

CLOUD COMPUTING - EN STRATEGISK NØDVENDIGHED

SUCCESS MED INVESTERING
I EMERGING MARKETS

BRASILIENS PENSIONSREFORM

AKTIEUDSIGTER -
PÅ KANTEN AF 2020'ERNE

KVARTALS-
ORIENTERING
NR 4 | 2019





C
WORLDWIDE
INVESTERINGSFORENINGEN



C WORLDWIDE INVESTORKONFERENCE 2020

AKTIER - DEN BEDSTE INVESTERING
DE NÆSTE TI ÅR?

TILMELD DIG PÅ:
CWW.DK/TILMELD



Indholdsfortegnelse

04	Leder
06	Cloud computing – en strategisk nødvendighed
12	Succes med investering i emerging markets
15	Brasiliens pensionsreform – fundamentet for fremtidig vækst
18	Aktieudsigter – på kanten af 2020'erne
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

Stærk afslutning på et positivt aktieår

2019 var præget af bekymring om aftagende økonomisk vækst, handelskrigen mellem Kina og USA og de afledte effekter på særligt de asiatiske selskaber samt usikkerheden om Brexit. På trods af disse usikkerhedsfaktorer oplevede vi det stærkeste aktiemarked i 15 år. En væsentlig årsag var, at de globale centralbanker i starten af året – oven på økonomisk afmatning og uroen på aktiemarkederne i slutningen af 2018 – satte de pengepolitiske stramninger på hold. Dette medførte et kraftigt fald i de lange obligationsrenter, hvor en stor del af obligationsmarkedet i princippet blev uinteressant for langsigtede investorer, da renterne gik under nul. Investorerne søgte derfor bl.a. mod aktiemarkederne og var, sammen med en mindre vækst i virksomhedernes indtjening, drivkraften bag stigningerne. I artiklen om aktieudsigterne (side 18) giver vi vores bud på udsigterne i 2020'erne. Meget tyder på, at de lange renter vil forblive lave i en rum tid, og at dette vil fortsætte som en positiv drivkraft for aktier i takt med, at investorer allokerer fra obligationer og kontanter til aktier.

2019 blev generelt et godt år for vores afdelinger, hvor samtlige afdelinger skabte over 20 pct. i afkast, og seks ud af syv afdelinger skabte højere afkast end markedet.

Vores aktive investeringstilgang blev belønnet, og vi så, at de lave renter løftede værdiansættelsen af langtidsholdbare vækstselskaber med tematisk medvind. Afdeling Asien skabte det højeste merafkast på 9 procentpoint særligt drevet af store gevinster på afdelingens teknologiinvesteringer.

Du kan læse mere om udsigterne og strategien i de enkelte afdelinger i kvartalsorienteringen.

Fokus på cloud computing og emerging markets

I denne kvartalsorientering følger vi op på en af de vigtigste teknologitrends, hvor cloud-baseret infrastruktur nu er blevet en strategisk prioritet for de fleste selskaber. Dette ændrer vækstmønsteret inden for teknologisektoren, og vi prøver at pege på nogle af vinderne inden for cloud-teknologierne. I to andre artikler sætter vi fokus på emerging markets, hvor vi fortsat ser positive perspektiver, selvom emerging markets aktierne blev holdt lidt tilbage af handelskrigen i 2019. Vi sætter særligt fokus på Brasilien, hvor den nyvalgte præsident Bolsonaro har iværksat en vigtig reformproces, der giver håb om en mere positiv udvikling de kommende år.



Udbytter udbetales i slutningen af januar

Årets udbytter vil igen i år blive udbetalt i slutningen januar, og i lyset af årets pæne kursgevinster udlodder de fleste afdelinger relativt store udbytter, hvor afdeling Globale Aktier KL A eksempelvis udbetaler kr. 61,40 pr. andel. Udbytterne vil fragå kursen 28. januar og bliver indsat på afkastkontoen 30. januar. Du kan læse mere om de konkrete udlodninger på cww.dk.

Investorkonference i marts

Årets investorkonference er i år programsat til 10. marts i Aarhus og 12. marts i København, hvor vi kigger på udsigterne for det kommende årti. Teknologitrend aktier har været blandt de største vindere, og temaspécialist Morten Springborg vil med udgangspunkt i tre vigtige teknologitrends forklare, hvorfor vi fortsat ser teknologiinvesteringer som attraktive. Gennem aktieinvesteringer kan vi påvirke selskaber til at sikre en mere bæredygtig udvikling. Derfor har vi inviteret vores samarbejdspartner Sustainalytics til – på basis af konkrete eksempler – at fortælle, hvordan vi gennem aktivt ejerskab påvirker selskaberne. Afslutningsvis vil Bo Knudsen forklare, hvorfor vi fortsat ser aktier som en

af de mest interessante aktivklasser de kommende ti år, og hvor vi ser de gode muligheder.

Tilmeld dig på cww.dk/tilmeld. Da vi forventer fulde huse, opfordrer vi til hurtig tilmelding. Vi ser frem til at mødes på dette års investorkonference!

Bo Knudsen Tim Kristiansen

Resultat 4. kvartal 2019

Afdeling	Afkast Benchmark		Afkast Benchmark	
	4. kvrt.	4. kvrt.	2019	2019
Globale Aktier KL	6,0%	5,9%	31,7%	29,1%
Globale Aktier Akk. KL	5,3%	5,9%	31,8%	29,1%
Globale Aktier Etik KL	5,3%	5,9%	34,9%	29,1%
Stabile Aktier KL	5,2%	0,1%	30,7%	23,4%
Danmark KL	9,5%	9,5%	22,6%	26,7%
Asien KL	11,4%	8,7%	29,4%	20,5%
Emerging Markets KL	10,9%	8,7%	26,5%	20,8%



Cloud computing – en strategisk nødvendighed

Af Morten Springborg,

Temaspecialist, C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S.



Vigtigste budskaber

- Cloud-baseret infrastruktur er en vigtig og strategisk prioritet for de fleste selskaber. Overgangen til en cloud-baseret struktur ændrer forretningsmodeller og påvirker indtjeningsudsigterne for alle IT-virksomheder.
- Vinderne bliver sandsynligvis etablerede udbydere af hypercloud-infrastruktur og af software-applikationer med de rigtige cloud-baserede strategier (SaaS). De fleste software-kategorier er domineret af få aktører med en lang gruppe af mindre leverandører. Denne fragmentering giver de største SaaS-leverandører gode muligheder for at øge deres markedsandele, fordi nogle af leverandørerne af on-premise løsninger (løsninger på kundernes egne servere) ikke vil formå at lancere konkurrencedygtige SaaS-løsninger.
- Omstillingen til cloud-baserede tjenester lægger pres på leverandørerne af hardware og infrastruktursoftware (der ikke udbyder cloud-baseret infrastruktur) og udvalgte udbydere af IT-ydelser.

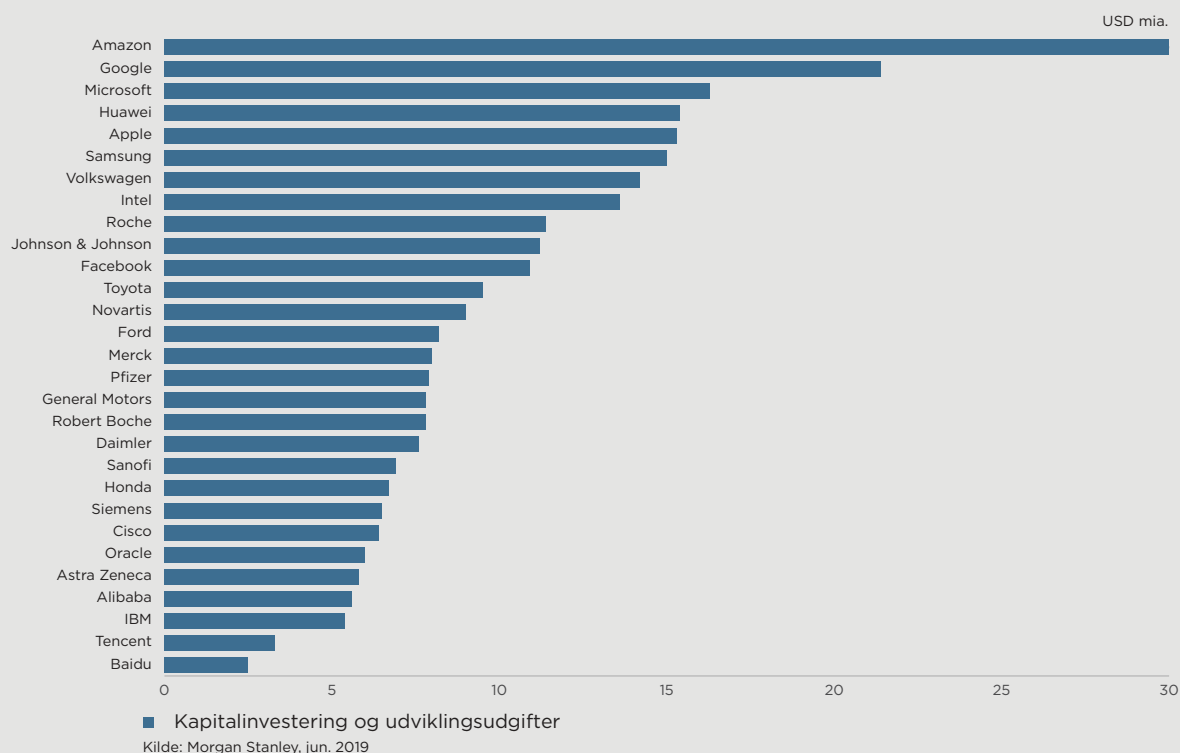
Vi offentliggjorde i 2016 et Perspektiv om cloud computing. Vi vurderede dengang, at cloud computing var på vej ind i en æra, der kunne sammenlignes med indførelsen af kraftværkerne for omtrent et århundrede siden. Som det var tilfældet med kraftværkerne, kommer verden til at opleve store forandringer med indførelsen af cloud computing. Det får en markant betydning, når selskaber oplever lavere adgangsbarrierer, når de bedste teknologier på markedet bliver tilgængelige for alle, og der sættes fart på innovation og iværksætteri med forbedret produktivitet til følge.

I denne opfølgning drøfter vi den seneste udvikling og giver et bud på, hvordan IoT (the Internet of Things eller tingenes internet), AI (Artificial Intelligence eller kunstig intelligens) og 5G (næste generation af det nuværende mobile 4G-netværk med lynhurtige datahastigheder) kommer til at udvikle sig i symbiose med cloud computing. Vi vurderer samtidigt cloud computing som udgangspunkt for den digitale omstilling i selskaberne i takt med, at vi træder ind i den 2. maskinalder. Overgangen til en cloud-baseret infrastruktur er i stigende grad en vigtig og strategisk prioritet for de fleste selskaber. Dette bliver en gennemgribende forandring over de næste mange år.

