

VÆRDIEN AF COMPOUNDING

HOLDBARE INVESTERINGER OG ESG

KORTSIGTET OPTUR FOR VALUE-
AKTIER AKTUALISERER
LANGSIGTET DEBAT

STABILE AKTIER I
TURBULENTE TIDER



KVARTALS-
ORIENTERING
NR 2 | 2020

Indholdsfortegnelse

03	Leder
05	Værdien af Compounding
10	Holdbare investeringer og ESG
16	Kortsigtet optur for valueaktier aktualiserer langsigtet debat
20	Stabile aktier i turbulente tider
22	Forventninger til aktiemarkedet
26	Globale Aktier KL
28	Globale Aktier Etik KL
30	Stabile Aktier KL
32	Danmark KL
34	Asien KL
36	Emerging Markets KL
38	Én grundfilosofi – syv afdelinger
39	Investeringsforeningen C WorldWide



Leder

Kære investor

Historisk comeback på aktiemarkedene

Mange investorer har været skeptiske og med forundring set på de historiske aktiekursstigninger siden bunden den 23. marts, hvorfra verdensindekset er steget ca. 30 pct. Indtjeningsudsigterne er kraftigt forværrede, f.eks. med ca. 20 pct. i USA, men alligevel er kurserne næsten tilbage på niveauet fra starten af året. Noget af forklaringen kan ses, hvis man kigger på udviklingen inden for de enkelte sektorer. Nogle sektorer såsom energi, banker og transport, der er blevet hårdt ramt af COVID-19, har oplevet store kursfald. Omvendt har andre områder oplevet ekstra medvind. Dette er bl.a. teknologi- og internetaktierne, der har drevet markedsindeksene med kursfremgang. En anden forklaring er, at centralbankerne styrer obligationsrenterne, og når realrenterne bevæger sig mod nul eller bliver negative, har det stor positiv effekt på værdiansættelsen af aktier. Udsigten til lave og negative renter i lang tid fremover mere end forklarer den højere prisfastsættelse af aktier, som vi har set i år.

Afdelinger på vej mod positive afkast

Afdeling Globale Aktier har klaret sig pænt gennem det turbulente første halvår. I nedturen begrænsede

vi kursfaldene gennem fokus på velkapitaliserede selskaber med gode langsigtede vækstudsigter. Gennem stigningen i andet kvartal har afdelingens investeringer vist deres værd og er steget på linje med markedet, selvom der i kvartalet var store stigninger til nogle af de mest pressede cykliske aktier. For første halvår er afkastet nul pct., hvor verdensindekset er faldet med 6,5 pct. Som det fremgår af afkasttabellen på side 4, er der stadig negative afkast i afdeling Asien og Emerging Markets samt afdeling Stabile Aktier, der sidste år blev kåret af Morningstar, som den bedste globale afdeling i Danmark. Afkastet i afdeling Stabile Aktier er i år på linje med benchmark.

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

Compounding gennem 30 år

C WorldWide og afdeling Globale Aktier fyldte 30 år den 30. juni i år. Gennem de 30 år har vores afdelinger illustreret og bevist værdien af Compounding. Compounding er et begreb, der ikke findes på dansk. Det tætteste, vi kommer på en oversættelse, er, ”rentes-rente-effekten”, hvor et årligt gennemsnitsafkast på f.eks. 10



pct. bliver til 1.645 pct. over 30 år. I dag er Compounding død i store dele af kapitalmarkederne. Der er stort set ingen rente at hente på obligationsmarkederne. Derfor er en investeringsstrategi baseret på Compounding gennem vækstselskaber mere værdifuld end nogensinde. Du kan læse om vores -investeringstilgang og jagten på de gode compounder-selskaber i artiklen "Værdien af Compounding".

Samtidigt har vores porteføljeselskabers samfundsansvar (ESG) altid været en integreret del af vores investeringsarbejde. Egentligt er det ganske simpelt, idet et selskab, som ikke har en holdbar og ansvarlig forretningsadfærd, før eller siden vil opleve finansielle konsekvenser heraf. Derfor er der reelt ingen forskelle mellem ESG-risici og mere traditionelle forretningsmæssige risici. I artiklen "Holdbare investeringer og ESG" giver vi et nærmere indblik i, hvorledes C WorldWide som aktiv investor har integreret ESG.

Afdeling Danmark lukkes

Investorer i afdeling Danmark skal huske, at afdeling Danmark afvikles gennem fusion med afdeling Globale Aktier KL. Afdeling Danmark er planlagt til at have sidste handelsdag den 18. august 2020, hvorefter andelene

vil blive ombyttet i VP med valør den 21. august 2020. Fusionen sker som en skattepligtig fusion, hvilket indebærer at afdelingen vil foretage en slutudlodning i forbindelse med ombytningen. Skattemæssigt skal ombytningen betragtes som en afståelse. Afhængigt af markedsudviklingen frem til ombytningen er prognosen en udlodning på 35-40 pct. af afdelingens formue. Denne udlodning beskattes som aktieindkomst. Omvendt vil stort set alle investorer i afdeling Danmark realisere et skattemæssigt tab ved afståelsen, som kan modregnes i udbytteskatten. Vi henviser i øvrigt til fusionsplanen og -redegørelsen, som findes på cww.dk.

Bo Knudsen Tim Kristiansen

Resultat 2. kvartal 2020

Afdeling	Afkast 2. kvrt.	Benchmark 2. kvrt.	Afkast 06/2020	Benchmark 06/2020
Globale Aktier KL	15,3%	16,3%	0,0%	-6,5%
Globale Aktier Akk. KL	15,7%	16,3%	0,1%	-6,5%
Globale Aktier Etik KL	15,9%	16,3%	1,5%	-6,5%
Stabile Aktier KL	13,7%	7,1%	-8,2%	-8,1%
Danmark KL	18,5%	20,0%	1,2%	4,6%
Asien KL	16,4%	13,9%	-8,0%	-5,0%
Emerging Markets KL	20,3%	15,2%	-6,2%	-10,1%



Værdien af Compounding

Af Investeringsteamet

C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S.

Nøgleindsigter

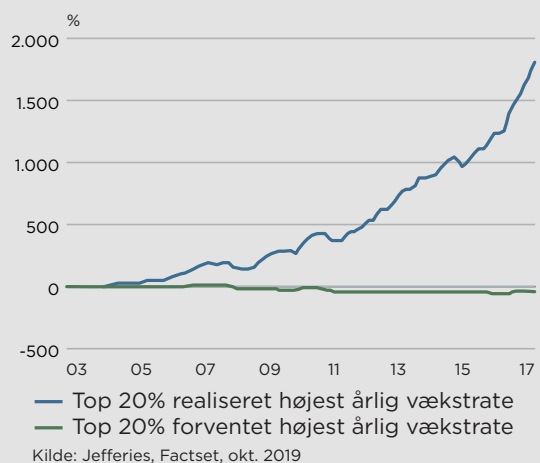
- De bedste investeringer er selskaber, der vokser sig større over tid. Disse selskaber kalder vi "Compoundere". Vi prioriterer holdbar langsigtet vækst frem for høj, kortsigtet vækst.
- Hvis vækstselskaber leverer den forventede vækst, vil den fremtidige værdiansættelse se anderledes ud, sådan at de dyreste selskaber reelt handler med en rabat baseret på værdiansættelsen om fem år.

Uanset om man fokuserer på value- eller vækstaktier, handler investering om at købe et aktiv for en lavere pris, end hvad det er værd. Men hvordan skal man værdiansætte aktier? Fristelsen til at springe over, hvor gærdet er lavest og anvende enkle modeller, er betydelig. Dog har en fokus på eksakt værdiansættelse intet med langsigtet investeringssucces at gøre. Investeringsanalyse med brug af kortsigtede værdiansættelsesmodeller bliver uundgåeligt til spekulation, da det tager tid, før fundamentale forhold krystalliseres. De fleste investorer har en kort investeringshorisont, i bedste fald fra 12 til 18 måneder. Investering med så kort en horisont er vanskeligt, hvorfor blot få lykkes med at skabe stærke relative investeringsresultater over tid. Sandsynligheden for at lykkes med aktieinvestering er langt højere, hvis man fokuserer dér, hvor de færreste kikker. Dette gøres med en længere fundamental investeringshorisont.

En interessant analyse (Jefferies, Microstrategy, oktober 2019) viser, at hvis investorerne havde haft det perfekte fremsyn og købt selskaber, som rent faktisk leverede

den højeste gennemsnitlige årlige vækst i indtjeningen over de følgende to år (øvre kvintil), ville de have klaret sig væsentligt bedre end markedet. Den akkumulerede outperformance over 15 år i en sådan "perfekt" portefølje ville være 1.800 pct. Så der er ingen tvivl om, at det betaler sig at investere i ægte vækstselskaber! Men den største udfordring er investorernes "begrænsede" evne til at forudsige indtjeningsvæksten korrekt. Således viser en lignende analyse, at en portefølje baseret alene på den forventede vækst i indtjeningen (og ikke realiserede) over de følgende to år har haft en væsentligt dårligere relativ udvikling. En portefølje med de selskaber, som havde de højeste indtjeningsforventninger, gjorde det næsten 50 pct. dårligere end markedet målt over 15 år, se figur 1 nedenfor.

Figur 1: Afkastudvikling



Dette skyldes, at selskaberne med den højeste vækst (i øvre kvintil for forventet vækst) i gennemsnit ikke har været i stand til at leve op til forventningerne og efterfølgende leveret de største indtjeningskuffelser.

Tilbage i 1961 konkluderede Miller og Modigliani, at fremtidig værdiskabelse afhænger af, om et selskab er i stand til at finde projekter, der genererer et positivt spænd mellem afkastet på investeret kapital (ROIC) og de gennemsnitsvægtede kapitalomkostninger (WACC). Det forekommer åbenlyst, men sommetider bliver markedet grebet af fænomenet “vækst-for-enhver-pris”, som f.eks. under IT-boblen og den nylige UNICORN-boble. Bagefter oplever vi massive fald i aktivværdier, da værdiansættelserne af selskaber som f.eks. WeWork og Uber kollapsede, blot for at nævne et par nylige eksempler. Når alt kommer til alt, skal alle selskaber generere et positivt afkastspænd, uanset hvor interessant væksthistorien måtte være. Vækst skaber kun værdi, når spændet er positivt. Det har ingen finansiell værdi, når spændet er nul, og endnu værre tabes værdi, når spændet er negativt. Alt for mange selskabsledere og investorer fokuserer på vækst uden at anerkende behovet for et positivt spænd, der kan bidrage til at skabe værdi. Vi insisterer på, at de selskaber, vi ejer, øger deres frie cash flow, men vi har samtidigt fokus på holdbarheden af væksten snarere end vækstens omfang. Vi afviser teorien om, at selskaber, der vokser hurtigt, per definition genererer højere afkast. Generelt går vi uden om de meget aggressive vækstaktier, og vi undgår selskaber, som slet ikke har vækst. Vores foretrukne område, at udvælge aktier i, er i overvejende grad selskaber med realistiske og vedvarende vækstrater fra 5 pct. til 25 pct. Det er simpelthen et spørgsmål om, hvor sandsynligheden for et godt risikosteret afkast er. De mest aggressive selskaber er mest sårbare i forhold til at blive værdiansat for højt og dermed risikere en multipel kontraktion, altså værdiansættelsen målt på f.eks. P/E falder.

Indtjeningsvækst trumfer værdiansættelse

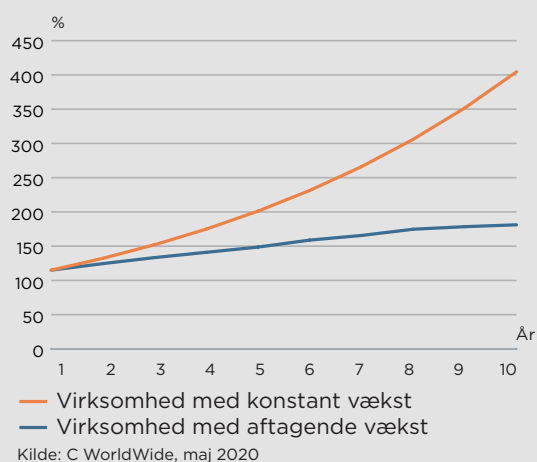
Højvækstaktier handles naturligvis med en præmie i forhold til markedet målt på P/E, hvilket stiller prisbevidste investorer i et dilemma. Kortsigtede nøgletal som P/E får for meget opmærksomhed, men kan være en fristende genvej for den passive investor. Brugen af ordene ‘billig’ eller ‘dyr’ er de mest anvendte vildledende ord i investeringsverdenen. Den klassiske artikel af Jeremy Siegel “The Nifty Fifty Revisited” fra 1998 og vores erfaring antyder, at nuværende høje PE-værdier ikke bør være et stort problem, hvis grundig analyse understøtter sandsynligheden for holdbar vækst.



Vores foretrukne område at udvælge aktier i er i overvejende grad selskaber med realistiske og vedvarende vækstrater fra 5 pct. til 25 pct.

Vi bruger mest tid på at beslutte, “hvilke selskaber vi skal eje”, og ikke så meget på “hvad vi skal betale for dem”. Som investorer er vi således ikke drevet af prisen. Værdiansættelse indgår som en kritisk del af vores beslutningsproces, men det er kun meget sjældent vores startpunkt. Overvejelser om værdiansættelse bliver som regel først en del af diskussionen, når vi har analyseret alle andre aspekter vedrørende selskabet. Den sikkerhedsmargin, vi indregner, siger mere om den tiltro, vi har til, at et selskab kan fastholde eller øge sin konkurrenceevne, end et givent estimat for en rabat i forhold til indre værdi. Vi mener, at det er nemmere at vurdere en forretningsmodels styrke og varighed korrekt end at estimere en akties indre værdi. Fokuserer vi på indtjeningspotentialet snarere end på værdiansættelsen af forretningen, får det os ikke kun til at lede efter potentielt stærke selskaber, men det hjælper os også til at beskytte kapitalen over tid. Dette er simplistisk illustreret i figur 2 nedenfor.

