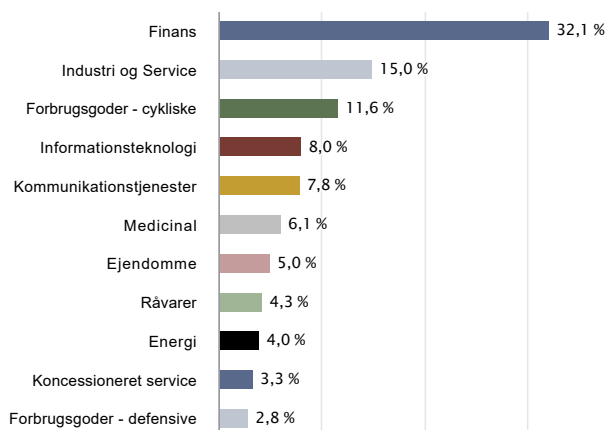
FAKTA

Afdeling	C WorldWide Indien KL A
Fondskode	DK0061534963
Afdelingens start	29. april 2021
Risikomærkning	Ikke kompleks
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

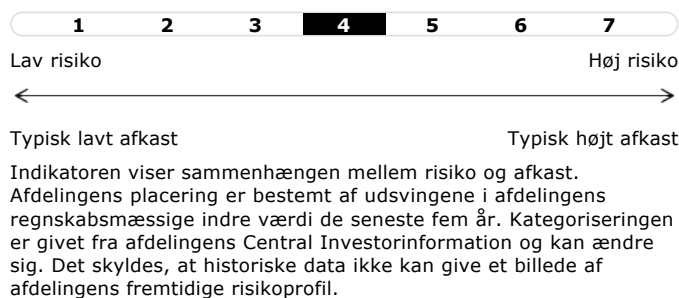
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	-17,8	9,4	-	-	39,1	7,6
Benchmark (%)	-17,4	12,3	-	-	49,8	9,4
Aktivt afkast (%)	-0,4	-2,9	-	-	-10,7	-1,8

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. porteføljen (%)	14,5	-	-	15,3
Std. afv. benchmark (%)	13,8	-	-	15,2
Beta	1,0	-	-	0,9

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
HDFC Bank	9,2
ICICI Bank	8,7
Bharti Airtel	5,4
Reliance Industries	4,0
Infosys Technologies	3,5
Amber Enterprises India	3,2
Axis Bank	3,0
State Bank of India	2,3
UltraTech Cement	2,2
Titan	2,2

RISIKOINDIKATOR



Andelsklassen er lanceret 29. april 2021. Benchmark er inkl. geninvestering af 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.

Vores mål er at investere i de bedste aktier på verdensplan

Vi har investeret aktivt og langsigtet i selskaber med holdbare og ansvarlige forretningsmodeller i mere end 35 år. Vores fokus er på at identificere de langsigtede forandringer, der gør det muligt at se igennem kortsigtet støj på aktiemarkederne og derigennem udnytte værdiskabelsen gemt i langsigtede trends og investeringstemaer.



En grundfilosofi – seks afdelinger

C WorldWide har seks afdelinger, tre kerneafdelinger og tre vækstafdelinger, 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.

Vores investeringsfilosofi er enkel – vi har fokus på få aktier og få afdelinger. Vi tror på, at de bedste resultater skabes ved at identificere de bedste langsigtede aktieinvesteringer blandt verdens børsnoterede virksomheder. Dette fokus giver

overblik og betyder, at hver aktie har afgørende betydning for porteføljernes udvikling. Denne enkelhed motiverer os til at sikre, at de udvalgte aktier altid hører til blandt verdens bedste.

Læs om vores forskellige afdelinger på næste side.

“

Vi investerer udelukkende i aktier af høj kvalitet – aktier med et stærkt vækstpotentiale og som har medvind fra langsigtede trends og temaer.



Kerneafdelinger

C WorldWide har tre kerneafdelinger, de globale afdelinger, som generelt bruges som fundamentet i opbygningen af din aktieportefølje.