Begyndelsen på den 2. maskinalder fører til nye investeringer

En central tese bag den såkaldte 2. maskinalder er, at den globale produktivitet – med afsæt i nye digitale teknologier – tager et kvantespring, der kan sammenlignes med eller endda overgår den industrielle revolution (den 1. maskinalder). Den 2. maskinalder handler

Figur 1: Investering og udviklingsudgifter



om automatisering af vidensarbejde på baggrund af udbredelsen af prædiktive reeltidsanalyser af data indsamlet gennem IoT, hvor det skønnes, at ca. 40 mia. enheder vil være forbundet til internettet i 2025 (kilde IDC).

Vi er trådt ind i en ny tid med aftagende globalisering og stigende usikkerhed om den fremtidige vækst, samtidigt med at rivaliseringen mellem verdens stormagter intensiveres. Dette giver usikkerhed om den fremtidige

investeringsvækst, da selskaber, i en situation med stor usikkerhed, antages at skære ned på deres investeringer. Vi har et anderledes syn på fremtiden – men accepterer, at mere traditionelle anlægsinvesteringer har det svært i disse år. Faktum er, at mange af de største selskaber i dag investerer mere end nogensinde, se figur 1 ovenfor. Amazon har f.eks. tredoblet sine investeringer fra knap USD 10 mia. i 2014 til USD 30 mia. i 2018.

Vi vurderer, at udviklingen af teknologier til den 2. maskinalder som f.eks. robotteknologi, industriel software, kunstig intelligens, avanceret kommunikation, nye mobilitetstjenester, IoT-hardware, halvledere og digitalisering af produktionskæden endnu er i sin begyndelse. Der vil være mange vindere og tabere i denne omstilling, og det tyder på, at udbydere af den underliggende infrastruktur (hypercloud-selskaberne) er sikre vindere, når man ser på, hvem der kommer igennem omstillingen med størst forretningsmæssig succes.



Overgangen til en cloud-baseret infrastruktur er i stigende grad en vigtig og strategisk prioritet for de fleste selskaber. Dette bliver en gennemgribende forandring over de næste mange år.

Segmenter indenfor cloud computing

Der findes mange forskellige lag inden for udbuddet af cloud computing-tjenester. Efter vores opfattelse har de mere basale niveauer af infrastruktur og Platform as a Service (IaaS og PaaS) nu nået et udviklingsstadium, hvor det er muligt at identificere vinderne på langt sigt. Det modsatte gør sig gældende blandt udbydere af cloud-baserede software-applikationer (Software as a Service eller SaaS), hvor markedet stadig er meget fragmenteret.



Infrastrukturdelen ventes at opleve den hurtigste vækst med ca. 30 pct. årligt drevet af vækst i de såkaldte public cloud-tjenester (cloud-baserede tjenester udbudt til offentligheden)

Markedet for grundlæggende cloud-baseret infrastruktur (hypercloud)

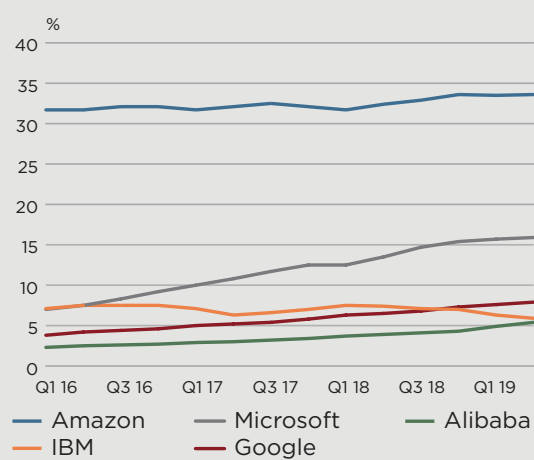
Det globale marked for såkaldte public cloud-tjenester (cloud-baserede tjenester udbudt til offentligheden) steg i 2018 med 27 pct. til USD 180 mia. i forhold til året før. IDC forventer, at disse fortsat stiger støt med en årlig vækst på ca. 20 pct. til USD 375 mia. frem mod 2022. Infrastrukturdelen ventes at opleve den hurtigste vækst med ca. 30 pct. årligt.

I USA har selskaberne været hurtigere til at tage cloud computing til sig end resten af verden, og Europa og Kina er langt bagud. Vi forventer dog, at Kina vil opnå den hurtigste vækst og få en større andel af markedet, særligt i takt med at 5G-netværkene rulles ud, og de kinesiske virksomheder mere aggressivt begynder at udnytte potentialet i deres egne førende tjenester – f.eks. Alibaba Cloud, Tencent Cloud og Baidu Cloud. På nuværende tidspunkt er der to udbydere, der dominerer markedet, nemlig Microsoft og AWS. Disse to er pænt foran Google og den anden førende kinesiske aktør, Alibaba.

Det er vores vurdering, at hypercloud computing er en “winnertakes-most”-branche, hvor kunderne typisk har en hovedleverandør og måske en backup-leverandør. IT-afdelingerne vil foretage en afvejning af deres afhængighed af nogle få udbydere ift. kompleksitet og sikkerhed, hvilket vil nedbringe antallet af leverandører. Herudover vil kun få af de største og mest kapitalstærke selskaber i verden have tilstrækkelig kapital til at drive en global datacenterplatform. Det er således kun en håndfuld udbydere af cloud-baseret infrastruktur, der på langt sigt vil have mulighed for at blive globale aktører inden for grundlæggende cloud-baseret infrastruktur. Markedsandelene kan flytte sig lidt rundt, men vinderne er udpeget. Amazon, via AWS, har som “opfinder” af cloud computing fastholdt sin stærke markedsposition, mens Google, Alibaba og især Microsoft har vundet væsentlige markedsandele, som vist nedenfor:

Figur 2:

Markedsandele cloud-baseret infrastruktur



Kilde: Société Générale, apr. 2019

Cloud-baserede software-applikationer

Situationen er en helt anden inden for cloud-baserede software-applikationer. For som iværksætter og investor Marc Andreessen så berømt udtrykte det for efterhånden en del år siden: “Software is eating the world”. Og det er stadig sandt. Udbredelsen af cloud-baserede software-applikationer (SaaS) vil forstærke denne udvikling og medføre, at tidligere ellers succes-



fulde "on-premise" softwareudbydere bliver "spist" af mere succesfulde SaaS-leverandører.

I de seneste år er adskillige samarbejder mellem cloud-udbydere og software-udbydere blevet offentliggjort i takt med, at software-udbyderne omstiller sig fra en licensbaseret model til en abonnementsbaseret, der giver mulighed for at introducere nye produkter hurtigere og mere fleksibelt. F.eks. har SAP, Salesforce og Workday indgået samarbejde med AWS om at tilbyde deres produkter på AWS' platform.



Udbredelsen af cloud-baserede software-applikationer (SaaS) vil medføre, at tidligere ellers succesfulde on-premise softwareudbydere bliver "spist" af mere succesfulde SaaS-leverandører.

Store industriselskaber som f.eks. Lafarge, Holcim og Royal Dutch Shell er begyndt at opgradere deres SAP-systemer direkte til SAP S/4 Hana Public Cloud, der kører på AWS. Denne omstilling har en markant indflydelse på softwarebranchen.

Når selskaberne vælger at køre deres forretnings-systemer på egen IT-infrastruktur, udgør software ca. 20-25 pct. af de samlede omkostninger, hardware udgør 20-25 pct. og in- og eksterne IT-ydelser de resterende 50-60 pct. Når systemerne flyttes til skyen, "veksles" tidligere hardware-omkostninger og en del af omkostningerne til interne og eksterne IT-ydelser til softwareomkostninger.

Leverandører af cloud-baserede tjenester vil derfor – sammenlignet med "on-premise"-leverandører – som tommelfingerregel opnå en fordobling eller tredobling af deres omsætning, når systemerne flyttes til skyen. Denne omlægning fra "on-premise"-software til cloud computing har en markant indflydelse på omsætningen hos alle leverandører af IT-ydelser. Leverandører af

hypercloud-infrastruktur som f.eks. AWS, Microsoft Azure og Google Cloud har en markant større omsætning sammenlignet med den omsætning, de kunne forvente, hvis kunden fortsatte med "on-premise"-løsninger. Omsætningen fra hardware og infrastruktursoftware sammen med en andel af omsætningen fra serviceydelser, der tidligere ville være gået til leverandørerne af IT-ydelser, går nu til leverandørerne af cloud-infrastruktur.

Det er desuden væsentligt, at de fleste software-segmenter er fordelt på få dominerende aktører og en stor gruppe mindre leverandører. På markedet for Enterprise Resource Planning (ERP) repræsenterer Oracle og SAP f.eks. tilsammen ca. 35 pct. af det samlede marked, mens en stor gruppe mindre aktører hver især har en lille markedsandel.

Denne fragmentering med mange forskellige leverandører, der ikke har nogen nævneværdig SaaS-forretning, giver de største SaaS-leverandører gode muligheder for at øge deres markedsandel, da nogle af leverandørerne af "on-premise"-løsninger ikke kan lancere konkurrencedygtige SaaS-løsninger. Skiftet til en cloud-arkitektur kan også presse dominerende "on-premise"-leverandører, som f.eks. Oracle, der har måtte afgive markedsandele inden for både infrastruktursoftware og databaser til AWS

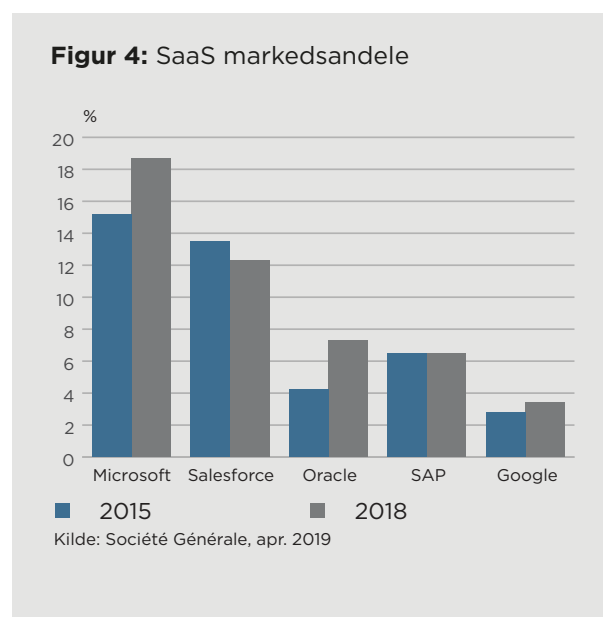
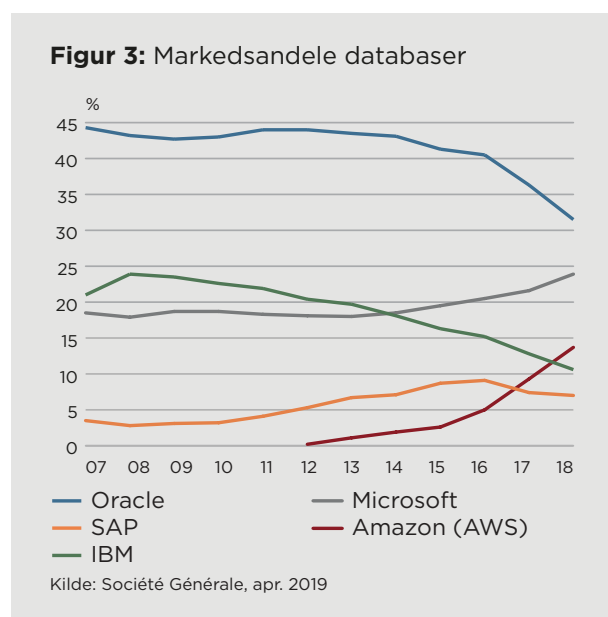
Aurora og Microsoft SQL samt SAP Hana, som vist i figur 3.