Figur 2: Effekten af aftagende vækst og multipel kompression



Figuren viser to hypotetiske selskaber, der begge indledningsvist har en indtjeningsvækst (cash flow) på 15 pct. om året. Det første selskab fortsætter med at vokse 15 pct. i ti år, hvilket giver et annualiseret afkast på 15 pct., givet en konstant P/E. Det andet selskab oplever gradvist faldende vækst i indtjeningen efter det første år frem til år 10, hvor selskabet i år 10 vokser indtjeningen med 10 pct. Denne udvikling vil alt andet lige skabe et fald i P/E-vurderingen, hvilket vi i dette tilfælde skønner til 40 pct. over ti år. Det første selskab er tydeligvis den bedre investering, og som følge af de reducerede vækstforventninger til det andet selskab falder P/E, men investor opnår dog stadig et årligt afkast af investeringen på 6 pct., fordi selskabet fortsat vokser – omend i et langsommere tempo. Det, der er vigtigt her, er, at selvom investor betalte en overpris på 40 pct., giver væksten en buffer og sikrer mod et absolut tab. I sidste ende er den største risiko ikke kursudsving, men tab af ens kapital. Vækst er et værn mod dette.

Værdiansættelsens rolle gennem mere end 30 år

Mange af vores vellykkede investeringer har konventionelt set været overvurderede på købstidspunktet – forstået på den måde, at værdiansættelsen (P/E) falder i den periode, vi ejer selskabet. Men dette har indtjeningsvæksten typisk kompenseret for. F.eks. har Alphabet (tidligere Google) i perioder været betydeligt dyrere end selskabet er i dag, men har til trods herfor gennem perioden givet investorerne meget attraktive afkast.

Vi mener dog, at det i langt de fleste tilfælde, er muligt at investere i attraktive selskaber til en god pris, ganske enkelt fordi den typiske investor tænker for kortsigtet eller ikke analyserer holdbarheden af væksten. Der er alt for stort fokus på det statiske billede og den kortsigtede udvikling og en fast tro på, at markeds kræfter og konkurrenter vil trække høje vækstrater mod et gennemsnitsniveau. Visa er her et godt eksempel – jf. figur 3 nedenfor. I slutningen af 2011 skulle man betale 20 gange indtjeningen i 2011 (P/E). I de efterfølgende år øgede Visa indtjeningen 20 pct. om året, og P/E er nu steget til 33 gange indtjeningen, en markant ændring af prisfastsættelsen. Investeringen har givet et årligt gennemsnitsafkast på 26 pct. i perioden. I samme periode var det årlige afkast for S&P 500-indekset 13 pct. Et selskab, der klarer sig langt bedre end markedet som Visa, var retrospektivt alt for billigt på købstidspunktet, men hvad ville en investor have betalt, hvis vedkommende havde været i stand til at forudsige de følgende års indtjeningsvækst? Hvad er den rigtige P/E for attraktive vækstselskaber? Figur 3 viser, at Visa, et selskab med holdbar indtjeningsvækst, var langt mere værd end det, man betalte i 2011.

En investor med perfekt fremsyn ville (lidt forsimplet) have betalt op til en pris, der kunne udligne forskellen mellem det fremtidige samlede afkast på aktien og afkastet i det underliggende marked, i dette tilfælde S&P 500-indekset. Denne pris ville have været USD 65, svarende til en P/E på 52 gange indtjeningen i 2011. Til den pris ville det fremtidige samlede afkast for Visa have svaret til S&P 500-afkastet i de efterfølgende otte år. Indsigten af denne teoretiske øvelse er, at man kan tillade sig at betale en meget høj pris for vækstselskaber,

Figur 3:

Visa	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	CAGR*
EPS	1,25	1,55	1,90	2,27	2,62	2,84	3,48	4,61	5,44	5,44	19,3%
Pris ultimo	25,4	37,9	55,7	65,6	77,6	78,0	114,0	131,9	187,9	178,7	26,4%
P/E	20,3	24,4	29,3	28,9	29,6	27,5	32,8	28,6	34,5	32,9	
P/E S&P 500	13,4										12,9%
“Rigtig” P/E**	52,0										12,9%
“Rigtig” pris**	65,0										

* Den gennemsnitlige årlige procentuelle ændring

** Den kurs og P/E, der ville give markedsafkastet frem til 2020

Kilde: Bloomberg, C WorldWide, maj 2020

der rent faktisk kan levere indtjeningsvækst år efter år, og at de ofte er mange gange mere værd end det, man betalte for dem, og det, der betragtes som "rimeligt" af konsensus. Dette skyldes ikke kun, at man får effekten af væksten i indtjeningen over mange år, men også at denne type selskaber ofte oplever en stigende værdisættelse (P/E).

Højvækstaktier med tematisk medvind skuffer mindst

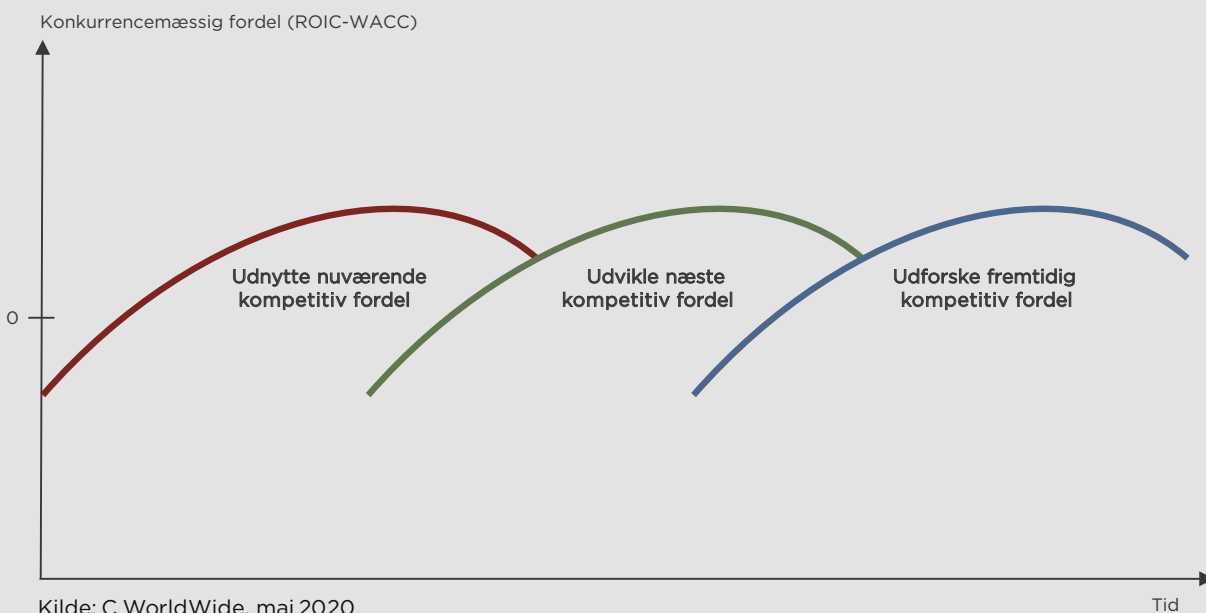
Tid er en undervurderet faktor på de finansielle markeder, og konsistent vækst i indtjeningen år efter år er typisk forankret i medvind fra strukturelle forandringer. Varighed har en positiv indvirkning på nettonutidsværdien af de fremtidige cash flows – så jo længere en tematisk medvind varer, jo bedre. Således kan tematisk medvind retfærdiggøre høje kortsigtede værdiansættelser og reducere risikoen for indtjenings-skuffelser. Som omtalt tidligere har vækst dog kun værdi, hvis selskabet har en værdiskabende konkurrencemæssig fordel. Det kan være udfordrende at bestemme, hvor lang tid et selskab kan opretholde en konkurrencemæssig fordel – og dermed perioden, hvor et selskab kan generere merafkast på sine løbende investeringer.

Dette er ikke en statistisk analyse, men skal derimod foretages med en langsigtet og dynamisk indgangsvinkel. I første omgang kan det være lettere at vurdere, om en konkurrencemæssig fordel styrkes, svækkes eller forbliver intakt over en rullende tidshorisont på f.eks. fem år. Det er en nøgleopgave for den langsigtede investor.

Selskaber, der kan fastholde og udbygge deres konkurrencemæssige position og eventuelt opbygge nye forretningsområder på grund af finansiell styrke og optionalitet i deres forretningsmodeller, kontrollerer i bund og grund deres egen fremtid. Disse er potentielle Compoundere – selskaber, der kan levere holdbar og langsigtet vækst. Udbygningen af et selskabs konkurrencemæssige fordel kan eksemplificeres som i figur 4.

Varigheden af en konkurrencemæssig fordel er drevet af mange faktorer som f.eks. hastigheden af industriændringer. Et selskab, der befinder sig i en dynamisk branche, hvor markeds kræfterne hurtigt skifter, har ofte kortere varighed på deres konkurrencemæssige fordele. Det er vores erfaring, at aktiemarkedet har en tendens til at undervurdere

Figur 4: Konkurrencemæssige fordele kan udbygges over tid





Man kan tillade sig at betale en meget høj pris for vækst-selskaber, der rent faktisk kan levere indtjeningsvækst år efter år.

holdbarheden af konkurrencefordele for selskaber med tematisk medvind i mindre dynamiske sektorer og derfor også undervurderer det langsigtede indtjeningspotentiale. Et godt eksempel på en Compounder i en mindre dynamisk sektor, der kontinuerligt har været i stand til at skabe nye konkurrencemæssige fordele, er Nestlé. Nestlé er verdens største fødevarer- og drikkevarevirksomhed, der har eksisteret siden 1866, og har kun haft et enkelt år med tab i sin +150-års historik. Nestlés operationelle præstationer ser muligvis ikke imponerende ud ved første øjekast, men selve indtjeningsvæksten behøver ikke være høj for, at en aktie over tid kan være attraktiv. Efterspørgslen efter selskabets produkter har været konsistent understøttet af en løbende innovation og produktudvikling, som har bidraget til en moderat, men nok så vigtigt, stabil salgsvækst. Nestlés høje bruttomarginer og en ikke-kapitaltung forretningsmodel har resulteret i et robust og støt voksende cash flow.



Compoundere er selskaber, der kan levere holdbar og langsigtet vækst.

Når vi leder efter holdbar indtjeningsvækst i mere dynamiske områder som i emerging markets er selektivitet endnu mere vigtigt. Dette skyldes, at disse selskaber ofte står over for meget forskellige underliggende forhold som demografi, politiske forhold og om landet generelt er i en positiv udvikling. Aktieudvælgelse blandt finansielle selskaber i udviklede markeder kan være et meget komplekst område. Omvendt kan finansielle tjenester i en økonomi som f.eks. Indien

være en positiv mulighed. Indien er en vækstøkonomi, som vil opleve strukturel økonomisk vækst og stigende anvendelse af finansielle tjenesteydelser. Dette vil gavne de indiske finansielle serviceselskaber som f.eks. HDFC, forudsat at selskaberne ledelsesmæssigt ledes hensigtsmæssigt.

Holdbarhed er kernen i aktieudvælgelse

Den kortsigtede investor er ofte reaktiv i forhold til begivenheder snarere end proaktiv. Med en meget lang investeringshorisont lønner det sig at fokusere proaktivt på god forretningsskik, ikke blot for at gøre mindre skade eller for at undgå risiko, men for fuldt ud at forstå virksomhedens langsigtede potentiale. Vi har altid tænkt i holdbare og ansvarlige forretningsmodeller, fordi det gavner det langsigtede afkast. Dette længe før udbredelsen af ESG-analyser: Environmental (Miljø), Social (Samfund) and Governance (Ledelse). Ved fokusering på holdbare investeringer er det helt centralt at evaluere alle langsigtede faktorer for alle selskabets interessenter. Efter vores opfattelse er G i ESG vigtigst. Virksomhedens kvalitet i "governance" (altså en stærk og ansvarlig ledelse) afgør aftrykket på E (miljøet) og S (samfundet), og den måde et selskab agerer i en verden af forandring. Aktionærerne er dermed vindere af en langsigtet ledelsestilgang.

Konklusion

Albert Einstein skal have sagt, at Compounding (rentes rente-principper) er den stærkeste kraft i universet. Vi er overbeviste om, at det er den langsigtede indtjeningsudvikling, som bestemmer det langsigtede investeringsafkast, og hemmeligheden bag succesfulde investeringer er at finde Compounder-selskaberne – drevet af den stærkeste kraft i investeringsverdenen. Vores konstante søgning efter Compoundere er en bedre investering af den knappe faktor tid, end at udtømme ens intellektuelle ressourcer på handel ind og ud af aktier og segmenter i markedet i et ønske om en kortsigtet belønning. Compounding har været vores tilgang hos C WorldWide gennem tre årtier, og det vil det fortsat være fremover.



Holdbare investeringer og ESG

Af C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S

C WorldWide har siden 1986 investeret aktivt og langsigtet med fokus på udvælgelse af selskaber med holdbare forretningsmodeller, stærk ledelse samt en sund og ansvarlig forretningskik. Dette giver de bedste muligheder for at sikre langsigtede attraktive afkast.

Vi inddrager miljø, samfund, og ledelse – også kendt som ESG (Environmental, Social and Governance) – som en del af vores analyse, inden vi beslutter os for at investere i et selskab.

Vi fokuserer på at forstå de krav og forventninger, der stilles til selskaberne og på, hvordan disse påvirker selskabernes langsigtede muligheder for at opretholde en holdbar forretning i forhold til alle interessenter til gavn for os som investorer. Ikke bare det næste kvartal eller to, men flere år frem i tiden. Derfor overvåger og analyserer vi ESG-faktorer på linje med andre relevante faktorer såsom virksomhedsstrategi, konkurrencesituation samt økonomiske resultater.

Aktivt ejerskab i form af dialog med de selskaber, vi investerer i, og stemmeafgivning på deres generalforsamlinger er for os i dag en integreret del af det at være en langsigtet aktiv investor.

Vores ESG-rejse

I takt med at verden omkring os ændrer sig, og der stilles nye krav og forventninger til de selskaber, vi investerer i, har vi også løbende øget vores fokus på integration af ESG – se figur 1 på næste side:

I **2000** lancerede vi en etisk udgave af vores globale aktieafdeling, hvor selskaber inden for bl.a. tobak, alkohol og spilleindustrien automatisk screenes fra.

I **2004** startede vi et samarbejde med GES Investment Services, som er et af nordens førende selskaber inden for overvågning af forretningsbrud på internationale konventioner og normer. I dag indebærer vores samarbejde blandt andet dialog og engagement med



de selskaber, vi investerer i. I 2019 blev GES en del af Sustainalytics (et af verdens førende selskaber inden for ESG-data, analyse og ratings/anbefalinger).

I **2012** underskrev vi “Principper for ansvarlige investeringer” (PRI) – se listen til højre på side 13.

I **2016** indgik vi et samarbejde med Sustainalytics, der giver os adgang til ESG-analyser og data (screening) på de selskaber, vi investerer i.