Afdeling Globale Aktier KL

Investerer globalt uden lande- eller sektor-begrænsninger. 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.

[Klik for at læse mere ↗](#)

Afdeling Globale Aktier Etik KL

Prioriterer etik og samfundsansvar. Inden investering i et selskab, screenes det af en ekstern konsulent for at sikre, at porteføljen ikke omfatter selskaber med betydelig aktivitet inden for alkohol, tobak, pornografi, hasard-spil, våben eller fossile brændstoffer.

[Klik for at læse mere ↗](#)

Afdeling Stabile Aktier KL

Har en målsætning om at skabe et afkast, som er mere stabilt end globale aktier i almindelighed. Selskaber har en holdbar forretningsmodel – typisk med en høj egenkapitalforretning. Hvorfor denne type aktier ofte en attraktiv kombination af gode afkast og lave kursudsving.

[Klik for at læse mere ↗](#)

Vækstafdelinger

Vores øvrige afdelinger har alle fokus på særlige regioner eller lande. Risikoen er typisk lidt højere, men omvendt er potentialet også større.

Afdeling Asien KL

Investerer i den asiatiske del af emerging markets. En investering her giver din opsparing et solidt fodfæste i verdens stærkeste vækstområder. Væksten drives af Kina og dynamiske mindre og mellemstore virksomheder.

[Klik for at læse mere ↗](#)

Afdeling Emerging Markets KL

Har høje vækstrater drevet af unge og voksende befolkninger, som aspirerer efter den vestlige levestandard. Denne vækst får du del i. Afdelingen er et godt supplement til vores globale afdelinger, hvis du kan leve med en lidt højere risikoprofil.

[Klik for at læse mere ↗](#)

Afdeling Indien KL

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

[Klik for at læse mere ↗](#)

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.

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.

“

**For os er det ikke kun en ambition at skabe gode afkast
– det er vores passion.**



“

Vores erfaring viser, at en fokuseret investeringsmodel med nøje udvalgte aktier giver de bedste resultater på langt sigt.

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.

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. Administrations-honorar 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 information for de enkelte afdelinger, som kan findes på www.cww.dk under menupunktet Information.

Andre praktiske oplysninger

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

Redaktionen er afsluttet den 17. oktober 2025. Denne kvartalsorientering for 3. kvartal 2025 er tilgængelig på foreningens hjemmeside samme dag. Vi tager forbehold for trykfejl.

**C WorldWide Asset
Management
Fondsmæglerselskab
A/S**

C WorldWide Fund
Management, filial af
C WorldWide Fund
Management S.A.,
Luxembourg

Dampfærgevej 26
2100 København

Tel.: +45 35 46 35 00
cww.dk
cww@cww.dk

Dette er markedsføringsmateriale. Denne publikation er udarbejdet af C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S (CWW AM). CWW AM er et dansk registreret selskab med adresse på Dampfærgevej 26, 2100 København, Danmark, med CVR-nummer 78420510. CWW AM er porteføljeforvalter for Investeringsforeningen C WorldWide.

Publikationen 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. De tilkendegivne holdninger er alene gældende på datoen for publikationen.

Publikationen er udarbejdet på baggrund af kilder, som CWW AM anser for at være pålidelige. Alle rimelige forholdsregler er taget for at sikre informationens korrekthed og nøjagtighed. Dog garanteres korrekthed og nøjagtighed ikke, og CWW AM påtager sig intet ansvar for eventuelle fejl eller udeladelser.

Alle tal er baseret på historiske afkast. Historiske afkast er ingen indikation for fremtidigt afkast. Afkast kan stige eller falde som følge af udsving i valutakurserne. Publikationen må ikke reproducere eller distribueres, hverken helt eller delvist, uden forudgående skriftlig tilladelse fra CWW AM.

Der henvises til prospektet for Investeringsforeningen C WorldWide og dokumentet med central information, inden der træffes en endelig investeringsbeslutning. Dokumenterne kan, sammen med et sammendrag af investorrettigheder, findes på cww.dk.