AWS har f.eks. bevæget sig støt opad i værdikæden og ind på markedet for infrastruktursoftware, en af Oracles historiske bastioner, hvor der er mulighed for større rentabilitet. AWS er nu den tredjestørste leverandør på markedet for strategiske databaser. Dette er gjort ved at udnytte deres førende position på markedet for cloud-infrastruktur.

Overordnet set bliver de største tabere i omstillingen til cloud computing leverandørerne af hardware og infrastruktursoftware, der ikke udbyder cloud-baseret infrastruktur – og visse udbydere af IT-ydelser.

Strategiske konsekvenser for sektoren

Strategien for hypercloud-leverandørerne er på længere sigt at opbygge en integreret cloud-baseret portefølje af teknologier, der dækker alle aspekter fra infrastruktur til software-applikationer. Microsoft er vel lige nu den eneste hypercloud-virksomhed, der har en komplet produktportefølje. Dette takket være selskabets stærke position inden for virksomhedssoftware, jf. figur 4. De øvrige hypercloud-selskabers udvalg af SaaS-løsninger er generelt mangelfulde, fordi de ikke tidligere har haft software-applikationer som kerneydelse. Fremover tror



vi, at leverandørerne af cloud-baseret infrastruktur vil investere i udvikling og opkøb af software samt at indgå samarbejder med førende softwareleverandører.

Vi forventer at se en symbiotisk vækst mellem de førende softwareudbydere og hyperclouds. Omstillingen til SaaS vil øge efterspørgslen efter cloud-baserede infrastrukturydelser, og i takt med at infrastrukturen bliver mere konkurrencedygtig, vil flere virksomheder gå over til SaaS.

Vi vurderer, at den kraftige vækst inden for cloud computing vil fortsætte, og at cloud computing vil være modstandsdygtig over for konjunkturedgange 1) fordi selskaberne i de seneste år har opnået gode resultater, når de har testet cloud-baseret arkitektur med mindre kritiske systemer. Således vil virksomhederne de i de kommende år lægge mere kritiske systemer i skyen, da det forretningsmæssigt giver god mening, og 2) fordi vi i den 2. maskinalder får brug for hypercloud-computerkraft og avancerede applikationer, der kun kan leveres fra skyen. Der er tale om et langvarigt skifte med sekulær vækst.

Overgangen til en cloud-baseret arkitektur vil fundamentalt påvirke forretningsmodellerne for alle IT-selskaber. Vinderne bliver med stor sandsynlighed de etablerede udbydere af hypercloud-infrastruktur og softwareudbydere med konkurrencedygtige SaaS-strategier.

C WorldWide er investeret i såvel førende udbydere af cloud-baseret infrastruktur som softwareudbydere, der er eksponeret mod omstillingen til cloud computing.



Hvad er hypercloud computing?

Hypercloud computing gør det muligt at opnå en "on-demand"-adgang til en fælles pulje af IT-ressourcer, der kan leveres hurtigt, uanset hvor man befinder sig. Med cloud computing flyttes IT-infrastruktur, platforme og applikationer til internettet, hvilket giver kunderne øget fleksibilitet. Fordelene er bl.a.:

- Flexibilitet til at tilpasse computerressourcerne til det aktuelle behov.
- Applikationer der kan tilgås fra flere forskellige platforme og på tværs af store geografiske områder.
- Ingen fast forudbetaling – kunden faktureres efter forbrug.
- Adgang til de bedste og mest innovative teknologier som f.eks. sikkerhed, AI, blockchain, biometrisk identificering.

Succes med investering i emerging markets

Af Aman Kalsi

Porteføljeformaler, C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S.

Nøgleindsigter

- Investeringspotentialer i emerging markets (EM) er stort og spændende. Befolkningen udgør ca. 70 pct. af verdens befolkning, hvoraf omkring halvdelen er under 30 år.
- Der er en række lande og selskaber, der udnytter de teknologiske muligheder til at udvikle sig op ad i værdikæden.
- At investere i EM er forbundet med risiko, men overordnet set byder aktivklassen på interessante muligheder for den langsigtede investor.

Tidligere blev emerging markets (EM) til en vis grad anset for at være en homogen gruppe af lande. I vores optik er det eneste fællestræk dog deres potentiale – stort eller lille – til at udvikle sig hen imod en udviklet økonomi. Det er afgørende at fokusere på lande, der har et stærkt politisk lederskab med strukturelle vækstreformere på dagsordenen, herunder investeringer i uddannelse, udbygning af infrastruktur og finansiel inklusion. Herudover afhænger et lands fremtid af dets langsigtede evne til at udvikle økonomien fra at være baseret på den primære sektor (landbrug og råvarer), til den sekundære sektor (fremstilling) og endelig til at have en aktiv tertiær sektor (tjenesteydelser og teknologisk innovation). Med andre ord er det væsentligt at få flyttet fokus fra råvarer, som er mere konjunkturfølsomme, til tjenesteydelser og teknologisk innovation, som er mere stabile og ofte mere indbringende. Lande, der sandsynligvis er i stand til

denne transformation, kalder vi ”Emerging Reformers” (se evt. faktaboksen på side 14), og det er disse økonomier, som vi investeringsmæssigt har fokus på. Disse lande skaber et gunstigt investeringsmiljø, og sandsynligheden for at landets ledere træffer irrationelle økonomiske beslutninger med betydelige konsekvenser er lavere.



Det er afgørende at fokusere på lande, der har et stærkt politisk lederskab med strukturelle vækstreformere på dagsordenen, herunder investeringer i uddannelse, udbygning af infrastruktur og finansiel inklusion.

Vi er særligt begejstrede for Indien og Kina, men der er også andre lande, der har vist positive tendenser på den politiske front – Indonesien og Brasilien i særdeleshed. I Indonesien blev den reformfokuserede Joko Widodo (populært kaldet Jokowi) genvalgt som præsident, hvilket sikrer politisk stabilitet og et gunstigt investeringsmiljø de næste fem år. I Brasilien viser de brasilianske politikere nu handlekraft ift. reformer med den magtfulde økonomiminister Paulo Guedes som indpisker. Bl.a. har man netop vedtaget en pensionsreform, som skal bremse den alarmerende offentlige gældsudvikling. Det forventes, at vedtagelsen af denne reform vil bane vejen for andre reformer, som

f.eks. en skattereform, arbejdsmarkedsreformer samt privatisering af en række statsejede virksomheder. Disse tiltag vil skabe et positivt investeringsklima i de kommende år.

Muligheder trods risici

Med investering i EM følger ofte indenrigspolitisk og geopolitisk usikkerhed, herunder den verserende handelskrig, ligesom en stærk amerikansk dollar, stigende amerikanske renter og svag global økonomisk vækst kan påvirke markederne negativt. Disse risikofaktorer kan virke afskrækkende, men på nuværende tidspunkt kan der argumenteres for at usikkerhedsfaktorerne er inddiskonteret i markedet, som kan ses i grafen nedenfor.

Figur 1: Attraktiv værdiansættelse



— MSCI emerging markets indeks

Kilde: Bloomberg, nov. 2019

Håndplukkede aktier inden for væksttemaer er nøglen

På tværs af EM-investeringsuniverset findes der en række væksttemaer og innovative selskaber. Den storpolitiske og teknologiske kamp mellem USA og Kina gør blot, at den teknologiske udvikling i Kina og andre dele af Asien accelererer, og at de innovative selskaber i Asien bevæger sig endnu hurtigere op ad i værdikæden og bliver selvforsynende i højere grad, og dermed mindre afhængige af amerikansk teknologi. Den aspirerende





Vi er særligt begejstrede for Indien, Kina, Indonesien og Brasilien.

befolkning på tværs af en række EM-lande vil gerne have et nyt eller bedre sted at bo, som skaber medvind for de store ejendomsselskaber i Kina og realkreditselskaber i Indonesien og Indien. I takt med at velstanden stiger, tager de hurtigt nye teknologier til sig, såsom online handel. Endelig udvikles der bedre levevilkår i takt med, at de finansielle tjenester modnes, så de personer, der står uden for den officielle banksektor, også får lånemuligheder. Dette er blot et par eksempler på de spændende strukturelle vækstmuligheder, som man finder i EM.

Fakta

Efter vores overbevisning vil de lande, der 1) har evnen til at skabe økonomisk vækst ved at fokusere på mere værdiskabende områder og 2) har stærke politiske og økonomiske institutioner, som sikrer vedtagelse og implementering af reformer, være dem, der undgår at sidde fast på et mellem indkomstniveau og faktisk kommer til at udvikle sig og skabe et rigere samfund. Vi kalder disse lande for Emerging Reformers (fremrykkende reformlande). Efter vores mening er Emerging Reformers en meget mere dækkende betegnelse for de lande, vi anser for at have størst sandsynlighed for at udvikle sig og skabe værdi og derfor er mest attraktive investeringsmæssigt. De mest succesfulde Emerging Reformers er i vores optik Kina, Indien, Indonesien og Brasilien.

Nøglen til at finde attraktive investeringer i EM er at finde selskaber eksponeret til disse væksttemaer, beliggende primært i Emerging Reformers-landene, og som har en stærk og troværdig ledelse. En ledelse, der kan sikre, at selskabet er på samme linje som minoritetsaktionærerne i form af fokus på bundlinjen, afkast på investeret kapital og kapitalanvendelse. Derudover lægger vi vægt på, at ledelsen har fokus på en ansvarlig styring af eventuelle miljømæssige og sociale risici. I bund og grund vil en stærk ledelse være i stand til at overkomme eventuelle udfordringer, der uundgåeligt kan opstå i EM.

Som investor kan man vælge at anskue EM som et område behæftet med alt for store risici, og derfor holde sig væk. Eller også kan man vælge at fokusere på den rivende udvikling, som en række lande og selskaber gennemlever. En investering i EM er ikke risikofri – EM er en broget skare af udviklingslande, og det er afgørende at udvælge sine aktier med omhu. Vi tror, at man med en selektiv tilgang – dvs. at have fokus på lommerne af vækst og de solide selskaber, der opererer i de rigtige politiske og økonomiske miljøer – vil kunne skabe attraktive investeringsresultater på langt sigt.

Du kan læse mere om vores investeringer i emerging markets på vores hjemmeside.

Brasiliens pensionsreform

Fundamentet for fremtidig vækst

Af Aman Kalsi

Porteføljeforvalter, C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S.