I **2017** indgik vi et samarbejde med Institutional Shareholder Services (ISS), der indebærer en systematisk tilgang til afstemning på selskabernes generalforsamlinger.

I **2018** sluttede vi os til Dansif, Swesif, Finsif og Norsif, som er de førende nordiske professionelle netværk for vidensdeling omkring ESG.

Figur 1:



Kilde: C WorldWide, maj 2020

I **2019** fik C WorldWide højeste score A+ af PRI for integrationen af ESG i vores investeringsanalyse og beslutningsproces.

Vores ESG-analyse

Vi integrerer ESG-faktorer som en naturlig del af vores investeringsproces og i analysen af de selskaber, vi investerer i. Ansvarret varetages direkte af de ansvarlige porteføljeforvaltere på linje med andre relevante finansielle og ikke-finansielle forhold. Dette er en løbende proces, der ikke begynder eller ender med investeringen i det enkelte selskab. Derimod er det en kontinuerlig proces understøttet af dialog og overvågning af det enkelte selskab.

Vi fokuserer på at forstå og vurdere de samlede forhold, der udgør en betydelig risiko eller mulighed for det enkelte selskab. Vi tager højde for specifikke sektorer og regionale forhold. Samtidigt overvåger vi systematisk vores investeringer for at undgå selskaber, der



God ESG starter med G

Udgangspunktet for en solid ESG-profil starter med god selskabsledelse (Governance) og en langsigtet tidshorisont. Har det enkelte selskab en ansvarlig ledelse, der træffer beslutninger for at skabe værdi på langt sigt, medfører det alt andet lige, en mere proaktiv tilgang ift. at tilgodese krav og forventninger fra selskabets forskellige interessenter. Det er med til at sikre holdbarheden af selskabets forretningsmodel, hvilket i sidste ende kommer os til gode som investorer.

driver forretning, som strider mod veletablerede internationale normer og konventioner samt retningslinjer for miljø, menneskerettigheder og forretningsetik. Vi bestræber os på at balancere de forskellige faktorer, der er relevante for det enkelte selskab, hvilket i sidste ende gør os i stand til at foretage en kvalificeret analyse og vurdering af selskabets muligheder og risici på langt sigt.



**God ESG starter med G.
Udgangspunktet for en solid
ESG-profil starter med god
selskabsledelse (Governance)
og en langsigtet tidshorisont.**

Dialog frem for eksklusion

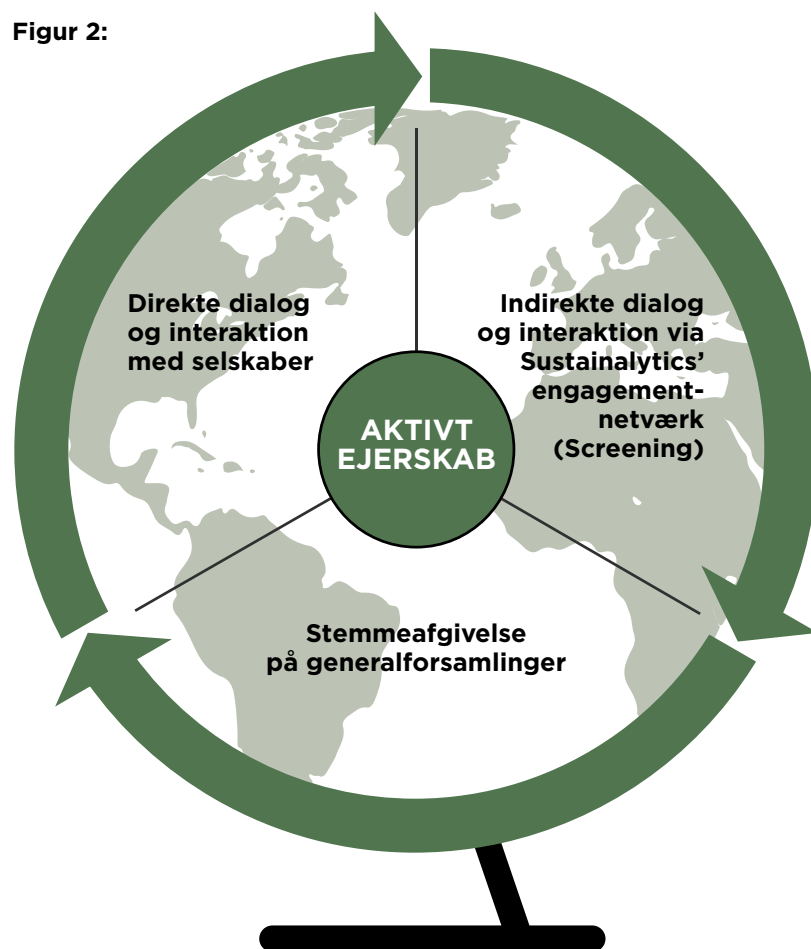
Vi ser dialog med selskaberne som et vigtigt redskab og en del af vores ansvar som aktive investorer. Når vi er i tæt kontakt med vores porteføljeselskaber, øges vores forståelse af selskabet, den langsigtede strategi samt konkurrence- og markedssituationen. Samtidigt har vi også mulighed for at påvirke selskaberne til at foretage ESG-relaterede forandringer.

I første omgang udøver vi indflydelse via dialog frem for at ekskludere selskaberne fra vores porteføljer. Dette sker bl.a. på dedikerede møder om ESG med repræsentanter for selskaberne. Vi ser det som en vigtig del af vores aktive ejerskab, da det er med til at skabe opmærksomhed omkring eventuelle uensigtsmæssige forhold i selskaberne samt medvirke til at integrere ESG i ledelsen og strategien for det enkelte selskab. Dog kan det forekomme, at et selskab gennem længere tid afviser at gå i dialog eller ikke viser vilje til forbedring af relevante ESG-forhold. I sidste ende vil dette betyde, at vi sælger aktien.

Udover vores deltagelse i møder og den direkte dialog med selskaberne samarbejder vi med andre investorer via Sustainalytics's engagementnetværk. Her interagerer Sustainalytics med selskaberne på vores og andre investorers vegne. Samarbejdet giver os adgang til

en gennemprøvet proces og højt kvalificerede specialister, der overvåger og følger op på selskaberne omkring forhold som f.eks. menneskerettigheder, arbejdstagerrettigheder og miljøspørgsmål. Samarbejdet styrker vores indflydelse som mindretalsaktionær, idet vi sammen med andre investorer opnår større gennemslagskraft over for selskaberne og mulighed for at drøfte specifikke og nye ESG-relaterede spørgsmål. Således opnår vi en holistisk såvel som strategisk dialog. Vores samlede proces angående aktivt ejerskab er skitseret i figur 2 nedenfor.

Figur 2:



Kilde: C WorldWide, Q1 2020

Investering i en mere ansvarlig verden

I september 2015 vedtog 193 FN-medlemslande 17 mål for bæredygtig udvikling (de såkaldte SDG'er Sustainable Development Goals) for at gøre verden mere velstående, inkluderende, bæredygtig og modstandsdygtig – se figur 3 på næste side. Retningen mod en mere bæredygtig verden lægger et stigende pres på selskaberne til i højere grad at udvise ansvarlig forretningsadfærd og påtage sig et større samfundsansvar. Samtidigt ser vi, at politikere, forbrugere og lovgivere i stigende grad opfordrer selskaber til

Principper for ansvarlige investeringer (PRI)

Som underskriver af PRI er vi forpligtede til at udarbejde en rapport om vores arbejde inden for ansvarlige investeringer. Rapporten forklarer, hvordan vi tilpasser vores indsats i forhold til PRI's seks principper:

- 1.**
Vi indarbejder ESG-forhold i investeringsanalysen og beslutningsprocessen.
- 2.**
Vi er aktive investorer og praktiserer ESG-forhold i investeringspolitikken.
- 3.**
Vi afdækker ESG-forhold i de selskaber, vi investerer i.
- 4.**
Vi arbejder for accept og implementering af principperne inden for den finansielle sektor.
- 5.**
Vi samarbejder, hvor det er muligt, for at forbedre vores effektivitet i forbindelse med implementering af principperne.
- 6.**
Vi rapporterer om vores aktiviteter og fremskridt i processen med at implementere principperne.



Eksempel på afstemning

I 2019 stemte vi på generalforsamlingerne hos 193 selskaber på tværs af vores porteføljer. I 91 pct. af tilfældene var vi enige med ledelsen i selskaberne. Det stemmer godt overens med vores fokus på at vurdere og udvælge selskaber med stærke ledelser og holdbare forretningsmodeller. Derfor må det forventes, at vi i størstedelen af tilfældene er enige med ledelsen af selskaberne. Når vi vælger at stemme imod en ledelse, er det ofte på områder som forbedring af rettigheder for minoritetsaktionærer, øget transparens og rapportering f.eks. på miljøområdet eller omkring ledelsens aflønning.

at udvikle produkter og serviceydelser i en mere bæredygtig retning.

Når vi mødes med selskaberne, vi har investeret i, ser vi verdensmålene som en ramme, der er med til at understøtte en konstruktiv dialog om prioriteter, muligheder og risici i forhold til en bæredygtig og holdbar udvikling af selskabernes forretningsmodel. Vi mener, at investeringer i holdbare selskaber er drivkraften bag et højere, langsigtet risikojusteret afkast.

Vi har gennem flere år styrket vores indsats og fokus på integration af ESG og ansvarlige investeringer og fortsætter dette arbejde fremover. Derfor er det et samlet indtryk af forretningsmodellen, selskabets økonomi, dets ledelse samt strategi, ESG og andre selskabsspecifikke forhold, der ligger til grund for den enkelte investeringsbeslutning. Lidt firkantet kan man sige, at ESG-risici, der ikke bliver adresseret, før eller siden vil medføre finansielle konsekvenser for det enkelte selskab. Derfor er der reelt ingen forskel mellem ESG-risici og de mere traditionelle forretningsrisici.

Vores langsigtede og tematiske tilgang har i mere end 30 år bevist sit værd. I en verden, der agerer mere og mere kortsigtet, er det endnu vigtigere end tidligere at finde langsigtede og holdbare forretningsmodeller.

Figur 3:



Kilde: FN's verdensmål for bæredygtig udvikling, verdensmaalene.dk, feb. 2020



Eksempel på dialog om at sikre en mere bæredygtig forsyningskæde

I afdeling Globale Aktier har vi investeret i fødevarerfirmaet Nestlé siden 1990. Det er et selskab, der har været og fortsat er eksponeret mod flere væsentlige ESG-faktorer og risici. Samtidigt har selskabet på en række områder været førende i forhold til at opbygge et beredskab, der gør dem i stand til at adressere aktuelle ESG-udfordringer. I vores analyse af selskabet og på møder med ledelsen har vi blandt andet fokuseret på at forstå selskabets arbejde med en mere bæredygtig forsyningskæde såsom at sikre, at de anvendte råvarer og materialer ikke bidrager til global afskovning og nedbrydning af centrale økosystemer og biodiversitet. F.eks. indgår palmeolie i en stor del af vores dagligvarer. Da denne produktion ofte er forbundet med rydning af regnskov, har vi været i dialog med Nestlé om deres brug af satellitter til overvågning af disse plantager. Vi diskuterede desuden selskabets indsats for at afhjælpe og bekæmpe brugen af børnearbejde i produktionen af kakaobønner i Ghana og på Elfenbenskysten.

Eksempel på dialog om ledelsens aflønning og miljømæssige målsætninger

Blandt vores danske investeringer har vi investeret i Chr. Hansen. Selskabet blev i 2019 udnævnt som verdens mest bæredygtige virksomhed af organisationen Corporate Knights. På et møde med selskabet drøftede vi bl.a. aflønning. Vi finder det naturligt, at ESG også integreres som en del af ledelsens aflønning, hvilket endnu ikke er tilfældet. Vi berørte ligeledes deres målsætninger for genbrug og CO₂-udledning samt nye produkter, der understøtter selskabets forpligtelser ift. FN's verdensmål for bæredygtig udvikling – f.eks. bakterier, der bidrager til at reducere sukkerindholdet i fødevarer.

Samtidigt spejder vi efter dét, der bliver det væsentlige for de kommende generationer for at sikre, at afkast og samfundsmæssig ansvarlighed går op i en højere enhed.

europæiske børsnoterede selskaber, har vi som global aktieinvestor en ambition om at lade disse gælde på tværs af vores afdelinger.

Find mere information

Vores politik for aktivt ejerskab "Politik for aktivt ejerskab" samt vores investeringspolitik "Investeringspolitik i et samfundsmæssigt perspektiv" for investeringsforeningen C WorldWide er tilgængelige på vores hjemmeside cww.dk. Politikkerne beskriver bl.a. vores arbejde i relation til stemmeafgivelse, interessekonflikter m.v. samt vores integration af bl.a. samfundssansvar i investeringsprocessen. Selvom reglerne for aktivt ejerskab under EU's aktionærrettighedsdirektiv alene gælder for aktieinvesteringer i



ESG-risici, der ikke bliver adresseret, vil før eller siden medføre finansielle konsekvenser for det enkelte selskab. Derfor er der reelt ingen forskel mellem ESG-risici og de mere traditionelle forretningsrisici.

Kortsigtet optur for valueaktier aktualiserer langsigtet debat

Af David Rindegren

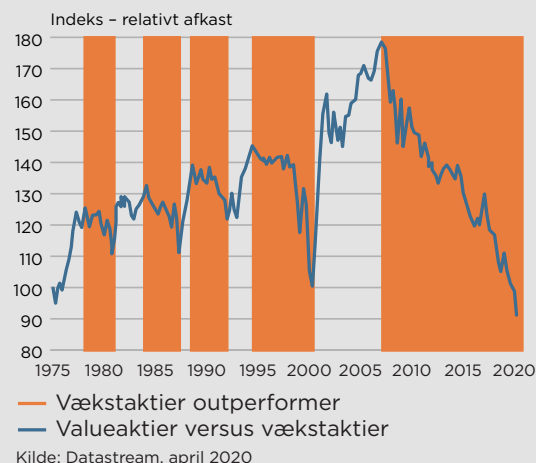
Porteføljeforvalter, C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S.

Markedets fortællinger er ofte forankrede i det gamle dilemma om kampen mellem vækstaktier og valueaktier – en debat, der går helt tilbage til 1930'erne med grundlæggelsen af T. Rowe Price. Thomas Rowe Price Jr. etablerede en vækstfokuseret investeringsstil, som blev cementeret i 1950'erne med Philip Fishers indflydelsesrige bog "Common Stocks and Uncommon Profits". Globalt set har valueaktier været i et faldende marked relativt til vækstaktier siden slutningen af 2006 (Figur 1), om end en mindre fremgang til valueaktier i juni 2020 aktualiserer debatten om den fremtidige relative udvikling.

2020 har været et usædvanligt investeringsår. Efter de store kursfald i starten af året har det efterfølgende opsving også været usædvanligt. Opgangen, siden lavpunktet i slutningen af marts, blev fortsat drevet af de historisk ledende vækstaktier – og ikke som typisk i en hurtig opgangsperiode af valueaktierne, der primært består af finans-, energi- og kapitalgodeselskaber. På det seneste har vi dog set disse selskaber klare sig bedre. Set i sammenhæng med den lange periode med høje afkast fra vækstaktierne er det relevant at spørge, hvordan den relative udvikling bliver fremover?

Inden vi deler vores synspunkter i denne debat, kan det være nyttigt at få et par begreber på plads. Den fundamentale værdi af et selskab er for os relateret til selskabets indtjeningsudvikling – eller som Warren Buffet siger: "Vækst og value er to sider af samme mønt".

Figur 1: Vækstaktier outperformer typisk valueaktier



Valueaktier beskrives ofte lidt snævert som aktier med en lav prisfastsættelse målt ved en lav Kurs/Indre Værdi (K/I) eller Pris/Indtjening (P/E). Vækstaktier beskrives tilsvarende som aktier med en vækstrate højere end markedets, og de handles ofte med en høj prisfastsættelse.

I C WorldWide investerer vi i selskaber, som vi tror, på en holdbar måde kan øge deres indtjening mere end BNP-væksten over mange år, og at størstedelen af selskabets værdi er forankret i den fremtidige vækst og ikke i den historiske udvikling. Vi leder ikke nødvendigvis efter selskaber med de højeste vækstrater, og vi undgår ikke nødvendigvis, hvad der traditionelt opfattes som valuesektorer, såsom finans- og kapitalgodeselskaber. Men hvis vi investerer i disse sektorer, investerer vi i vækstsegmentet. På trods af dette opfatter mange analytikere os som vækstinvestorer, selvom vores opfattelse af vækstaktier og valueaktier er mere avanceret end to forenkede kategorier.



Vi investerer i selskaber, som på en holdbar måde kan øge deres indtjening mere end BNP-væksten over mange år.

Et opsving drevet af valueaktier er anderledes, end når det er vækstaktier, som fører an. Kraftige kursstigninger drevet af valueaktier er ofte af kortere varighed. Som regel er de også drevet af en meget lav værdiansættelse, og indtjeningen er oftest fortsat faldende. En undersøgelse foretaget af Exane viser, at ved opsving drevet af valueaktier de seneste 20 år i Europa, er indtjeningen faldet i 75 pct. af tilfældene. Det er således en højere værdiansættelse, der driver opsvinget, når valueaktier fører an. Dette er forankret i troen på, at selskabernes egenkapitalforrentning vil stige i takt med, at de lave marginer forbedres. Dette er baseret på tanken om, at værdiansættelsen har nået et for lavt niveau og derfor må stige mod et højere gennemsnitsniveau. Vi investerer i selskaber, der har en egenkapitalforrentning over gennemsnittet, fordi hvis et selskab gennem en længere periode kan geninvestere indtjeningen i projekter med et højt kapitalafkast, vil dette føre til en indtjeningsvækst over gennemsnittet.

Da verden lukkede ned på grund af coronapandemien, afspejlede det sig hurtigt i de økonomiske indikatorer, såsom arbejdsløshedstallene og PMI-tallene (Purchasing Managers' Index, på dansk Indkøbschefers

aktivitetsindeks). Når regeringer og centralbanker efter corona kickstarter økonomier med tilsvarende historisk usete hjælpepakker (18 billioner USD mod et forventet fald i væksten på 10 billioner USD), er det forventeligt med en fremgang til valueaktierne i betragtning af den kortvarige eufori, som denne likviditetsindsprøjtning giver. På langt til mellemlangt sigt ser vi dog fortsat, at vækstaktierne er mest attraktive.

De største selskaber inden for vækstaktierne er teknologiaktier. Udsigterne for vækstaktier er derfor tæt forbundet med teknologiudsigterne. Den digitale transformation sammenholdt med de nye digitale forretningsmodeller, hvor den marginale produktionsomkostning er tæt på nul, betyder, at disse selskaber har været i stand til at vokse hurtigt og profitabelt ofte på bekostning af traditionelle selskaber, der sælger fysiske varer. Teknologisektoren udgør næsten 20 pct. af S&P 500, hvilket reflekterer de massive samfundsmæssige forandringer, som teknologier forårsager. Traditionelle valueinvestorer, der fokuserer på værdiansættelsesmodeller som K/I-værdi, vil ikke kunne værdiansætte disse selskaber korrekt, da disse selskaber skaber værdien fra immaterielle aktiver, der ofte ikke fremgår af selskabernes balancer.

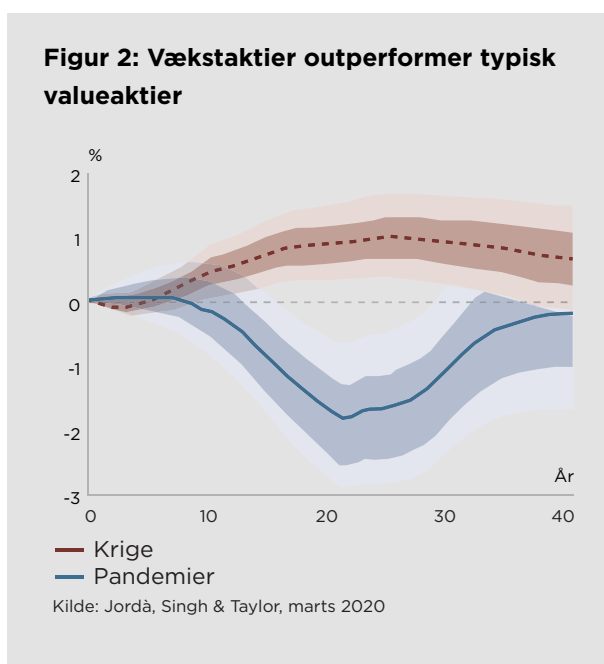
Pandemien accelererer de langsigtede medvinde for vækstelskaber...

Mange af de langsigtede tendenser, der driver teknologisektoren, ser ud til at accelerere under Coronapandemien. Kreditkortoplysninger fra Bank of America viser, at under nedlukningen udgjorde onlinehandel tæt på 30 pct. af al handel med kreditkort. Dette skal sammenlignes med 15 pct. før krisen. Historisk har væksten i brugen af kreditkort været 1-1,5 procent om året. Dette tyder på, at vi har set en øget brug af kreditkort svarende til 15 års vækst på blot 15 uger. Denne observation er bekræftet af flere af vores porteføljeselskaber, hvor der bl.a. på en investorkonference for nyligt blev peget på en lignende udvikling med ”10 års vækst skabt på under 10 uger”. Selv om forbrugerne i sagens natur har været begrænsede i forhold til online-alternativer, viser undersøgelser, at disse adfærdsændringer som regel hænger ved. I en undersøgelse fra Bank of America sagde 17 pct. af forbrugerne, at de aldrig vil handle i et

indkøbscenter igen, og 63 pct. sagde, at de vil reducere indkøb af tøj i fysiske butikker. Vi har i løbet af foråret talt med en række industrieksperter for at forstå selskabernes migrering af IT-infrastrukturen til skyen, og alt peger på, at pandemien har fremskyndet transformationen til skyen. Ikke mindst sigter selskaber, der tidligere talte om en 5-10-årig transformationsperiode, nu mod 2-3 år i stedet.

... ligesom udsigt til lav inflation understøtter vækstaktier

Pandemien kan ligeledes få betydning for den langsigtede renteutvikling, som er en af de vigtigste langsigtede faktorer for vækstaktier. Desuden er lave renter en af forklaringerne på, hvorfor vækstaktierne har gjort det så godt siden 2006. En undersøgelse af 12 historiske pandemier og deres effekt på renterne foretaget af Òscar Jordà, Sanjay R. Singh og Alan M. Taylor viser, at renterne forbliver på et lavt niveau i helt op til 40 år efter en pandemi. Dette til forskel fra perioder efter krige, hvor produktions- og kapitalapparatet bliver ødelagt, jf. figur 2. Dette får inflationen til efterfølgende at stige. "Krigen" mod Corona-pandemien har i sagens natur ikke medført fysiske ødelæggelser af kapitalgoder, men omvendt er mængden af økonomiske hjælpepakker uden historisk sidestykke i fremtiden.



Analysefirmaet Goldman Sachs fremhæver høj gældsætning og lav nominel vækst som to nøglefaktorer, der vil præge udviklingen fremover (de nævner desuden lav inflation og den fortsatte digitale udvikling). Som respons til de økonomiske konsekvenser af nedlukningen pga. Corona-pandemien har nogle lande iværksat hjælpepakker svarende til 10-20 pct. af BNP, hvilket forøger den allerede høje gældsætning. Goldman Sachs konkluderer: "... medmindre de grundlæggende elementer bag den lave nominelle vækst, de lave obligationsrenter og indtjeningsudsigterne ændrer sig, eller den digitale udvikling bliver væsentligt udfordret, vil rotationer mod valueaktier være kortsigtede og ikke langsigtede."

Vi er herved fremme ved nøglefaktorerne, hvis vækstaktierne virkelig skal udfordres fremadrettet. Det historiske mønster, hvor obligationsrenterne forbliver lave i lang tid efter en pandemi i kombination med de tiltagende deflationære kræfter drevet af den teknologiske forandring, vil holde valueaktiernes bedste hjælper, inflationen, i skak. I takt med at regeringerne iværksætter finanspolitiske hjælpepakker, kunne begyndende inflation blive en reel risiko for vækstaktiernes fortsat gode udvikling. Men dette er i vores øjne ikke det mest sandsynlige scenarie.

En af de langsigtede drivkræfter for økonomisk vækst, nemlig den demografiske udvikling, er stort set upåvirket af Corona-pandemien. Selvom man kunne hævde, at den aftagende eller i nogle tilfælde negative befolkningstilvækst, vi ser i nogle lande, ville mindske arbejdsstyrken og øge lønninger og inflation, er dette ikke sket i f.eks. Japan, hvor denne udvikling er mest udtalt. Fra 2000 til 2018 faldt lønningerne for de mandlige arbejdstagere bemærkelsesværdigt i nominelle termer, men steg lidt i reelle termer. Vi må ikke glemme, at denne udvikling fandt sted i en periode, hvor den økonomiske vækst var stærk i andre lande, hvorimod den globale økonomiske vækst nu aftager mere bredt. Dette var ikke tilfældet i de seneste perioder med høj inflation. I slutningen af 1940'erne var verden ved at blive genopbygget efter den mest ødelæggende krig nogensinde i verdenshistorien, og inflationsperioden i 1970'erne var præget af betydelig højere befolkningstilvækst end i dag.

Sekulær medvind til ledende teknologiselskaber

Selvom yderligere skatter og reguleringer vil ramme profitable vækstselskaber, synes kamplinjerne i den næste handelskrig at blive mellem landenes teknologiførende selskaber. At belaste dem med flere skatter og reguleringer vil derfor være i strid med landenes egne strategiske interesser. I flere koldkrigsperioder – f.eks. mellem Storbritannien og Tyskland i 1890-1914 samt USA og Rusland i 1960'erne og 1980'erne – skabte de førende teknologiselskaber store landvindinger, fordi de fik støtte fra diverse regeringsprogrammer. Da Kina i dag udfordrer USA på teknologifronten, er det forventeligt at se denne dynamik udspille sig igen til fordel for vækstinvesteringer inden for teknologisektoren.



Teknologisektorer er ikke så forandrende og ødelæggende inden for egne rækker, som mange ellers tror.

En idé, der for nylig blev fremlagt af strategianalytiker Ben Thompson i sin blog “Stratchery”, er, at udviklingen inden for teknologi på mange måder ligner andre sektorer – den er ikke så forandrende og ødelæggende, som mange tror. Jovist, teknologi vil forandre og ødelægge selskaber, der anvender teknologi, ligesom automobilfirmaer ødelagde hesteindustrien for hundrede år siden. Omvendt er den måske i øjeblikket mindre ødelæggende og forandrende inden for egne rækker. Denne observation passer også med arbejdet med længerevarende teknologiske cyklusser, som professor Carlota Perez skrev i sin bog “Technological

Revolutions and Financial Capital” fra 2002. Efter det indledende investeringsboom forblev de førende selskaber (Ford, General Motors og Chrysler) i en stærk position i mange årtier fremover. Få investorer og værdiansættelsesmodeller tager højde for, at Alphabet (tidl. Google), Amazon og Microsoft vil være førende, lige så længe som bilproducenterne var, selv om der er mange lighedspunkter. Dagens digitale vindere kan blive udsat for mindre konkurrence og forandring end den måske gængse opfattelse, og dermed skal vi som investorer måske indkalkulere, at disse selskaber fortsat har en lang vækstperiode forude.

Holdbar vækst er stadig vejen

Vi er af den faste overbevisning, at det på lang sigt er indtjeningsvæksten, som driver kursudviklingen på et selskab. Derfor er den bedste langsigtede investeringsstrategi at finde de selskaber som med høj sandsynlighed kan levere en pæn vækst. Omvendt er det ikke nødvendigvis de selskaber med den højeste vækstrate, som er mest attraktive, da risikoen for skuffelser ofte er høj.

Som vi har beskrevet, er der flere faktorer som understøtter en fortsat positiv udvikling for vækstaktier: fortsat udsigt til lave renter og lav inflation trods de store penge- og finanspolitiske hjælpepakker, Covid-19 accelererer den digitale transformation til fordel for de store dominerende teknologi- og internetselskaber. Endelig må vi forvente en relativ lav nominel økonomisk vækst fremover, hvorved de selskaber, der trods dette kan vokse drevet af tematisk vækst, vil blive endnu mere efterspurgt. Omvendt er det uden udsigt til stigende inflation og højere cyklisk vækst svært at se varig kursmedvind til valueaktierne, da deres udsigter ofte er forbundet med prisinflation og cyklisk vækst.

Stabile aktier i turbulente tider

Af Jakob Greisen

Porteføljeformaler, C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S.

Nøgleindsigt

- Under Corona-pandemien faldt ellers stabile selskaber kortvarigt drastisk. Dette gjaldt f.eks. ejendoms- og forsyningselskaber. I takt med vedtagelsen af diverse hjælpepakker og en begyndende afbøjning af smittekurverne har disse aktier nu genvundet en del af det tabte.