Nøgleindsigter

- Vedtagelsen af Brasiliens pensionsreform tegner positivt for landets økonomi efter en kraftig forværring af de økonomiske forhold siden 2014. Paradoksalt har dette skabt et akut behov for at godkende vigtige strukturreformer.
- Det berømte citat, om ikke at lade en god krise gå til spilde, forekommer passende. Vi mener, at vedtagelsen er med til at lægge et fremtidigt fundament for vækst i Brasilien, selvom der fortsat bl.a. politisk er meget at forbedre i de kommende år.

Nødvendigt med en pensionsreform?

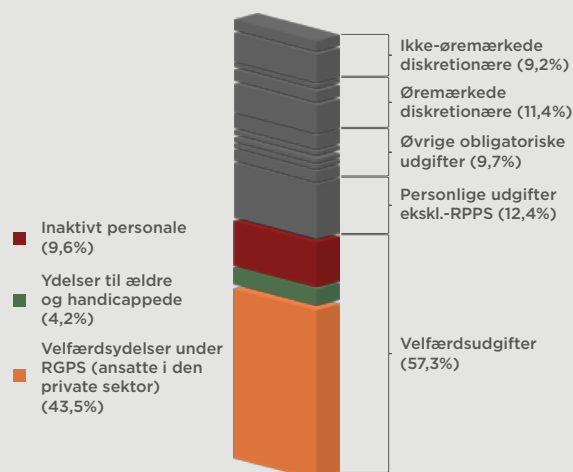
Et af Brasiliens største strukturelle problemer gennem de sidste par årtier har været et pres på de offentlige finanser hovedsageligt pga. store stigninger i de offentlige udgifter – særligt de primære udgifter. Faktisk er blot omkring 9 pct. af de offentlige udgifter mulige at mindske eller fjerne helt.

De sociale ydelser, også kaldet velfærdsydelse, står for mere end halvdelen af de faste udgifter, som det fremgår af figur 1 på næste side. Pensioner til efterladte – dvs. den pension, der udbetales til den afdødes ægtefælle

eller partner – og pensionsydelse udgør ca. 83 pct. af de samlede sociale ydelser.

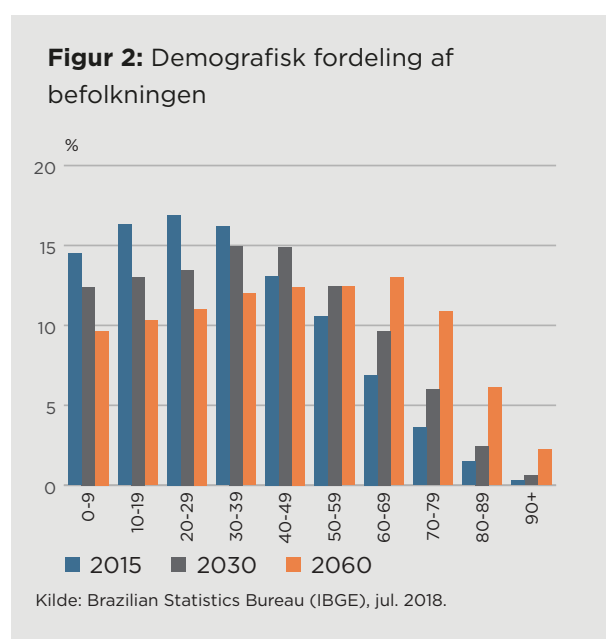
Generelt har pensionsalderen og pensionsydelse været særdeles fordelagtige. Den tidligere lov muliggjorde pensionering for mange allerede i starten eller midten af 50'erne. Ifølge OECD har den gennemsnitlige pensionsalder for Brasiliens befolkning været den laveste blandt OECD-landene.

Figur 1: Primære udgifter 2018



Kilde: STN, BTG Pactual, nov. 2019

Den brasilianske befolkning har en sammensætning, der gør, at presset på de offentlige finanser – under de tidligere regler – ville blive enormt de kommende år, se bl.a. figur 2 nedenfor. Den nuværende administration har forudsagt, at uden pensionsreformen (såvel som andre reformer) vil udgifterne overstige budgettet med 100 pct. i 2022 og dermed forhindre investering og udvikling af andre områder. Vedtagelsen af pensionsreformen er derfor altafgørende for den fremtidige udvikling.



Hvorfor netop nu?

Selv om det har været på tale at ændre pensionsreformen de seneste to årtier, er den først blevet vedtaget nu. Årsagerne er mange, bl.a. kan den offentlige tilslutning til præsident Bolsonaro, der vandt valget på baggrund af løfter om at rette op på økonomien, betragtes som afgørende. På trods af at repræsentationen af Bolsonaros parti, PSL, er steget kraftigt i Kongressen, er Bolsonaro imidlertid den præsident, der har den laveste repræsentation i underhuset siden Brasiliens gendemokratisering. Derfor har der været behov for støtte fra andre højrefløjspartier, hvilket lykkedes bl.a. som følge af Bolsonaros opbakning i offentligheden og en stor tilslutning fra medlemmerne af Kongressen og Senatet efter valget. I bund og grund har den nye politiske støtte været med til at sikre en pensionsreform i Brasilien.

Reformens væsentligste punkter

Reformforslagets oprindelige mål var en besparelse på BRL 1,2 billioner (ca. USD 288 mia.). På grund af reformens kompleksitet og den fragmenterede politiske situation blev reformen dog til sidst udvandet efter adskillige forhandlinger samt de to stemmerunder i både Underhuset og Senatet. Det væsentligste punkt i reformen er en forhøjelse af pensionsalderen til 62 år for kvinder og 65 år for mænd. Andre punkter omfatter samme regler for nyansatte i den private sektor og embedsmænd, lavere pensionsydelse og lavere startløn for embedsmænd. Pensionsreformen vil resultere i besparelser på ca. BRL 800 mia. (ca. USD 200 mia.) over en 10-årig periode – svarende til ca. 10 pct. af Brasiliens BNP i 2018.



Uden pensionsreformen vil udgifterne overstige budgettet med 100 pct. i 2022 og dermed forhindre investering og udvikling af andre områder. Vedtagelsen af pensionsreformen er derfor altafgørende for den fremtidige udvikling.

Pensionsreformen er ikke en magisk tryllestav

Vedtagelsen af pensionsreformen er dog ikke en magisk tryllestav for Brasilien. Den har været en nødvendig betingelse for en finanspolitisk forbedring. Regeringen har planer om andre strukturreformer for yderligere at forbedre de offentlige finanser og øge Brasiliens produktivitet og konkurrenceevne. Skattereformer og privatisering af visse statsejede aktiver står øverst på dagsordenen. Brasilien er berygtet for sit komplicerede skattesystem, som illustreres af deres placering som nr. 1 på Verdensbankens liste over lande med det højeste skattetryk.

Som en konsekvens af Brasiliens komplekse skattesystem er skattesagerne absurd store. I en analyse af 24 børsnoterede selskaber beløb skattesager

sig til BRL 405 mia. (ca. USD 100 mia.) i slutningen af 2018 svarende til ca. 25 pct. af disse selskabers markedskapital og ca. 124 pct. af deres driftsindtjening. Desuden er systemet så kompliceret, at retskendelser ofte underkender skattemyndighedernes retskrav. Et mere enkelt og gennemsigtigt skattesystem vil kunne forbedre selskabernes produktivitet – bl.a. ved at gøre processerne nemmere og billigere.

Regeringen har fremsat en ambitiøs, markedsvenlig og reformfokuseret dagsorden. Det vil sandsynligvis ikke lykkes at få alle initiativer vedtaget, da Brasilien fortsat oplever politisk og social uro. Godkendelsen af pensionsreformen er dog et vigtigt skridt i den rigtige retning for at sikre Brasiliens langsigtede vækst.

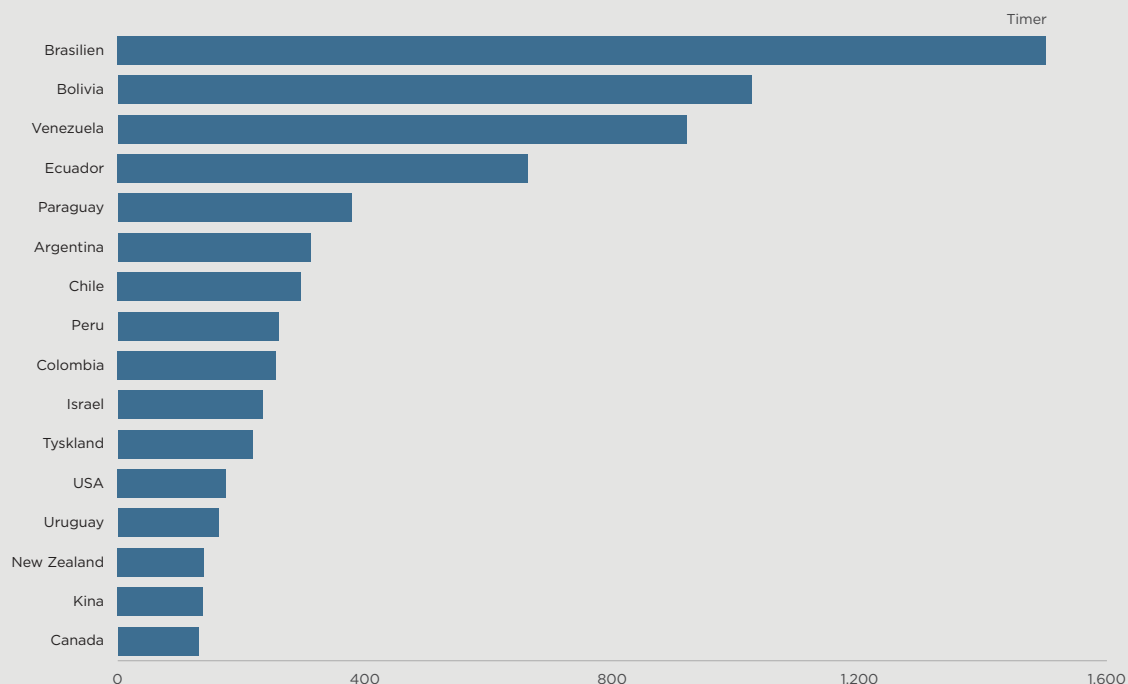
Hvordan er vi eksponeret?

I C WorldWide Emerging Markets har vi gradvist i løbet af 2019 øget eksponeringen til brasilianske aktier, dels drevet af vores stigende tillid til reformprocessen samt faldende renter og en gradvis forbedring af den

Et enklere og mere gennemsigtigt skattesystem vil kunne forbedre selskabernes produktivitet – bl.a. ved at gøre processerne nemmere og billigere.

indenlandske økonomi. Vi har fokus på at identificere vækstområderne, og vi ser god udvikling inden for digitalisering af det brasilianske samfund. Således investerer vi i førende selskaber inden for e-handel, software og fintech. Vi har også eksponering mod selskaber med stærke forretningsmodeller, der drager fordel af den aldrende befolkning i Brasilien. Vi investerer samtidigt i selskaber, der generelt er mindre følsomme over for det økonomiske miljø. Disse selskaber ventes fortsat at vokse selv i et miljø med svagere vækst – om end en positiv udvikling på økonomi- og reformfronten vil bidrage med både direkte og indirekte medvind.