For første gang siden finanskrisen i 2008 har vi set panik på aktiemarkedene med dramatiske kursfald som følge af Corona-pandemien (COVID-19). Verdensøkonomien er gået i stå pga. den samfundsmæssige nedlukning for at inddæmme spredning af virussen. I USA forudser analytikere en markant økonomisk vækstnedgang på op til 20 pct. i andet kvartal af 2020, hvilket er historisk. Vi står i en situation uden sammenligning, og det skaber usikkerhed. I det lys er det interessant at se på hvilke sektorer, der er blevet hårdest ramt, og hvordan de traditionelt stabile sektorer, som er mindre følsomme over for konjunkturudsving, har klaret sig.

Det drastiske forbrugsfald har ramt mere bredt end normalt

Mange sektorer, og særligt de cykliske og kapitaltunge virksomheder, er under pres fra nedlukningerne verden over. Særligt kan nævnes turisme og transport-

sektoren, der er blevet ramt hårdt med den midlertidige indstilling af stort set al trafik og rejseaktivitet. Men også banker, ejendomsselskaber og detailhandelen er under ekstraordinært pres. Når butikker, restauranter, biografer, fitnesscentre o.lign. fra den ene dag til den anden lukker med stigende arbejdsløshed til følge, ændrer dette forretningsgrundlaget for ellers normalt stabile selskaber, der under mere normale forhold kan modstå lidt cyklisk modvind.

Bankerne har i perioder med vækstnedgang altid større risiko for tab og hensættelser, når kunderne ikke længere kan vedligeholde deres finansielle forpligtigelser. Et andet eksempel er ejendomsselskaber, der mere usædvanligt også er i fare for at miste deres indtjeningsgrundlag ved udlejning af lejemål. Dette gælder særligt de selskaber, der udlejer til forretninger og virksomheder, der enten er lukket eller kun har begrænset aktivitet.

Guldaktierne har også lidt overraskende oplevet store kursudsving, fordi mange investorer har været pressede på likviditet og solgt ud af deres normalt "sikre" papirer. I disse situationer gælder det som investor om at fokusere på den underliggende indtjening og holdbarheden af denne. En mulig konsekvens af COVID-19 er lukninger af guldminer i kortere eller længere perioder, men dette vil blot begrænse udbuddet i en verden, der i højere grad søger mod den stabilitet, som guld historisk set har givet. I takt med at verdens centralbanker har øget likviditeten, er guld og guldaktierne steget til historisk høje niveauer og har vist deres værd for investorerne.

Store kursudsving på trods af stabil indtjening

Kursudsvingene i forsyningsselskaber er normalt lavere end det generelle aktiemarked, fordi indtjeningen i selskaberne er forudsigelig og stabil. I de mest urolige dage i marts, hvor kreditmarkederne var pressede, så vi dog dramatiske kursfald i nogle af disse aktier, fordi de generelt har høj gæld. Desuden var flere investorer pressede på likviditeten og solgte bredt ud af de likvide aktier. I takt med de ganske kraftige finansielle og statslige hjælpepakker fra verdens centralbanker kom investorernes fokus tilbage på selskaber med stabil indtjening, og aktiekurserne er nu begyndt at normalisere sig.

Ligeledes oplevede flere tyske boligelskaber siden nedlukningen i marts store kurstab i en kortere periode, hvilket betød, at man kunne investere i ejendomme med stor stabilitet i lejeindtægterne med en rabat på 30-40 pct. i forhold til ejendomsvurderingerne – en rabat, der allerede ultimo april blev indsnævret til 15-20 pct. I perioder med skævheder i markedet gælder det om at holde hovedet koldt, udnytte mulighederne samt fastholde investeringerne i de områder, der ikke bliver væsentligt påvirket af de givne forhold.

Fremgang under COVID-19

Selv i ustabile tider, er der sektorer, der bevarer en stabil vækst. Den menneskelige natur og overlevelsesinstinktet gør, at stort set alle kræfter i medicinal- og sundhedssektoren er sat ind på at finde et effektivt lægemiddel og en vaccine, som kan behandle de syge og værne om de raske. Karantæne og isolation har selvsagt også fået stor indvirkning på udbud og efterspørgsel af digitale tjenester, som melder om solid fremgang,

mens COVID-19 ser ud til at blive endnu et søm i kisten for store dele af den butiksbaserede detailhandel. Endelig har selskaberne bag fondsbørserne under krisen oplevet øget indtjening som følge af den kraftigt stigende handel med finansielle instrumenter.

Stabile aktier i 2020

Det står i dag klart, at de digitale forretningsmodeller er langt bedre til at håndtere den type udfordringer, som COVID-19-krisen indebærer. Vi tror, at COVID-19 vil føre til en hurtigere digitalisering af såvel virksomheder som samfund, herunder fremrykke udviklingen mod et kontantløst samfund.

Vi tror, at medicinal- og sundhedssektorens håndtering af de aktuelle udfordringer vil få konsekvenser for den måde, sektoren vil være organiseret på fremover. Der vil formentligt ske en yderligere centralisering, da centraliserede enheder bedre kan koordinere indsatser på tværs af geografiske områder, og samtidigt vil der være et behov for flere investeringer i sektoren. Det store spørgsmål er, hvordan det decentraliserede og private sundhedssystem i USA håndterer COVID-19-udfordringen. Dette vil blive et politisk emne igennem 2020'erne, og ikke mindst frem mod det kommende præsidentvalg til efteråret.

Vi har løbende justeret investeringerne i afdeling Stabile Aktier til de nye tider, hvor vi forventer en lavere økonomisk aktivitet, end vi forudså ved årets start. Men på trods af de mørke skyer over verdensøkonomien, er der en verden på den anden side af COVID-19. Man skal huske på, at det kan være i turbulente tider, at fundamentet for fremtidige gevinster skabes.



Forventninger til aktiemarkedet

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

Et marked med to fortællinger

I kølvandet på COVID-19-nedlukningerne, der fortsat påvirker mange selskaber og indtjeningsudsigterne, har mange investorer set med forundring på de store aktiestigninger siden bunden den 23. marts 2020. Målt på S&P 500 er indtjeningen i år faldet næsten 20 pct., mens P/E-niveauet omvendt er steget ca. 15 pct., hvilket samlet set netto forklarer det trods alt kun begrænsede fald i første halvår.

Det voldsomme kursfald i februar og marts var større end de typiske fald ifm. tidligere økonomiske recessioner. Omvendt har den efterfølgende opgang, hvor S&P 500 er steget ca. 40 pct. fra bunden, været den stærkeste tremåneders periode i mands minde. Bag denne markedsudvikling findes dog to fortællinger: De sektorer, som er hårdest ramt af nedlukningerne såsom banker, energi og transport faldt 25-35 pct. i første halvår (målt på amerikanske indeks), mens sektorer, hvor udsigterne er upåvirkede eller i nogle tilfælde endda forbedrede, som teknologi- og internetvirksomheder, er steget 10-20 pct. Set gennem dette prisme er markedsudviklingen mere rationel.

Et post-recession mindset

Vi oplever p.t. et tankesæt blandt investorer, der er præget af, at vi netop har sluppet recessionen, og aktiemarkedet er derfor i en såkaldt momentumfase. De skeptiske investorer har været underinvesteret og har kun i mindre omfang deltaget i stigningerne. Derfor er de nu tvunget til at revurdere deres strategi. De makroøkonomiske indikatorer er i bedring og signalerer, at økonomierne er forbi det værste. Skeptikere vil hævde, at der er lang vej, inden aktiviteten er tilbage på niveauet før COVID-19,



**Compounding er
død i store dele af
kapitalmarkederne.
Derfor er Compounding
gennem vækstelskaber,
der kan levere varen,
mere værdifuld end
nogensinde.**

men i det nuværende miljø lige efter recessionen er det primært retningen på nøgletallene, som bestemmer udviklingen. I øjeblikket ser vi kraftige forbedringer af de økonomiske indikatorer med stigende vækstrater, og sammen med den rigelige likviditet er optimisterne i førersædet. Dette er drejebogen til fortsatte positive aktiemarkeder.



Vi har et marked med to fortællinger, hvor banker, energi og transport er faldet 25-35 pct., mens teknologi- og internetvirksomheder er steget 10-20 pct.

På længere sigt har skeptikerne dog ret i, at det absolutte aktivitetsniveau er vigtigere end retningen. Derfor er aktiemarkederne til syvende og sidst afhængige af niveauet for den økonomiske aktivitet og selskabernes absolutte indtjening. Efter sommeren vil investorernes fokus formentligt også vende sig mod det kommende amerikanske præsidentvalg, hvor et valg af demokraternes kandidat, Joe Biden, sandsynligvis vil medføre højere skatter også for selskaber. Handelskrigen mellem USA og Kina er blevet en strategisk kamp om det teknologiske herredømme, og som konsekvens af COVID-19 vil selskabernes forsyningskæder blive mere fragmenterede. Alle disse faktorer mindsker sandsynligheden for et stærkt cyklisk opsving.

Faldende realrenter løfter P/E-niveauet ...

Kapitalmarkederne vil dog fortsat være præget af lave renter. Selvom de globale finanspolitiske og monetære hjælpepakker er historiske, mener vi – som beskrevet i vores forrige kvartalsforventning – at det er for tidligt at



Vi ser kraftige forbedringer af de økonomiske indikatorer med stigende vækstrater, og sammen med den rigelige likviditet er optimisterne i førersædet.

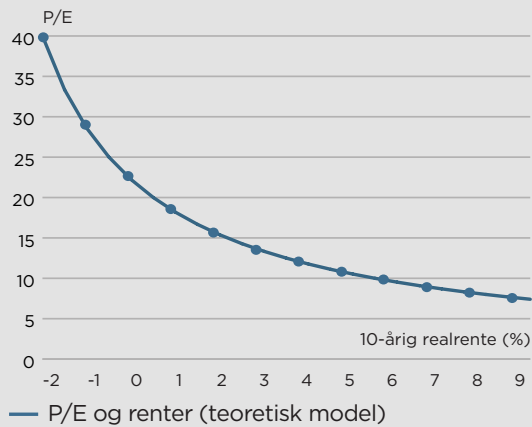
bekymre sig om inflationen. Konjunkturmæssigt er der masser af ledig kapacitet forårsaget af nedlukningerne, og pandemier har historisk vist sig at være deflationære i lange efterfølgende perioder. Derudover lægger den øgede vækst i e-handlen og selskabernes migration af IT-infrastruktur til skyen et solidt låg på inflationen.

Hvordan slipper staterne så af med den store gældsopbygning? Ved at sikre negative realrenter. Herved mindskes gælden hvert år på bekostning af obligations-ejerne. Når realrenten er minus 2 pct., bliver gælden mere eller mindre halveret på 35 år – når den er minus 5 pct., halveres den på 14 år. Konklusion? Realrenterne vil derfor sandsynligvis være negative i mange år fremover – styret af centralbankerne. Dette er den lette og samfundsmæssigt måske eneste acceptable måde at håndtere de høje gælds niveauer på.

Dette forklarer også det tilsyneladende misforhold mellem de stigende aktiemarkeder samtidigt med de betydelige nedjusteringer af selskabernes indtjeningsudsigter, da der er en klar sammenhæng mellem P/E-niveau og realrenten. En teoretisk model for relationen mellem P/E og realrenten viser, at et fair P/E-niveau for aktiemarkedet flytter sig 10 point fra 18x til 28x, hvis realrenten ændrer sig fra + 1 pct. til -1 pct. jf. figur 1 på side 24, som illustrerer sammenhængen med en implicit risikopræmie på 4,5 pct. Som man kan se af figuren, stiger P/E-værdierne altså drastisk, når realrenterne bliver negative, mens effekten er noget mindre, når realrenten er i et positivt territorium.

Figur 1:

Lave renter driver P/E højere



Kilde: Stifel

... og løfter vækstaktierne

Selvom TINA-faktoren (There Is No Alternative) er stærkere end nogensinde til fordel for aktier, må vi fra et markedsperspektiv på kort sigt mane til besindelse, da vi stadig ikke har fuld kontrol over COVID-19-pandemien. Det økonomiske opsving bliver heller ikke snorlige, men med store variationer fra sektor til sektor.



P/E-værdierne stiger drastisk, når realrenterne bliver negative.

I dag har vi det paradoks, at fremtiden er mere værd end fortiden. Det normale princip i en finansiel diskonteringsanalyse er vendt på hovedet. En krone i morgen er nu mere værd end en krone bogført på balancen. Dette er konsekvensen af negative realrenter. Når centralbankerne gennemtvinger lave obligationsrenter, er en investeringsstrategi med tro på et snarligt comeback til de såkaldte valueaktier således en strategi imod centralbankernes adfærd.



Når centralbankerne gennemtvinger lave obligationsrenter er en investeringsstrategi med tro på et snarligt comeback til de såkaldte valueaktier en strategi imod centralbankernes adfærd.

Omvendt vil vækstaktier, der lever op til vækstforventningerne, blive efterspurgt. Fremtiden er definatorisk behæftet med usikkerhed, så kunsten er at finde vækst-selskaber, hvor fremtiden har høj grad af forudsigelighed. Her er tematisk-baseret trendanalyse nyttig, når man skal afdække fremtidens udviklingstendenser. Compounding (dvs. rentes rente-effekten) er død i store dele af kapitalmarkederne. Derfor er Compounding gennem vækst-selskaber, der kan levere varen, mere værdifuld end nogensinde.



71.0473

97.1913

98.5088

26.6806

43.334

144

82.7887 78.6305

24.7527

84.6927

3.1225

53.1312 6.745

0.0366



Globale Aktier

Du kan investere i Globale Aktier
udloddende eller akkumulerende:
Globale Aktier Udl. DK0010157965
Globale Aktier Akk. DK0060655702

Status på kvartalet

Centralbanker og regeringer har sat alt ind på at bekæmpe recessionen skabt af COVID-19-pandemien. De historiske finanspolitiske hjælpepakker og de massive pengepolitiske tiltag har skabt en optimisme og et likviditetsoverskud, som har løftet de fleste aktivpriser. De markante nedlukninger har fået de fleste selskaber til at nedjustere indtjeningsprognoserne. Aktieinvestorerne har været villige til at se igennem fingrene med dette ikke mindst med de stigende handelsspændinger mellem Kina og USA. Optimismen har været forankret omkring den gradvise åbning af samfundet og håbet om en snarlig vaccine. I kvartalet steg afdelingens indre værdi med 15,3 pct., mens MSCI AC verdensindekset steg med 16,3 pct. Hovedårsagen til det lidt lavere relative afkast kan tilskrives en smule dårligere kursudvikling for to asiatiske investeringer, HDFC og AIA. Begge selskaber er langsigtet godt positionerede til henholdsvis den fremtidige vækst i indiske forbrugslån og asiatisk livsforsikring. E-handel og cloud computing-giganten Amazon.com fortsatte den positive kursudvikling og bidrog positivt til afkastet, idet nedlukningerne har gavnet e-handel, og selskaberne nu accelererer deres projekter med at flytte deres IT-infrastruktur til skyen. I første halvår 2020 har afdelingen skabt et nulafkast på trods af volatiliteten forårsaget af COVID-19. Til sammenligning faldt verdensindekset 6,5 pct. Afdelingens høje andel af førende IT-virksomheder, som har været i stand til at øge omsætningen på trods af den negative indflydelse fra COVID-19, har været en vigtig drivkraft for denne trods alt positive udvikling.

Investeringsstrategi og porteføljeændringer

Risikoen for en anden bølge med stigende COVID-19-infektioner er stadig stor, og vi har fortsat fokus på at investere i virksomheder med stærk balance, høj forrentning af kapitalen og holdbare vækstudsigter. Vi har i andet kvartal foretaget et par justeringer inklusiv en forøgelse af investeringerne i Novo Nordisk, TSMC, Siemens, Unilever, NextEra, HDFC og BCA. Finansiering kom ved at nedbringe vægten i Visa og AIA og ved at sælge investeringen i **Royal Dutch Shell**. På baggrund af de svage olie- og gasmarkeder besluttede Shell at reducere deres udbytte med hele 66 pct. Dette signalerer, at Shell ser et større behov for, at overskuddet bruges til at reducere gælden og genopbygge forretningen frem for at fokusere på udbetaling til aktionærerne og øge afkastet på egenkapitalen. En anden udfordring, som Shell må håndtere, er den langsigtede udfasning af fossile brændstoffer og behovet for investeringer i nye forretningsområder, der drager fordel af elektrificeringen af det globale energisystem.



Se porteføljen på cww.dk

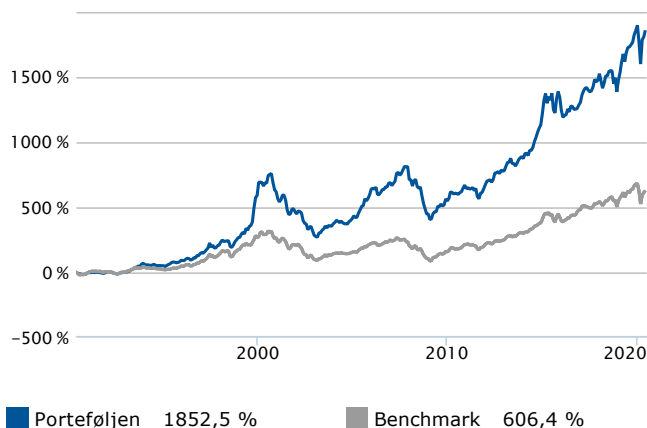
C WORLDWIDE GLOBALE AKTIER

PR. 30. JUNI 2020

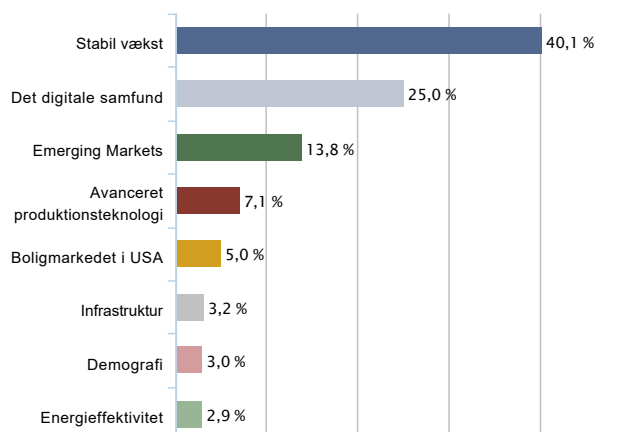
FAKTA

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

AFKASTUDVIKLING



TEMA



AFKAST & RISIKO

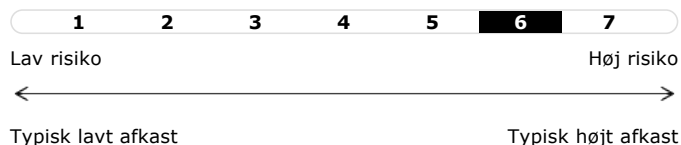
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	9,4	30,7	37,7	176,8	1.852,5	10,4
Benchmark (%)	3,4	21,7	35,5	162,1	606,4	6,7
Aktivt afkast (%)	6,0	9,0	2,2	14,7	1.246,1	3,7

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. p.a. porteføljen (%)	13,6	13,2	11,8	15,5
Std. afv. p.a. benchmark (%)	15,6	14,3	12,0	15,2
Beta	0,8	0,9	0,9	0,9

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
Visa	7,2 %
Amazon.com	6,2 %
HDFC	5,9 %
The Home Depot	5,0 %
Keyence	4,8 %
Thermo Fisher Scientific	4,6 %
Microsoft	4,5 %
Alphabet	4,5 %
Novo Nordisk	4,2 %
Sony	3,6 %

RISIKO/AFKAST PROFIL



Indikatoren viser sammenhængen mellem risiko og afkast. Afdelingens placering er bestemt af udsvingene i afdelingens regnskabsmæssige indre værdi de seneste fem år. Kategoriseringen er givet fra afdelingens Central Investorinformation og kan ændre sig. Det skyldes, at historiske data ikke kan give et billede af afdelingens fremtidige risikoprofil.

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



Globale Aktier Etik

Status på kvartalet

Centralt for årets andet kvartal var de tiltag, som centralbanker og regeringer satte ind for at bekæmpe recessionen skabt af COVID-19-pandemien. De historiske finanspolitiske hjælpepakker og de massive pengepolitiske tiltag har skabt en optimisme og et likviditetsoverskud, som har løftet de fleste aktivpriser. De markante nedlukninger har fået de fleste selskaber til at nedjustere indtjeningsprognoseerne, men de fleste aktieinvestorer har ignoreret dette, og optimismen har været forankret omkring den gradvise åbning af samfundet og håbet om en snarlig vaccine. Risikoen for en anden bølge med stigende COVID-19-infektioner er dog stadig stor, og vi har fortsat fokus på at investere i virksomheder med stærk balance, høj forrentning af kapitalen og holdbare vækstudsigter.

Afdeling Globale Aktier Etik skabte i årets andet kvartal et afkast på 15,9 pct., hvilket var en anelse efter afdelingens benchmark, MSCI AC verdensindeks, der leverede et afkast på 16,3 pct. Blandt de største bidragsydere til porteføljens afkast i andet kvartal var Amazon.com, Home Depot, Keyence og ASML, der alle steg mere end 25 pct., mens de to asiatiske forsikringselskaber AIA og Ping An trak det relative afkast ned med et afkast tæt på nul procent. For halvåret er afdelingens afkast positivt med 1,5 pct., hvor verdensindekset er faldet med 6,5 pct.

Investeringsstrategi og omlægninger

Risikoen for en anden bølge med stigende COVID-19-infektioner er stadig stor, og vi har fortsat fokus på at investere i virksomheder med stærk balance, høj forrentning af kapitalen og holdbare vækstudsigter. Afdelingens etiske profil betyder, at vi ikke investerer i selskaber, der har en væsentlig del af deres salg inden for tobak, alkohol, hasardspil, pornografi, og våben samt teknologiske produkter, som specifikt anvendes til våben. Derudover investerer afdelingen heller ikke i selskaber relateret til fossile brændstoffer.

I andet kvartal reducerede vi investeringerne i Visa og AIA Group. Grundet COVID-19 og faldet i rejseaktiviteten vil Visa på kort sigt blive presset inden for de internationale betalingsaktiviteter. Omvendt øgede vi investeringen i indiske HDFC og halvlederproducenten TSMC. Vi valgte desuden at reducere i Ecolab og i stedet øge i Novo Nordisk. Selskabet har i foråret offentliggjort positive informationer om deres fedmeprodukter, hvorved Novo Nordisk muligvis har et produkt, der kan føre til et paradigmeskift inden for behandling af fedme.



Se porteføljen på cww.dk

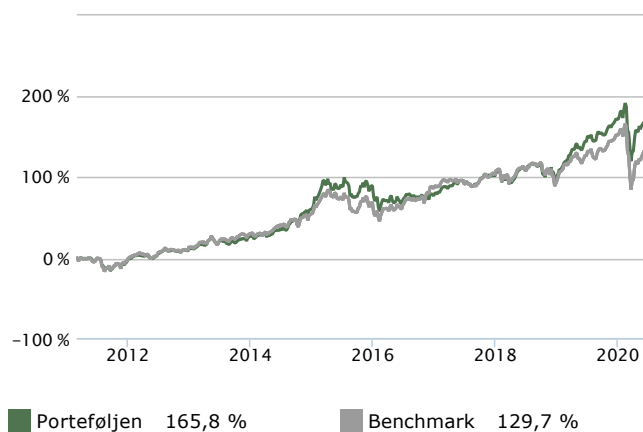
C WORLDWIDE GLOBALE AKTIER ETIK

PR. 30. JUNI 2020

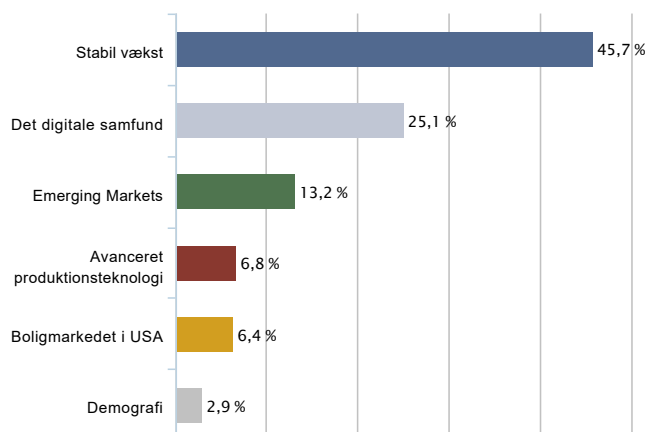
FAKTA

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

AFKASTUDVIKLING



TEMA



AFKAST & RISIKO

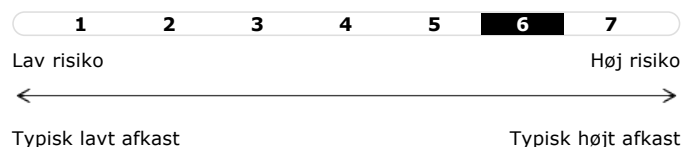
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	11,9	42,0	46,1	-	165,8	11,1
Benchmark (%)	3,4	21,7	35,5	-	129,7	9,3
Aktivt afkast (%)	8,5	20,3	10,5	-	36,1	1,7

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. p.a. porteføljen (%)	13,1	12,7	-	11,7
Std. afv. p.a. benchmark (%)	15,6	14,3	-	12,2
Beta	0,8	0,8	-	0,9

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
Visa	7,1 %
HDFC Bank	6,4 %
Amazon.com	5,8 %
The Home Depot	4,7 %
Thermo Fisher Scientific	4,6 %
Nestle	4,5 %
Alphabet	4,4 %
Microsoft	4,4 %
Keyence	4,2 %
Sony	4,1 %

RISIKO/AFKAST PROFIL



Indikatoren viser sammenhængen mellem risiko og afkast. Afdelingens placering er bestemt af udsvingene i afdelingens regnskabsmæssige indre værdi de seneste fem år. Kategoriseringen er givet fra afdelingens Central Investorinformation og kan ændre sig. Det skyldes, at historiske data ikke kan give et billede af afdelingens fremtidige risikoprofil.

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



Stabile Aktier

Status på kvartalet

Den globale økonomi og dermed aktiemarkedet har været præget af udviklingen i COVID-19-pandemien. I takt med at landene får mere kontrol over situationen, har vi set en gradvis lempelse af bevægelsesfriheden, hvilket vil øge den økonomiske aktivitet fra et historisk lavpunkt i andet kvartal. Aktiemarkedet har reageret meget positivt på forventningen om fremgang i økonomien, håbet om en snarlig vaccine og de meget lave renter. Afdeling Stabile Aktier genvandt en del i andet kvartal med et afkast på 13,7 pct., hvilket er 6,6 procentpoint bedre end benchmark, som steg 7,1 pct. For året har afdelingen oplevet et fald på 8,2 pct., hvilket er på niveau med benchmark, som faldt -8,1 pct. Der tegner sig en tydelig tendens af, at selskaber og forbrugere har øget forbruget af digitale løsninger i takt med, at hjemmearbejde er blevet mere udbredt. Det har givet store stigninger i udvalgte områder inden for IT, og f.eks. er Microsoft blandt første halvårs højdespringere med en stigning på knap 30 pct. Et andet område, hvor vi ser fremgang, er inden for rengøringsartikler til hjemmet samt kaffemaskiner og -kapsler til dem, der arbejder hjemme, og her har vi øget vores investeringer.

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 forudsigelig og stabil indtjeningsvækst. Vi stræber efter at finde forskelligartede investeringer for at gøre porteføljen robust over for markedsudsving, men stadigvæk få gavn af den globale økonomiske vækst. Det er baggrunden for, at porteføljen må forventes at have mindre kursudsving end det globale aktiemarked generelt. Vi har f.eks. investeret i Procter & Gamble (P&G), der laver husholdningsprodukter (bl.a. Ariel og Mr. Clean) og produkter til personlig pleje (bl.a. Always, Gillette og Oral-B). P&G har de seneste par år med stor succes restruktureret produktudbuddet og oplever nu en solid salg fremgang, som de har fastholdt under COVID-19. Derudover udbetaler P&G 2,5 pct. i udbytte og har en stærk balance, som gør dem i stand til at lave opkøb, hvis den rette mulighed viser sig. En konsekvens af COVID-19 har været, at flere erhvervsvirksomheder har haft deres butikker lukket, hvilket har givet store udfordringer ift. at betale husleje. Vi solgte i den forbindelse **STORE Capital**, der har en bred vifte af erhvervslejemål, hvor lejerne under en "normal økonomisk krise" ville kunne betale huslejen, men den omfattende nedlukning forøgede usikkerheden omkring indtjeningen. Det betød store kursfald og forøget kursudsving i aktien, og dermed levede aktien ikke længere op til vores kriterier.