Figur 3: Antal timer anvendt med henblik på betaling af skat pr. år (virksomheder)



Kilde: World Bank, BTG Pactual, dec. 2019



Aktieudsigter – på kanten af 2020'erne

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

Min kærlighed og passion for børsnoterede aktier er stærkere end nogensinde.

Ikke kun fordi børsnoterede aktier er relativt billige sammenlignet med alternativerne. Selv efter mere end et årti med stigende markeder kan man stadig opnå et stabilt højt udbytte på udvalgte aktier. Eksempelvis giver ”moderen over alle aktier” Nestlé p.t. 2,5 pct. i udbytte, der stiger over tid, i CHF (schweizerfranc). Det kan sammenlignes med et ”sikkert” tab på 1 pct. om året, hvis man ejer og holder en schweizisk 10-årig obligation til udløb.

Heller ikke blot fordi, man kan drage fordel af omhyggeligt udvalgte selskaber, der vokser sig større med tiden, og følge fremgangen i detaljer.

Men også fordi man som investor kan påvirke selskaberne gennem aktivt ejerskab ved at engagere sig og stemme. – Børsnoterede aktier er et fantastisk tidløst middel til investering.



//

**Min kærlighed og passion
for børsnoterede aktier
er stærkere
end nogensinde.**

**Man kan drage fordel af
omhyggeligt udvalgte
selskaber, der vokser
med tiden, og man kan
påvirke selskaber
gennem aktivt ejerskab
ved at engagere sig
og stemme.**

Vil kærligheden vare ved under en nedtur?

Det er lettere at erklære sin store kærlighed til aktier i gode end i dårlige tider. Nu ved årets udgang deler eksperter ofte deres optimistiske forventninger til aktiemarkedene. Og faktisk har eksperter som regel også ret, da aktiemarkedene stiger de fleste år og gennem vækst akkumulerer i værdi. Derfor er aktier et godt symbol på optimisternes triumf. Aktier kommer som regel kun i alvorlige problemer i forbindelse med en amerikansk recession. Risikoen for en recession diskuteres hele tiden, men den moderne historie viser, at det kun sker cirka én gang hvert årti – og når det er tilfældet, fremkalder det en massiv reaktion fra centralbanker og regeringer for at undgå, at det fortsætter for længe.

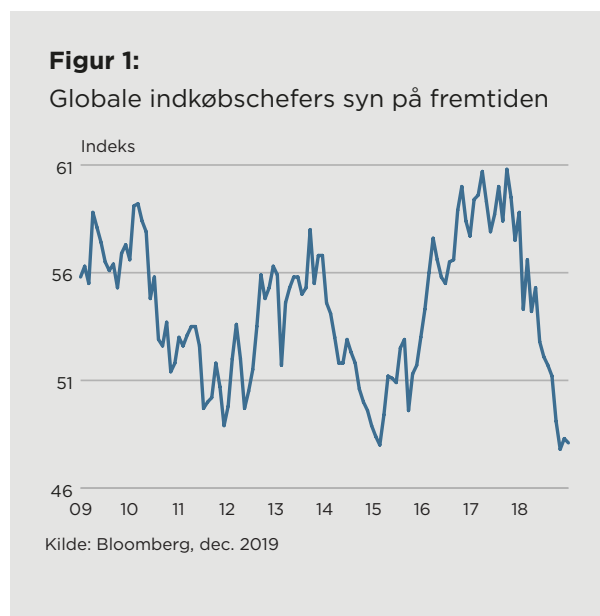


Når vi kigger ind i 2020, er det mest sandsynlige scenarie endnu en forlængelse af den langvarige økonomiske opgang med en fornyet vækst i den industrielle del af økonomien.

Vi lever i det mest politisk kontrollerede miljø i årtier, hvor gældstyngede myndigheder verden over kontrollerer den vigtigste pris af alle, nemlig prisen på penge – renten. I en tid med udfordringer foran os, kan vi se frem til den næste bølge af ukonventionelle monetære og finanspolitiske initiativer. Dette kan og vil fortsætte, indtil tilliden til myndigheder og penge, som vi kender dem i dag, mindskes og forsvinder. Mange dommedagsprofeter har skabt en forretning ud af at forudsige dette, men jeg vil ikke råde til at vente på, at dette scenarie skal udfolde sig.

Når vi kigger ind i 2020, er det mest sandsynlige scenarie endnu en forlængelse af den langvarige økonomiske opgang med en fornyet vækst i den industrielle del af økonomien. For første gang i mere end et årti ser vi nu over hele verden en koordineret stimulerende monetær og finanspolitik, da politikerne er bekymrede for en

økonomisk nedgang efter årtiets tredje ”mini-recession”, som det fremgår af figur 1.



For nylig har vi set et faresignal på en recession fra en af de mest pålidelige indikatorer gennem tiderne – en inversion af den amerikanske rentekurve. Derfor er det relevant at fremhæve tre risikoscenarier, som kortsigtede investorer skal være opmærksomme på. Politik spiller en vigtig rolle, og centralbankernes eksperimenterende tilgang holder konjunktoren og opgangen på aktiemarkedet i gang. Nogle kalder dette ”den politiske boble”.

1) Den politiske boble

En eventuel overraskende vending i den lempelige politik fra centralbankerne kan skabe udfordringer for markedene. Det er dog ikke så sandsynligt på kort sigt, da gælds niveauerne er meget høje. Dette gør staterne til de store tabere, hvis renterne skulle stige. En anden konsekvens af gælden er, at kapitalmarkedene (den finansielle økonomi) nu udgør en stor andel af den globale økonomi. Verden er blevet afhængig af høje aktivpriser. Det er vanskeligt at se en ændring af denne politiske tilgang, medmindre vi ser et markant skifte i de langsigtede inflationsforventninger.

2) Den amerikanske valgoverraskelse

En amerikansk præsident med en markant anderledes tilgang til erhvervslivet som f.eks. Elizabeth Warren eller Bernie Sanders ville kunne skabe betydelig usikkerhed på markederne.

3) Teknologisk handelskrig

På trods af at verden samles til globale events som det kommende sommer-OL i Japan i 2020, vil den stigende nationalisme fortsætte. Politikere vælges nationalt, og et sandsynligt øget offentligt forbrug verden over vil typisk være fokuseret på nationale og indenrigspolitiske initiativer i en verden, hvor vælgere og regeringer i kølvandet på finanskrisen, i stigende grad er skeptiske over for globaliseringens positive indflydelse. Konfrontationerne mellem USA og Kina om det globale teknologiske lederskab, en eskalering i handelskonflikterne og sammenbrud i internationale organisationer som WTO er et potentielt problem for aktiemarkedene. Ikke kun fordi det direkte reducerer samhandlen, men også fordi det skaber øget usikkerhed og pessimisme.

På trods af disse risici vil jeg understrege; Selv en nedtur vil ikke kunne ryste min grundlæggende passion for aktier – særligt min begejstring for de få unikke selskaber, der vokser sig stærkere over tid. Også selv om verden bevæger sig i samme retning som Japan.

Japans vej

Japan er et skridt foran os andre i forhold til at leve i et aldrende samfund. Japan er et interessant laboratorium, da udviklingen giver os et indblik i, hvordan fremtiden kan se ud for mange andre modne økonomier. Den japanske premierminister Abe har nyligt lanceret en ny rekordstor finanspolitisk stimuluspakke til støtte for økonomien. Japan har nået den næste fase i den eksperimenterende pengepolitik ved at have 0 pct. som et eksplicit mål for den 10-årige obligationsrente. Selvom det ser ud til, at den japanske centralbank (BOJ) for nyligt har sat sine opkøb på pause, har BOJ siden 2016 ført en politik om at opkøbe aktier direkte på markedet til en værdi, som siges at være omkring 55 mia. USD om året. Banken har således været en afgørende køber, hver gang markedet er faldet mere end 0,5 pct. Faktum er, at det er rigtig svært at skabe vækst i et aldrende samfund, selvom landet besidder

ubestridte kvaliteter og en høj arbejdsmoral. Jeg tror, det er uundgåeligt, at vi i den vestlige verden må gennem den japanske øvelse, før vi vil opleve et pengepolitisk paradigmeskifte i den politiske retning. Vi kommer til at se centralbankerne, som direkte og indirekte finansierer offentlige investeringsprojekter, og centralbanker der fastsætter mål for de lange renter, og som er aktive på aktiemarkeder med opkøb af udvalgte selskaber.

Med udgangspunkt i de japanske erfaringer, se figur 2, virker udsigten til en svag, men positiv økonomisk vækst som det mest sandsynlige scenarie for den vestlige verden. Japan har haft perioder med økonomisk vækst omkring nul og samtidigt været tæt på fuld beskæftigelse. En recession – eller stagnation – betyder derfor ikke så meget i Japan. Måske bliver det den nye normal for den vestlige verden?

Den velkendte udvikling af vores økonomiske konjunkturer er under forandring. Der er i dag mindre volatilitet i takt med, at økonomierne bevæger sig fra varer til tjenester. Inflationsforventningerne er nu forankret på et lavt niveau, og vi lever i det, der kan betegnes som ”den finansielle verdensøkonomi”. Det er lidt halen, der logrer med hunden – udsvingene på finansmarkederne driver ændringerne i den reelle økonomi, og når det så især er pengepolitikken, der driver de finansielle markeder, er cirklen så at sige fuldendt.

Hvis det næste årti byder på lav økonomisk vækst, dvs. omkring 1-2 pct. årlig vækst i de udviklede økonomier,

Figur 2:
Japans økonomiske udvikling (BNP)



Kilde: Bloomberg, dec. 2019



Inflationsforventningerne er nu fast forankret på et lavt niveau, og vi lever i det, der kan betegnes som ”den finansielle verdensøkonomi”.

må vi forvente, at de lave renter vil fortætte i længere tid. En række mindre op- og nedture i økonomisk vækst er måske kedeligt, men for aktieinvestorer er det godt. Dette scenarie er om muligt endnu bedre for dem, som investerer selektivt i vækstaktier. Dette er erfaringen fra Japan.

Børsnoterede aktier har stadig potentiale – og en opsmeltning?

I mange vestlige lande skal man nu BETALE for det "privilegium" at have penge på bankkontoen. En stor del af de investorer, der låner penge til regeringer gennem køb af statsobligationer, er i dag også nødt til at betale for det.

Den klassiske afbalancerede portefølje med en kerne af lavrisiko-obligationer, som via rentes-rente-effekten over tid akkumulerer værdi, fungerer ikke mere. Men lige nu er det som om, at aktiemarkedet ikke helt kan tro, at rentes-rente-effekten i store dele af obligationsmarkedet er død. Aktiemarkedet kan ikke helt tro, at det basale princip om at låne noget værdifuldt ud i en længere periode – for første gang i tusinder af år – ikke giver en forrentning? Hvis jeg var landmand for 5000 år siden, og jeg lånte korn til min nabo, ville jeg få flere korn tilbage året efter. Dette grundlæggende princip er nu blevet brudt af centralbankerne, der har drevet renten under nul og dermed en bred vifte af aktiver op. Obligations- og rentemarkederne er ude i sådanne ekstremer, og aktiemarkedet har ikke helt turde indregne det endnu. Tag eksemplet med Nestlé, der p.t. giver et udbytte på 2,5 pct. Selskabet har en indtjening efter vedligeholdelsesinvesteringer (det frie cash flow) på 4 pct. (set i forhold til markedsværdien), og indtjeningen forventes at stige 4 pct. årligt. Ved en uforandret værdiansættelse skulle Nestlé således give et årligt afkast på 8 pct. Sammenlignet med den

schweiziske 10-årige obligationsrente på minus 1 pct., giver det en risikopræmie på hele 9 pct.