Se porteføljen på cww.dk

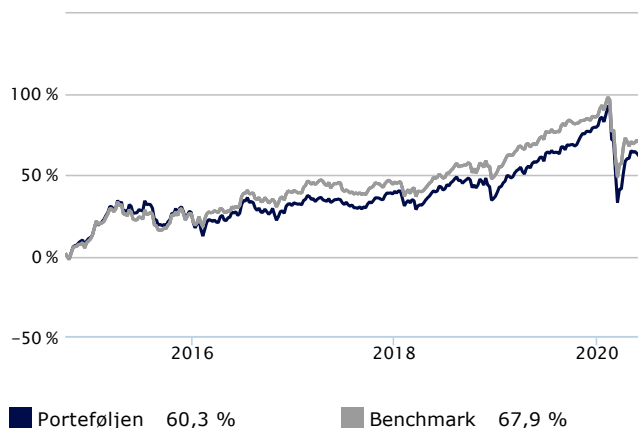
C WORLDWIDE STABILE AKTIER

PR. 30. JUNI 2020

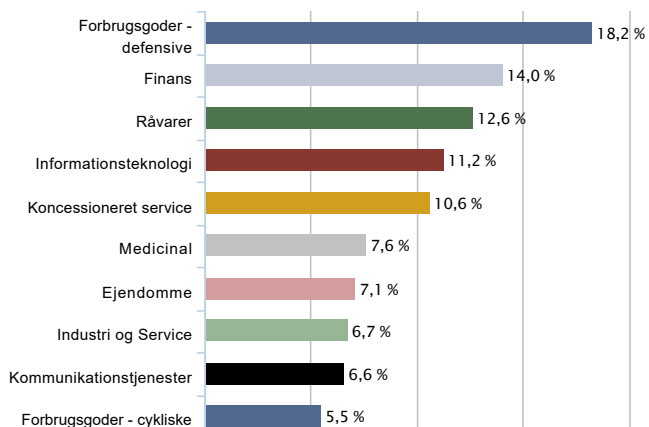
FAKTA

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

AFKASTUDVIKLING



SEKTOR



AFKAST & RISIKO

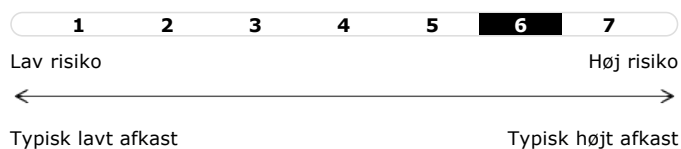
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	3,1	22,9	28,9	-	60,3	8,6
Benchmark (%)	-1,3	20,4	38,6	-	67,9	9,4
Aktivt afkast (%)	4,4	2,5	-9,7	-	-7,6	-0,9

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. p.a. porteføljen (%)	15,6	13,8	-	13,5
Std. afv. p.a. benchmark (%)	11,5	10,8	-	11,0
Beta	1,3	1,2	-	1,1

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
Atlantica Sustainable Infrastructure	6,0 %
Intercontinental Exchange	4,9 %
Agnico Eagle Mines	4,7 %
Grand City Properties	4,4 %
Procter & Gamble	4,4 %
Newmont Corp	4,2 %
Wheaton Precious Metals	3,8 %
Progressive Corp	3,4 %
Amdocs	3,2 %
Guangdong Investment	3,0 %

RISIKO/AFKAST PROFIL



Indikatoren viser sammenhængen mellem risiko og afkast. Afdelingens placering er bestemt af udsvingene i afdelingens regnskabsmæssige indre værdi de seneste fem år. Kategoriseringen er givet fra afdelingens Central Investorinformation og kan ændre sig. Det skyldes, at historiske data ikke kan give et billede af afdelingens fremtidige risikoprofil.

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



Danmark

Under afvikling via fusion

Som vedtaget på den ekstraordinære generalforsamling den 24. juni 2020 vil afdeling Danmark fusionere med afdeling Globale Aktier KL. Den sidste handelsdag forventes at blive den 18. august 2020, hvorefter andele vil blive ombyttet til andele i afdeling Globale Aktier KL. Ombytningen sker som en skattepligtig fusion, og der vil ske en slutudlodning, som estimeres til omkring 35-40 pct. af formuen. Du kan læse mere om fusionen på cww.dk

Investeringsstrategi og porteføljeændringer

Afdeling Danmark steg i andet kvartal 18,5 pct., hvilket var lidt under det danske aktiemarked, som steg 20,0 pct. De største positive bidragsydere var vores overvægt i FLSmidth, Netcompany og Chr. Hansen samt vores undervægt i Coloplast. Overvægten i ISS og undervægten i Pandora trak ned i den relative performance. For først halvår har afdelingens afkast været 1,2 pct., mens markedet er steget 4,6 pct. Kvartalet startede godt med en stigning på ca. 10 pct. i april drevet af de massive finans- og pengepolitiske hjælpepakker samt, at nye tilfælde af COVID-19 synes at have toppet i Europa og håb om snarlige behandlingsmetoder. Gilead Sciences offentliggjorde f.eks., at deres produkt Remdesivir har en positiv effekt på antal sygedage og antal døde. De fleste lande begyndte en genåbning dog i forskellige tempi. I Europa startede desuden diskussionen blandt EU-medlemmerne om de gigantiske hjælpepakker til de hårdest ramte lande i EU. I juni begyndte antallet af COVID-19-tilfælde igen at stige i bl.a. USA, Kina og Indien, mens de økonomiske nøgletal omvendt viste positive takter med bedre økonomiske nøgletal fra Kina og bl.a. vækst i boligsalget i USA. De danske selskaber kom med regnskaber for første kvartal, og modsat selskabernes forventninger til 2020 udtrykt i årsrapporteringen, som var ganske positive, er det klart, at COVID-19 påvirker selskabernes forventninger negativt. En typisk meddelelse for første kvartal havde følgende budskab: "Første kvartal 2020 var godt, april var dårlig, og resten af året er umuligt at forudsige". April blev derfor en måned, hvor mange selskaber opgav prognoserne for 2020, hvilket medførte talrige diskussioner om, hvorvidt 2021 bliver bedre eller dårligere end 2019 startede.

Investeringsstrategi og porteføljeændringer

I andet kvartal har vi benyttet det positive marked og deraf gode likviditet til at sælge ud af et par mindre aktier som **North Media** og **TCM Group**. Øvrige transaktioner i løbet af kvartalet var primært relateret til generel fremskaffelse af likviditet ved udtræk.



Se porteføljen på cww.dk

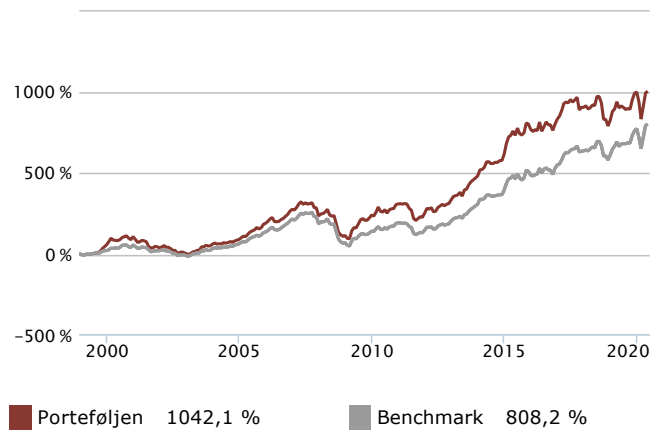
C WORLDWIDE DANMARK

PR. 30. JUNI 2020

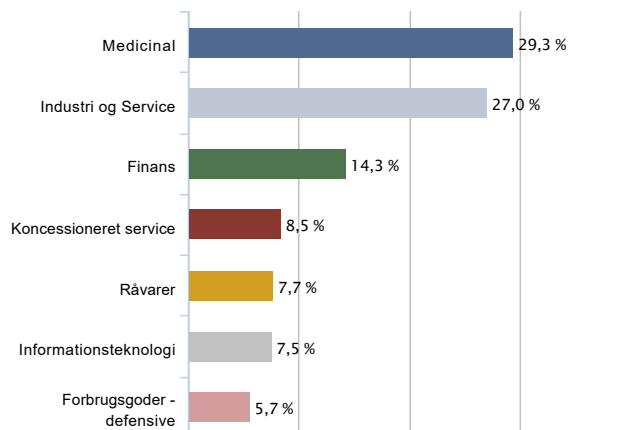
FAKTA

Afdeling	C WorldWide Danmark KL
Fondskode	DK0010249655
Afdelingens start	23. december 1998
Risikomærkning	Gul
Lagerbeskattes frie midler	Nej
Benchmark	OMX Copenhagen Cap Indeks
Emissionstillæg	0,24 %
Indløsningsfradrag	0,24 %
Løbende omkostninger	1,54 %
ÅOP	1,76 %
Indirekte handelsomkostninger	0,004 %
Forvalterteam	Peter Holt

AFKASTUDVIKLING



SEKTOR



AFKAST & RISIKO

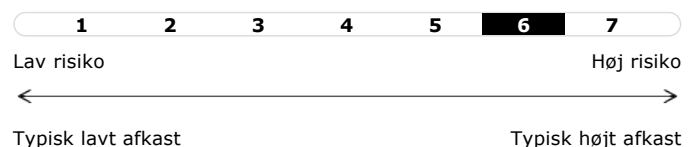
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	9,0	7,0	32,8	207,4	1.042,1	12,0
Benchmark (%)	15,6	24,2	59,9	258,1	808,2	10,8
Aktivt afkast (%)	-6,6	-17,2	-27,1	-50,7	233,9	1,2

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. p.a. porteføljen (%)	15,0	13,8	14,0	18,5
Std. afv. p.a. benchmark (%)	13,8	13,2	13,3	16,7
Beta	1,1	1,0	1,0	1,1

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
Novo Nordisk	8,9 %
Ørsted	8,5 %
DSV Panalpina	8,2 %
Coloplast	6,7 %
Genmab	5,1 %
Chr. Hansen Holding	4,8 %
A.P. Møller-Mærsk	4,7 %
Netcompany	4,5 %
Vestas Wind Systems	4,4 %
Demant	4,4 %

RISIKO/AFKAST PROFIL



Indikatoren viser sammenhængen mellem risiko og afkast. Afdelingens placering er bestemt af udsvingene i afdelingens regnskabsmæssige indre værdi de seneste fem år. Kategoriseringen er givet fra afdelingens Central Investorinformation og kan ændre sig. Det skyldes, at historiske data ikke kan give et billede af afdelingens fremtidige risikoprofil.

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



Asien

Status på kvartalet

De asiatiske aktiemarkeder skabte det bedste kvartalsafkast siden 2009 drevet af et opsving i Kina efter nedlukningen forårsaget af COVID-19-pandemien samt de historiske finanspolitiske hjælpepakker og monetære lempelser verden over. Når det er sagt, er pandemien fortsat en risiko, da antallet af sygdomstilfælde stadig stiger i nogle lande i Asien f.eks. Indien og Filippinerne, og nogle områder i Kina oplever en genopblussen. Spændinger i forholdet mellem USA og Kina præger fortsat regionen særligt i takt med, at USA optrapper konflikten. Kinas beslutning om at vedtage en ny national sikkerhedslov i Hongkong har samtidigt været et yderligere tvist til eskalering. Der er to langsigtede konsekvenser heraf. For det første vil Kina ikke på langt sigt basere deres vækstplaner på afhængighed af amerikansk teknologi, selvom USA skulle mildne sin attitude, hvorfor Kinas uafhængighedsstrategi og opbygning af egen IT-know how og produktionskapacitet fortsætter. For det andet vil udviklingen i de kommende år skabe vindere og tabere blandt selskaber i begge lande (samt i øvrige lande), og den tidligere globalisering af teknologi vil gå mod regionale ledere drevet af de to konkurrerende lande. Den seneste udvikling i Hongkong er ikke nødvendigvis afslutningen på "et land, to systemer"-politikken, som mange observatører giver udtryk for. Siden tilbagevenden til kinesisk suverænitet i 1997 har Hongkong – som en del af sin grundlov (mini-forfatning) – skullet gennemføre sikkerhedsloven, så fra Kinas perspektiv er beslutningen om at implementere loven nu legitim. Vi tror også, at Beijing vil være forsigtig med ikke at overspille dets indflydelse og ødelægge Hongkongs status som regionens finansielle centrum og foretrukne destination for mange internationale selskaber. Afdelingen skabte i andet kvartal et afkast på 16,4 pct., mens benchmark MSCI AC Asia ex Japan steg 13,9 pct. De største positive bidragsydere til det relative afkast var Sea Ltd., Hua Hong Semiconductor og LG Chem, mens det største negative bidrag kom fra Anhui Conch Cement, China Overseas Land & Invest og China Merchant Bank.

Investeringsstrategi og porteføljeændringer

Investeringsstrategien er uændret med fortsat fokus på væksten i det indenlandske forbrug i Asien. Vi foretog dog flere porteføljeændringer i kvartalet for at drage fordel af de muligheder, der opstod under markedsuroen, særligt med fokus på selskaber, der strukturelt drager fordel af effekterne af COVID-19. Vores seneste investeringer er bl.a. **Sany Heavy Industry, Li Ning, TAL Education, New Oriental Education, Top Glove, Meituan Dianping, Hong Kong Exchanges & Clearing** og **Hangzhou Tigermed Consulting**.