Selv hvis aktien blev dobbelt så dyr, og det frie cash flow faldt til 2 pct., ville afkastet plus vækstraten på 4 pct. stadig være godt i forhold til minus 1 pct. med en risikopræmie på 7 pct.!

Dette illustrerer potentialet og de mulige stigninger på aktiemarkedet, der kan forekomme, hvis markedet virkelig begynder at indregne og tro på lave renter for evigt. En "opsmeltning"!

Det sker ofte, at det er de mere skeptiske obligationsmarkeder, der først fanger et trendskifte, hvorefter de evigt optimistiske aktiemarkeder efterfølgende indser samme konklusioner. Obligationsmarkederne giver tydelige signaler – ingen inflation og lave renter i mange år fremover. Som nævnt kan obligationsmarkederne muligvis have ret. Men som det fremgår af figur 3, indregner aktiemarkedet det ikke – endnu. I USA, hvor renten stadig er over nul, ligger udbyttet på aktiemarkedet nu på niveau med den 10-årige obligationsrente, hvilket peger på et relativt billigt aktiemarked.

Figur 3:
Udbytter på niveau med renteafkast



Hvor er boblen?

Kapitalstrømmene er i mindre omfang gået mod børsnoterede aktier og mere i retning af såkaldte alternativer.

Udviklingen blandt de unoterede aktier afspejler de store likviditetsstrømme, der er gået ind i kapitalfonde. Værdiansættelsen af Unicorn-selskaberne (private selskaber værdiansat til over 1 mia. dollars), se figur 4, er i sagens natur ikke påvirket af offentlig markedsanalyse og dermed værdiansættelse. Det er stadig fascinerende at se, hvordan Unicorn-indekset har klaret sig i det sidste årti i forhold til børsindeksene.



Dette kan være et område med en større og muligvis undervurderet investeringsrisiko. Filosofien er, at når et ægte Unicorn-selskab skiller sig ud, vil det skabe så

meget værdi, at der også er råd til at finansiere taberne. Spørgsmålet er, om man er i den rigtige fond, der er dygtig til at udvælge denne type unikke selskaber eller i en middelmådig fond, der har svært ved at opfylde disse store forventninger.



Hvis markederne virkelig begynder at indregne og tro på lave renter for evigt, kan vi få en "opsmeltning"!

Fem øjeblikke i aktiemarkedets historie

Som en langsigtet investor er valget af det rigtige aktivmiks og de rigtige individuelle aktier mere relevant end nogensinde.

Uden at gå ind i en diskussion om Kuhns teorier om paradigmeskifte – som i bund og grund er et grundlæggende skifte i den almene tankegang omkring et bestemt emne – så forstås kraften af et paradigmeskifte måske bedst ved at kigge tilbage i historiebøgerne. Hvilken tænkning dominerede ved indgangen til et nyt årti? Dette kan aflæses i aktiemarkederne. Som det fremgår af figur 5 samt i tidslinjen, som gennemgår udviklingen de seneste 40 år, kan vi se meget store forskydninger blandt de førende aktieselskaber inden for årtier.

Figur 5:
Årtiets top 7 aktier (markedsværdi) over fem årtier

1980	1990	2000	2010	2019 - December
IBM	NTT	Microsoft	Exxon Mobil	Saudi Arabian Oil Co.
AT&T	Bank of Tokyo-Mitsubishi*	General Electric	PetroChina	Apple
Exxon	Industrial Bank of Japan	NTT DoCoMo	Apple	Microsoft
Standard Oil	Sumitomo Mitsui Banking	Cisco Systems	BHP Billiton	Google
Schlumberger	Toyota Motor	Wal-Mart	Microsoft	Amazon
Royal Dutch	Fuji Bank	Intel	ICBC	Facebook
Mobil	Dai-Ichi Kangyo Bank	NTT	Petrobras	Alibaba

*Sammenlagte enheder

Kilde: Gavekal, dec. 2019

1980

Tilbage i 1980, da de amerikanske renter var over 10 pct. og stigende, levede vi i et inflationsmiljø – inflationen var dybt indgroet i samfundet og på finansmarkederne. 6 ud af de 10 største virksomheder i verden var på det tidspunkt olieselskaber med Exxon, Standard Oil og Royal Dutch på listen, som i øvrigt blev domineret af amerikanske virksomheder. Råvaremarkederne er cykliske af natur, og høje råvarepriser førte til en forøget produktion og dermed stigende udbud. Dette var endnu et eksempel på en konjunkturtop inden for råvarer, der viste sig ikke at være langvarig.

1990

Et årti senere ved indgangen til 1990'erne var Exxon eneste selskab tilbage på listen over de 10 største selskaber i verden målt på markedsværdi – 8 ud af 10 var japanske, og 6 af dem var japanske banker som Fuji Bank og Industrial Bank of Japan. Jeg oplevede selv perioden, da jeg startede min karriere i 1989, og den udbredte tankegang var, at det japanske erhvervsliv ville overtage verden. Det blev senere klart, at den massive ejendoms- og gælds-boble i Japan var uholdbar. C WorldWide startede den globale fond i 1990 og havde – til glæde for investorer i fonden – ingen japanske aktier i porteføljen, selvom Japan udgjorde over 35 pct. af verdensindekset. Paradigmet skiftede, og ikke en eneste japansk bank var på top-10 listen, da vi nåede 2000.

2000

Som mange nok husker, var 2000 toppen af internet- og telekommunikations-boblen, hvor amerikanske teknologiselskaber som Intel og Microsoft dominerede listen som de mest værdifulde selskaber i verden. Selvom den boble brast, blev mange af de største selskaber, vi kender i dag f.eks. Amazon og Google, etableret i denne periode. Det var naturligvis sjovere at købe Amazon på sit laveste niveau til 6 USD pr. aktie i september 2001 sammenlignet med december 1999 på ca. 100 USD pr. aktie. Man ville dog stadig have fået et godt afkast på mere end 15 pct. årligt ved at købe Amazon på sit højeste i december 1999, da Amazon i dag har nået en kurs på omkring 1.850 USD pr. aktie. Den fælles visdom på det tidspunkt var på mange måder korrekt. Internettet er en af de største menneskelige opfindelser gennem tiderne med vidtrækkende konsekvenser for verden inklusive erhvervslivet. Hele verden er blevet forbundet gennem et net, så idéer overalt kan mødes og blomstre. En opskrift på vækst og en virkelighed, der skaber giganter såvel som mange tabere. En ny platformsøkonomi, hvor det kræver dygtighed at identificere vinderne. Der var mange skuffelser og tabte formuer i denne periode, hvilket understreger vigtigheden af nøje at analysere de enkelte aktier.

2010

Lige efter den store finanskrise, hvor krisens epicenter var det amerikanske boligmarked, finder vi olie- og råvareselskaberne tilbage i toppen af listen med Exxon som nummer ét. For første gang i historien er der kinesiske selskaber på listen, herunder den kinesiske bankgigant ICBC. Efter en massiv gælds-ekspansion og meget stærk vækst blev Kina verdens vækstdynamo efter finanskrisen. Kinas behov for råvarer til infrastruktur og boliger skabte en enorm efterspørgsel på råvareaktiver samt kinesiske aktiver generelt. Igen skabte boom'et i efterspørgslen en kraftig ekspansion af produktionen af råvarer, og boomet i Kina viste sig efterfølgende ikke at være så værdiskabende for råvareselskaber og kinesiske banker. Ti år senere var der igen sket en markant rotation blandt de største selskaber i verden.

2020

Her i starten af 2020'erne indtager USA igen flest placeringer på listen over verdens største selskaber, og Microsoft er sammen med Apple og Amazon i top-5. Vi er i en platformsøkonomi, og software og apps dominerer. De to kinesiske internetgiganter Tencent og Alibaba fuldender billedet af en verdensøkonomi domineret af USA og Kina. Kina er det mest folkerige land i verden, og de ændringer, der sker der, driver den fælles opfattelse af, at Kina og USA vil dominere verdensøkonomien i 2020'erne. Vi tror fortsat, at det massive skifte, hvor selskaber flytter deres it-infrastruktur til skyen, gør Microsoft og Amazon sandsynlige kandidater til top ti-listen i 2030 – hermed kan Microsoft ramme top 7-listen for fjerde årti i træk.

2030

Det er lettest at antage, at dagens dominerende selskaber også vil dominere i fremtiden. Skiftet til skyen gavner software-selskaberne og de gigantiske platformselskaber, der forstår at håndtere både lokale og globale politiske spændinger. Amerikanske og kinesiske selskaber er sandsynlige kandidater. En vovet spådom kunne være, at et europæisk platformsselskab vil finde vej til listen. Men historien viser også, at der kommer store paradigmeskift. En af de største bølger, der ruller over verden og på de finansielle markeder, er skiftet mod mere bæredygtige investeringer og en mere bæredygtig livsstil. Bekymringen for klimaet har været en del af livet siden tidernes morgen. Men den aktuelle bekymring for global opvarmning drevet af udledningen af CO₂ er nu gået viralt, og kræfterne for "red planeten" vokser sig stadigt større verden over og rammer alle generationer. Den basale drivkraft er meget stærk, nemlig frygt. Når vi kigger ud i 2030, skal vi ikke blive overraskede, hvis de "grønne" alternative energiselskaber ligger højt på listen. To veje til at håndtere de rekordhøje niveauer af CO₂ i atmosfæren er at overgå til alternativ energi og bedre energilagring samt massiv beplantning af træer. En interessant

observation er, at NASA har offentliggjort, at verden, baseret på satellitbilleder, aldrig har været grønnere. Sammenlignet med for 20 år siden er jordens grønne bladareal steget med 5 pct. Det er en stigning på 5 mio. kvadratkilometer – svarende til størrelsen på Amazonas regnskov. Kina og Indien tegner sig for en tredjedel af forøgelsen, men står kun for 9 pct. af landarealet. Men selv med dette underrapporterede positive tiltag har verden en opgave, der skal løses. Energitransformationen vil ske hurtigt, og aktiemarkedene vil være hurtige til at inddiskontere potentialet i selskabernes markedsværdi. Vi vil heller ikke blive overraskede, hvis et indisk selskab når listen i 2030. Landet er under ledelse af præsident Modi, som sandsynligvis er i færd med endeligt at forløse landets enorme potentiale. Den politiske forandring og befolkningens magt i en verden, hvor ideer deles mere effektivt end nogensinde før, er samtidigt Indiens mulighed for at udfolde sig.



Rentes-rente-princippet er dødt i store dele af investeringsuniverset – men det er stadig muligt at drage nytte af dette vækstprincip på de evigt fascinerende aktiemarkeder – i gode som i dårlige tider.

Et paradigmeskifte handler om store skift i konventionel tænkning. Samfundsmæssige forandringer sker og identificeres til at starte med af lidt menneskelig fantasi, der bygger substans ud af tynd luft – ligesom begrebet penge, som egentligt bare er noget immaterielt, menneskeheden kollektivt har valgt at tro på. Et skifte akkumuleres ofte over en lang periode – fra en skør idé til hvad, der til sidst opfattes som virkelighed og almindelig visdom – ligesom konceptet om at indføre negative renter. Det urealistiske bliver til virkelighed.

Velkommen til en ekstrem virkelighed, hvor rentes-rente-princippet er dødt i store dele af investeringsuniverset – men hvor det stadig er muligt at drage nytte af dette vækstprincip på de evigt fascinerende aktiemarkeder – i

gode som i dårlige tider, hvor afkast bliver svære at finde i obligationsmarkederne. Men med den rigtige tankegang, filosofi og erfaring, tror vi, at 2020'erne vil blive et stort årti for den langsigtede aktieinvestor.

Det ekstra afkast, som en god investor kan hente ved at udvælge stærke holdbare vækstaktier for det kommende årti, kan komme til at spille en langt større del af et samlet investeringsafkast i forhold til det forgangne årti. Vi har erfaring for, at vores langsigtede aktive og tematiske tilgang har en fordel i en verden, der agerer mere og mere kortsigtet. Ved at antage et generationsperspektiv i aktieudvælgelsen sikrer vi, at afkast og samfundsmæssig holdbarhed går op i én højere enhed. I over tre årtier har vi rejst ud i verden og fundet unikke selskaber med holdbare forretningsmodeller og stærke ledelser. Det er dette arbejde, der er vores passion.



Det ekstra afkast, som en god investor kan hente ved at udvælge stærke holdbare vækstaktier for det kommende årti, kan komme til at spille en langt større del af et samlet investeringsafkast i forhold til det forgangne årti.



Globale Aktier

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

Status på kvartalet

Fjerde kvartal fik en positiv afslutning på et stærkt aktieår. Vi fik mere klarhed på vigtige fronter, hvor 1) De globale centralbanker satte deres pengepolitiske stramninger på pause, 2) Brexit-usikkerheden kom tættere på en afslutning med valgsejren til Boris Johnson og 3) USA og Kinas handelskonflikt endte med en delvis aftale. På trods af disse store usikkerheder i løbet af året klarede den globale forbruger og verdensøkonomien sig hæderligt. I kvartalet steg de cykliske aktier mere end de mere defensive aktier. Afdelingens indre værdi steg 6,0 pct. i kvartalet, mens MSCI verdensindekset steg 5,9 pct. Industriselskaber som Atlas Copco og Siemens, gjorde det godt ligesom den indiske realkreditbank HDFC. Defensive forbrugsrelaterede selskaber som Unilever og Nestlé var blandt de mindre gode investeringer. Udviklingen i 2019 blev tilfredsstillende med et afkast på 31,7 pct., hvor benchmark steg 29,1 pct. Særligt Visa, Keyence og Thermo Fisher bidrog med høje afkast til det samlede resultat.

Investeringsstrategi og porteføljeændringer

Strategien er uændret med en afbalanceret kombination af virksomheder med forskellige vækstprofiler. Vi har besluttet at geninvestere i komponent-selskabet **TSMC**. TSMC er verdens største dedikerede producent af computerchips med en markedsandel på mere end 50 pct., hvilket giver selskabet vigtige stordriftsfordele. TSMC har forberedt sig på en ny periode med stærk vækst drevet af 5G og Internet of Things. Bankerne står omvendt over for mange strukturelle modvinde (lave renter, regulering og konkurrence fra øvrige finansielle selskaber), hvorfor vi på basis af den seneste kursstigning i **Wells Fargo** har solgt selskabet.

Verden står over for en stor omlægning af vores energiforsyning, da truslen fra klimaforandringer nu er bredt anerkendt. Exxon har været mindre tilbøjelig til at transformere sin forretningsmodel, hvorfor vi har valgt at ændre eksponeringen inden for energi ved at udskifte **Exxon** med **NextEra Energy**. NextEra Energy er verdens største producent af vedvarende vind- og solenergi, og er det elselskab i Nordamerika med de laveste produktionsomkostninger. I lyset af hvor billig vindkraft er blevet i centrale områder i USA, ser vi attraktive vækstmuligheder for NextEra Energy i det kommende årti. Endelig ser vi, at uroen i Hong Kong kan få langsigtede konsekvenser for turismen og forretningslivet, hvorfor vi har solgt ejendomsselskabet **Sun Hung Kai Properties** for at øge vægtene i Hoya, ASML og BCA.



Se porteføljen på cww.dk

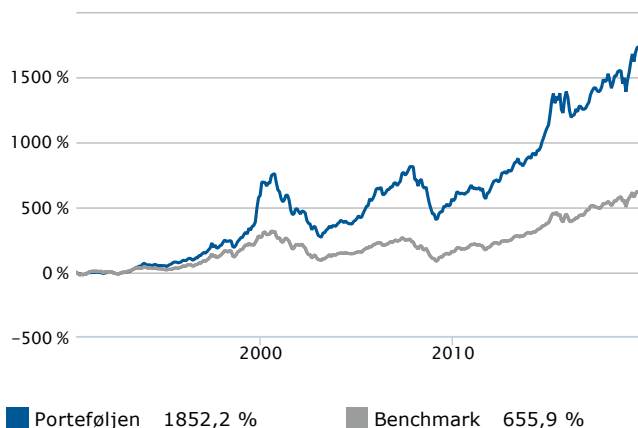
C WORLDWIDE GLOBALE AKTIER

PR. 31. DECEMBER 2019

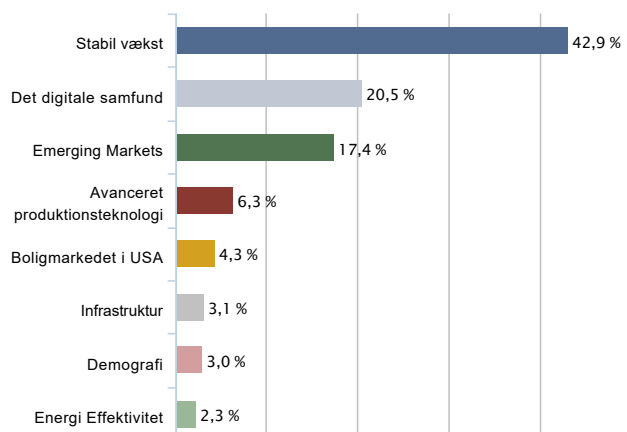
FAKTA

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	1,68 %
ÅOP	1,94 %
Indirekte handelsomkostninger	0,01 %
Forvalterteam	Bo Knudsen, Bengt Seger, Lars Wincentzen, Mattias Kolm

AFKASTUDVIKLING



TEMA



AFKAST & RISIKO

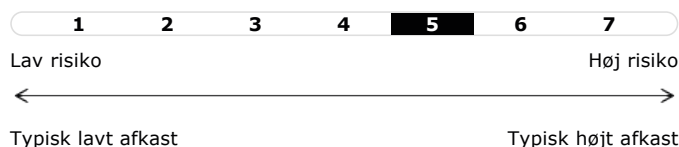
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	31,7	41,4	59,0	194,7	1.852,2	10,6
Benchmark (%)	29,1	34,3	62,0	198,0	655,9	7,1
Aktivt afkast (%)	2,6	7,2	-2,9	-3,3	1.196,3	3,5

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

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
HDFC	7,6 %
Visa	7,6 %
AIA Group	4,8 %
The Home Depot	4,3 %
Alphabet	4,3 %
Amazon.com	4,2 %
Thermo Fisher Scientific	4,2 %
Keyence	4,1 %
Ecolab	3,9 %
Royal Dutch Shell	3,7 %

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

Gennem det seneste år har verdensøkonomien været udfordret. Imidlertid kom der i årets sidste kvartal øget klarhed omkring den politiske usikkerhed, der har præget aktiemarkedene. Således satte de globale centralbanker deres pengepolitiske stramninger på pause, usikkerheden omkring Brexit kom, med en valgsejr til Boris Johnson, nærmere en afklaring og endeligt lykkedes det USA og Kina at indgå en delvis handelsaftale. Verdensøkonomien klarede sig således fornuftigt gennem året og sluttede aktieåret stærkt af. Blandt de største bidragsydere til porteføljens afkast i årets sidste kvartal var den indiske realkreditbank HDFC og det svenske industriselskab Atlas Copco, mens de forbrugsrelaterede selskaber Unilever og Nestlé var blandt de dårligste investeringer. Afdeling Globale Aktier Etik leverede et afkast på 5,3 pct. i fjerde kvartal, hvilket var en smule lavere end afdelingens benchmark, MSCI AC World, der steg 5,9 pct. Samlet set sluttede afdelingen året med et afkast på 34,9 pct. mod afdelingens benchmark, der leverede 29,1 pct.

Investeringsstrategi og porteføljeændringer

Afdelingens fundament udgøres af stabile vækstselskaber, som er karakteriseret ved en stærk markedsposition og en stærk ledelse. Foruden de stabile vækstselskaber investerer afdelingen i unikke selskaber, der drager fordel af medvinden fra en række strukturelle vækstområder, bl.a. inden for teknologisektoren. Afdelingens etiske profil betyder imidlertid, 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 fjerde kvartal foretog vi et par omlægninger. Vi solgte, bl.a. grundet urolighederne i Hong Kong og de konsekvenser dette har for turismen og forretningslivet, ejendoms-selskabet **Sung Hung Kai**. For provenuet valgte vi at øge investeringerne i indonesiske Bank Central Asia og tyske SAP. Vi har desuden geninvesteret i taiwanesiske **TSMC**, der er verdens største producent af computerchips. Selskabet har en markedsandel på over 50 pct. og har dermed vigtige stordriftsfordele. TSMC er desuden velforberedt til en ny periode med stærk vækst drevet af 5G og Internet of Things. Købet af TSMC blev finansieret ved et salg af den amerikanske bank **Wells Fargo**, idet den finansielle sektor, herunder særligt bankerne, står over for strukturelle udfordringer som lave renter, reguleringer og øget konkurrence.