Se porteføljen på cww.dk

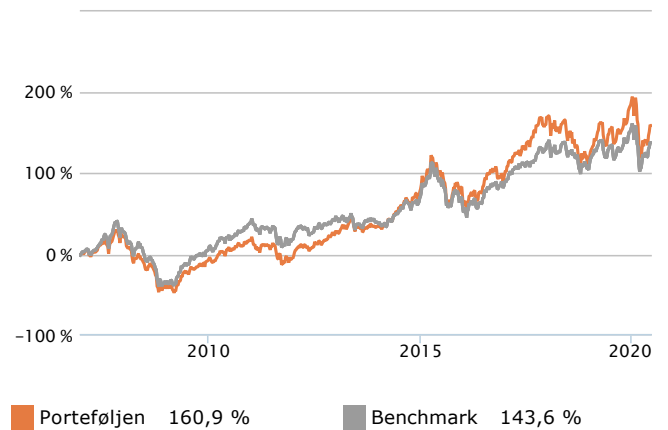
C WORLDWIDE ASIEN

PR. 30. JUNI 2020

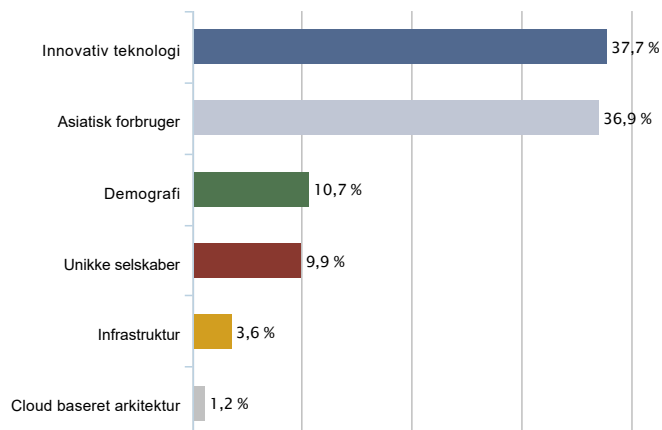
FAKTA

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

AFKASTUDVIKLING



TEMA



AFKAST & RISIKO

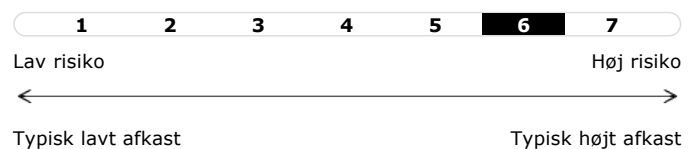
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	3,7	11,9	28,3	140,3	160,9	7,3
Benchmark (%)	3,0	13,2	23,0	93,8	143,6	6,8
Aktivt afkast (%)	0,8	-1,4	5,4	46,4	17,3	0,5

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. p.a. porteføljen (%)	20,0	19,0	17,1	19,6
Std. afv. p.a. benchmark (%)	16,0	15,5	14,4	18,1
Beta	1,2	1,2	1,1	1,0

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
Tencent Holdings	9,1 %
Alibaba Group	8,4 %
TSMC	7,9 %
Samsung Electronics	7,3 %
AIA Group	3,2 %
Sunny Optical Tech	3,2 %
Sea	3,1 %
Sunac China Holdings	2,9 %
China Overseas Land & Investment	2,6 %
Ping An Insurance	2,3 %

RISIKO/AFKAST PROFIL



Indikatoren viser sammenhængen mellem risiko og afkast. Afdelingens placering er bestemt af udsvingene i afdelingens regnskabsmæssige indre værdi de seneste fem år. Kategoriseringen er givet fra afdelingens Central Investorinformation og kan ændre sig. Det skyldes, at historiske data ikke kan give et billede af afdelingens fremtidige risikoprofil.

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



Emerging Markets

Status på kvartalet

Efter de markante kursfald i første kvartal havde EM-aktiemarkedene stærk fremgang i andet kvartal drevet af genåbning af økonomier, lempelig penge- og finanspolitik og begyndende håb om behandlingsmetoder for COVID-19. Dette mere end opvejede de stigende spændinger mellem USA og Kina, som er forværrede hurtigere end ventet. F.eks. præsenterede det amerikanske handelsministerium en regel, hvor alle halvlederproducenter verden over, der producerer halvledere til Huawei, skal have en eksportlicens, hvis disse chips er designet ved hjælp af amerikansk software. På den finansielle front forbød Trump-administrationen pensionsprodukter for føderale ansatte i USA, hvori kinesiske aktier indgår. I sig selv er dette ikke i en størrelsesorden, som har betydelig negativ effekt på kinesiske aktier, men det er endnu et eksempel på, at fronterne bliver trukket op. Selvom vi forventer øgede spændinger i de kommende måneder, er vi fortsat positivt indstillede overfor de selskaber, der drager fordel af lokaliseringstrenden på tværs af forskellige sektorer, og som drager nytte af bevægelsen op ad i værdikæden i Kina. I kvartalet leverede afdelingen et afkast på 20,3 pct., hvilket var et betydeligt merafkast på 5,1 pct.-point ift. benchmark, som leverede 15,2 pct. De mest positive bidrag kom fra vores e-handelsselskaber, som f.eks. Sea Ltd, MELI, og B2W. De mest negative bidrag kom fra vores kinesiske ejendomsaktier, Longfor og Sunac. I indeværende år har afdelingens afkast været -6,2 pct., mens benchmark er faldet 10,1 pct.

Investeringsstrategi og porteføljeændringer

I løbet af kvartalet købte vi bl.a. **Universal Vision Biotech (UVB)** og **AK Medical** – to selskaber, der drager nytte af den aldrende befolkning i hhv. Taiwan og Kina. Med sine optometriydelser er UVB ydermere eksponeret mod befolkningens gradvist forringede syn som følge af øget brug af teknologiske apparater. I en verden, hvor data bliver stadig mere værdifuldt, er vores nye investering, **NICE Information Services (NIS)** – det førende kreditbureau i Sydkorea – særligt interessant. NIS har samlet kreditrelaterede data igennem de sidste tre årtier, og en nylig koreansk lov giver kreditbureauer mulighed for at udnytte og tjene penge på deres data. I kvartalet købte vi derudover **TAL Education**, **Jiangsu Hengli**, **HDFC Ltd.**, **Wheaton Precious Metals**, **Realtek**, og **XP**. For at finansiere købene solgte vi **Itaú Unibanco**, **MRV** og **TOTVS** (pga. betydelig usikkerhed omkring den makroøkonomiske situation i Brasilien), **Kajaria**, **IndusInd Bank** (for at gøre plads til HDFC), **GlobalWafers** (pga. ordrenedgang og pres på langsigtede aftaler) og **AIA Group** (pga. konkurrence og fortsat lave renter).



Se porteføljen på cww.dk

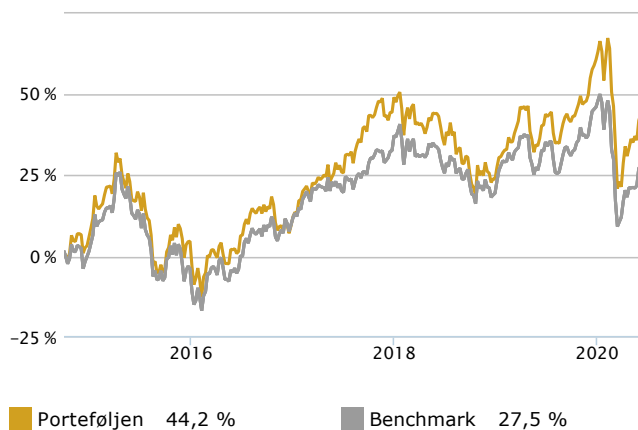
C WORLDWIDE EMERGING MARKETS

PR. 30. JUNI 2020

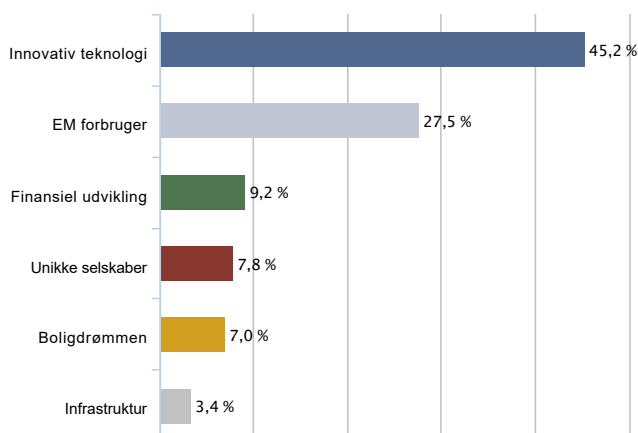
FAKTA

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

AFKASTUDVIKLING



TEMA



AFKAST & RISIKO

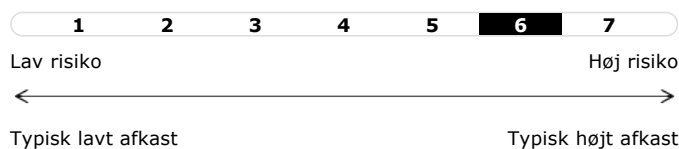
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	5,4	17,4	25,0	-	44,2	6,6
Benchmark (%)	-2,2	7,7	14,1	-	27,5	4,3
Aktivt afkast (%)	7,5	9,7	10,9	-	16,7	2,3

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. p.a. porteføljen (%)	18,6	17,8	-	17,1
Std. afv. p.a. benchmark (%)	16,6	15,9	-	15,4
Beta	1,1	1,1	-	1,1

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
Tencent Holdings	8,7 %
Alibaba Group	8,7 %
Samsung Electronics	7,0 %
TSMC - ADR	6,6 %
HDFC Bank	2,8 %
Meituan Dianping	2,8 %
Sunny Optical Tech	2,1 %
Ping An Insurance	2,0 %
Sberbank - Pref	2,0 %
Sea	2,0 %

RISIKO/AFKAST PROFIL



Indikatoren viser sammenhængen mellem risiko og afkast. Afdelingens placering er bestemt af udsvingene i afdelingens regnskabsmæssige indre værdi de seneste fem år. Kategoriseringen er givet fra afdelingens Central Investorinformation og kan ændre sig. Det skyldes, at historiske data ikke kan give et billede af afdelingens fremtidige risikoprofil.

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

Én grundfilosofi – syv afdelinger

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

De fire globale afdelinger kan generelt bruges som fundamentet i opbygningen af din aktieportefølje. Vores øvrige afdelinger har alle fokus på særlige regioner eller lande. Risikoen er typisk lidt højere, men omvendt er potentialet også større. Modellen til højre viser, hvordan vores afdelinger kan bruges i en typisk portefølje.

Afdeling **Globale Aktier KL** investerer globalt uden lande- eller sektorbegrænsninger. Her får du bedst udbytte af vores erfaring, fordi vi har størst mulig fleksibilitet til at sætte investeringerne optimalt sammen. Du kan investere i Globale Aktier KL via en udbyttebetalende eller en akkumulerende afdeling.

Afdeling **Globale Aktier Etik KL** sætter etik og samfundsansvar højt. Investeringsprincipperne matcher afdeling Globale Aktier KL. Inden der investeres i et nyt selskab, screenes selskabet af en ekstern konsulent, som sikrer, at selskaberne i porteføljen ikke har en betydelig del af deres aktiviteter inden for produktion, distribution eller salg af alkohol, tobak, pornografi, hasardspil, våben eller fossile brændstoffer.

Afdeling **Stabile Aktier KL** har en målsætning om at skabe et afkast, som er mere stabilt end globale aktier i almindelighed. De stabile selskaber har en holdbar forretningsmodel – typisk med en høj egenkapitalforretning. Derfor leverer denne type aktier ofte en attraktiv kombination af gode afkast og lave kursudsving. Afdeling Stabile Aktier KL kan være noget for dig, hvis du ønsker eksponering til aktiemarkedet med en lavere risiko.

Afdeling **Asien KL** investerer i den asiatiske del af emerging markets. En investering i afdeling Asien KL giver din opsparing et solidt fodfæste i verdens stærkeste vækstområder. Kina fører an i regionen, og de gode vækstmuligheder skal især findes blandt Asiens mindre og mellemstore virksomheder. Ved at vælge afdeling Asien KL får du fordelene af vores forvalteres store erfaring i at finde de rigtige aktier i netop denne region.

C WorldWides kerne- og vækstafdelinger



Emerging markets-landene er karakteriseret ved høje vækstrater drevet af en ung og voksende befolkning, som aspirerer efter den vestlige levestandard. Det er denne udvikling, som du får del i ved at investere i afdeling **Emerging Markets KL**. Afdelingen kan være et godt supplement til vores globale afdelinger, hvis du kan leve med en lidt højere risikoprofil.

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

Investeringsforeningen C WorldWide

Bemærkninger til afkast

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

Risikomærkning af investeringsprodukter

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

Andre praktiske oplysninger

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

Redaktionen er afsluttet den 15. juli 2020. Kvartalsorienteringen for 2. kvartal 2020 er tilgængelig på foreningens hjemmeside samme dag. Vi tager forbehold for trykfejl.

C WorldWide er en investeringsforening, som står for langsigtede og modstandsdygtige investeringer. Vores ambition er at skabe afkast, som ligger væsentligt over gennemsnittet på den lange bane.

Den ambition har fulgt os siden 1990, hvor foreningen blev stiftet.

Vi tror på, at vi kan skabe stærke resultater ved at identificere de bedste langsigtede aktier blandt verdens mange børsnoterede virksomheder. Denne søgen har været vores passion i næsten 30 år.

Vores investeringsfilosofi er enkel – vi har fokus på få aktier og få afdelinger. Dette fokus giver overblik og betyder, at hver enkelt aktie har afgørende betydning for porteføljernes udvikling. Den enkelthed motiverer os til at bruge al energi på at sikre, at de få udvalgte aktier i porteføljerne til enhver tid hører til blandt verdens bedste.

C WorldWide har et af de mest stabile og erfarne forvalterteams i verden, og kernen i teamet er næsten uændret siden 1990. Derfor er det de samme mennesker, som siden starten har holdt fast i vores langsigtede værdier: **Fokus, Stabilitet og Passion.**

Alle C WorldWides afdelinger bygger på de samme grundlæggende principper. Vi tror på aktiv porteføljevaltning, hvor vi håndplukker aktier for at skabe holdbare investeringsresultater. Vores holdning er helt enkelt, at nogle selskaber har en bedre forretningsmodel end andre, og vores kerneydelse er at udpege disse selskaber. Vores afdelinger må derfor forventes at have en afkastudvikling, som bliver ganske forskellig fra markedsudviklingen – naturligvis med det sigte at skabe en højere værditilvækst på langt sigt.

Fra tanke til handling

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

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

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

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

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

Denne kvartalsorientering er udarbejdet af Investeringsforeningen C WorldWide (CWW). Den er alene ment som generel information og udgør ikke et tilbud eller en opfordring til at gøre tilbud, ligesom den ikke skal betragtes som investeringsrådgivning eller som investeringsanalyse. Den er således ikke udarbejdet i henhold til de regler, der er fastsat for at fremme investeringsanalysers uafhængighed, og den er ikke genstand for noget forbud mod at handle forud for udbredelsen af investeringsanalyse.

Kvartalsorienteringen er udarbejdet på baggrund af kilder, som CWW anser for pålidelige, og CWW har taget alle rimelige forholdsregler for at sikre, at informationen er så korrekt som muligt. CWW kan dog ikke garantere informationens korrekthed og påtager sig ikke noget ansvar for fejl eller udeladelser. Meninger og holdninger er alene aktuelle pr. publikationsdatoen.

Artikler i kvartalsorienteringen må ikke gengives eller videredistribueres helt eller delvist uden CWWs forudgående skriftlige samtykke. Historiske afkast er ikke en garanti for fremtidige afkast. Prospekt og dokument med central investorinformation er tilgængelig på cww.dk.

INVESTERINGSFORENINGEN C WORLDWIDE

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