Se porteføljen på cww.dk

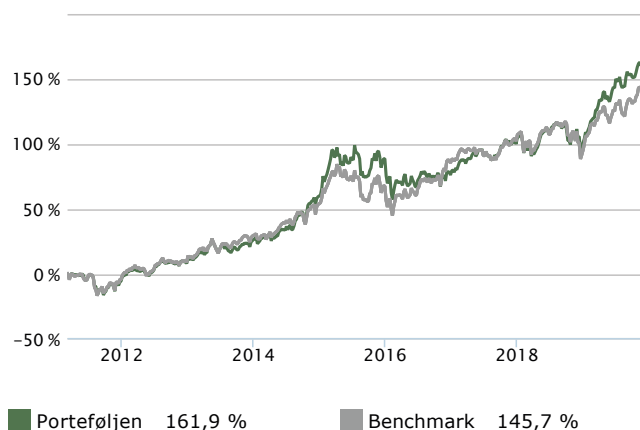
C WORLDWIDE GLOBALE AKTIER ETIK

PR. 31. DECEMBER 2019

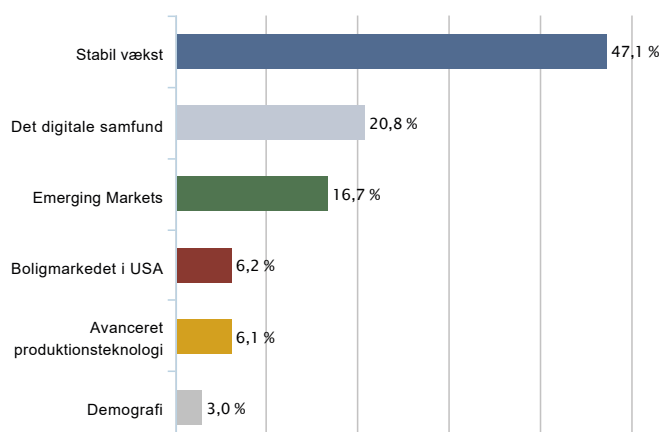
FAKTA

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	1,69 %
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 (%)	34,9	52,1	68,1	-	161,9	11,5
Benchmark (%)	29,1	34,3	62,0	-	145,7	10,7
Aktivt afkast (%)	5,8	17,8	6,2	-	16,2	0,8

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

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
Visa	8,1 %
HDFC Bank	7,3 %
AIA Group	4,5 %
Nestle	4,4 %
The Home Depot	4,3 %
Alphabet	4,3 %
Thermo Fisher Scientific	4,2 %
Sony	4,1 %
Procter & Gamble	4,1 %
Coca-Cola	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

Afdeling Stabile Aktier fik en stærk afslutning på et godt år med en kursstigning i kvartalet på 5,2 pct., mens benchmark blot steg med 0,1 pct. I 2019 gav afdelingen et afkast på 30,7 pct., hvilket kan sammenlignes med et afkast på 23,4 pct. for benchmark. Afdelingens afkast blev i høj grad understøttet af solide regnskaber i vores selskaber. På markedsniveau bidrog den seneste positive udvikling i handelskrigen mellem USA og Kina, samt et klart valgresultat i Storbritannien, som mindsker usikkerheden omkring udmeldelsen af EU. Vi forventer, at den økonomiske vækst fortsætter i et afdæmpet tempo i 2020. I dette miljø er det vigtigt at fokusere på de selskaber, hvor indtjeningen er mindre konjunkturfølsom. Kvartalets bedste aktie blev UnitedHealth, som er det største sundhedsforsikringsselskab i USA. Aktien steg med ca. 35 pct. godt hjulpet af en ændret retorik fra en af de førende demokratiske præsidentkandidater. Den største skuffelse var den japanske medicindistributør **Suzuken**, da aktien faldt med over 20 pct. efter en anklage om kartellignende prisfastsættelse på offentlige kontrakter – vi har derfor solgt aktien.

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 stabil indtjeningsvækst. Vi stræber kontinuerligt efter at finde forskelligartede investeringer for at gøre porteføljen robust over for markedsudsving, men stadigvæk få gavn af den globale økonomiske vækst. Det er baggrunden for, at porteføljen må forventes at have mindre kursudsving end det globale aktiemarked generelt. Vi har f.eks. investeret i **Guangdong Investment**, der står for vandforsyningen til Hong Kong samt udvikler nye vandforsynings- og renseanlæg i det sydlige Kina. På trods af en forudsigelig og solid indtjening er selskabet uden nettogæld, hvilket skaber grundlag for yderligere investeringer i stabil vækst i de kommende år.

Derudover har vi investeret i **Service Corp**, der er den største bedemandsforretning i USA med en markedsandel på ca. 15 pct. Demografien i USA gør, at der de kommende 5-10 år må ventes væsentlig vækst i antallet af begravelser i takt med, at de store generationer når til livets ende. Vi solgte det japanske bryggeri **Asahi Breweries**, da selskabet har haft det svært på ølmarkedet i Japan. Derudover er vi bekymrede over deres seneste opkøb i Australien, som kræver optagelse af ny gæld i 2020.



Se porteføljen på cww.dk

C WORLDWIDE STABILE AKTIER

PR. 31. DECEMBER 2019

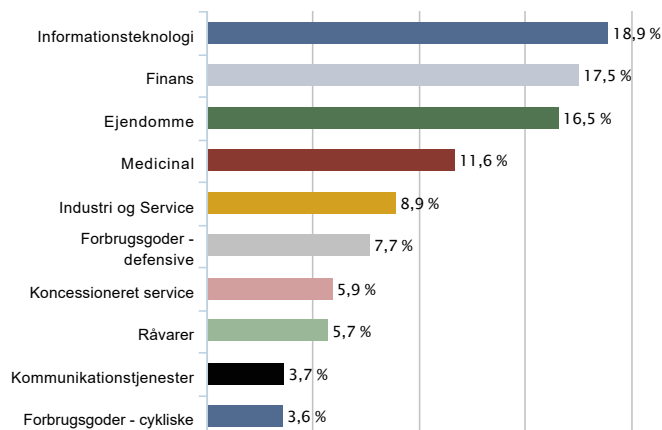
FAKTA

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	1,72 %
ÅOP	2,09 %
Indirekte handelsomkostninger	0,02 %
Forvalter	Jakob Greisen

AFKASTUDVIKLING



SEKTOR



AFKAST & RISIKO

	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	30,7	35,7	59,9	-	74,7	11,2
Benchmark (%)	23,4	32,7	67,8	-	82,7	12,2
Aktivt afkast (%)	7,3	3,0	-8,0	-	-8,1	-1,0

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. p.a. porteføljen (%)	8,6	10,4	-	10,2
Std. afv. p.a. benchmark (%)	7,7	9,4	-	9,3
Beta	1,0	1,0	-	1,0

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
Annaly Capital Management	4,6 %
Atlantica Yield	4,5 %
Fiserv	3,9 %
STORE Capital	3,9 %
Aroundtown	3,9 %
United Health	3,8 %
Grand City Properties	3,7 %
Wheaton Precious Metals	3,7 %
Amdocs	3,6 %
Progressive Corp	3,5 %

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

Status på kvartalet

Afdeling Danmark steg i fjerde kvartal på linje med det danske aktiemarked 9,5 pct. De største positive bidragsydere var vores overvægt i SimCorp, Demant, G4S og Vestas. Omvendt trak vores overvægt i FLSmidth, ISS samt vores undervægt i Veloxis og DFDS ned. Kvartalet startede med kursfald på 3-4 pct., men derefter kom en periode med kursstigninger kun afbrudt af små og kortvarige korrektioner. Særlig positiv indflydelse fik indgåelsen af en delvis handelsaftale mellem USA og Kina i december, og underliggende hjælper det aktier, at obligationer med negative renter ikke rigtigt er noget investeringsalternativ.

Kvartalet var ikke præget af store positive nyheder fra regnskabsfronten. Således var nogle af de større og velrenommerede selskaber ude med nedjusteringer af forventningerne til årsresultaterne. Novozymes skuffede igen, og denne gang kostede det adm. direktør, Peder Holk, stillingen. Mere overraskende var det, at to af aktiemarkedets kursledende selskaber, Chr. Hansen og Ørsted, begge måtte nedjustere forventningerne til resultatet for 2019. Lavere indtjeningsforventninger giver nu om dage store kursfald, selvom renterne er lave. Dette skyldes, at vurderingerne – særligt på de ”gode” selskaber – er høje.

Investeringsstrategi og porteføljeændringer

Porteføljen er overvægtet med ca. 2 procentpoint i cykliske aktier og undervægtet med ca. 4 pct. i defensive aktier. Kontantbeholdningen er 2 pct. Den cykliske overvægt er primært koncentreret i industriaktier, mens bankerne er neutralt-vægtet. Undervægten af defensive aktier stammer fra en selskabsspecifik undervægt af Lundbeck og Ørsted og er således ikke drevet af en overordnet holdning til de to aktivklasser. Der er ikke sket nævneværdige ændringer i kvartalet.

Udsigterne for de danske aktier er usikre. På den ene side er der ingen reelle investeringsalternativer til aktier, hvilket burde give en høj underliggende efterspørgsel på aktier. På den anden side er prisfastsættelsen af de gode selskaber i Danmark meget høje, og der er ikke plads til indtjeningskuffelser uden, at det medfører relativt store kursfald. Vækstudsigterne er relativt lave, og det gør det svært for de cykliske selskaber at øge deres omsætning og især deres indtjening. Hvis et selskab ikke øger omsætningen, er indtjeningen som regel under pres pga. stigende omkostninger. Hertil kommer, at konkurrencen skærpes, når et marked ikke vokser med prispress til følge.

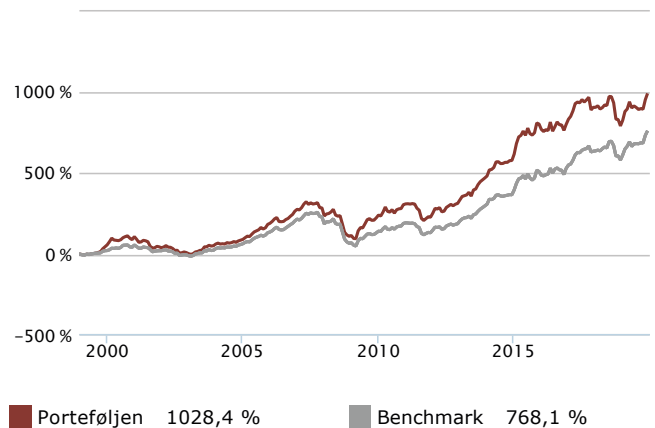


Se porteføljen på cww.dk

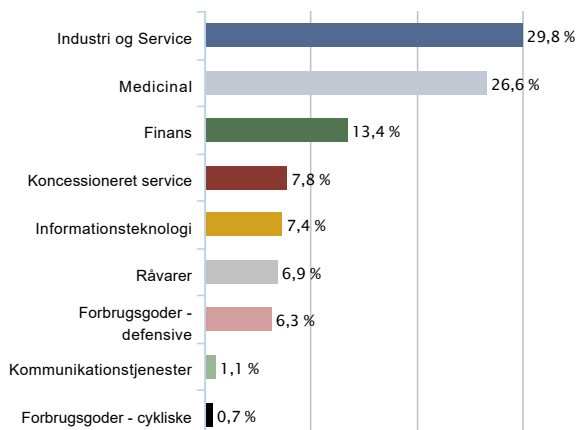
FAKTA

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	1,56 %
ÅOP	1,77 %
Indirekte handelsomkostninger	0,004 %
Forvalterteam	Kim Korsgård Nielsen, Peter Holt

AFKASTUDVIKLING



SEKTOR



AFKAST & RISIKO

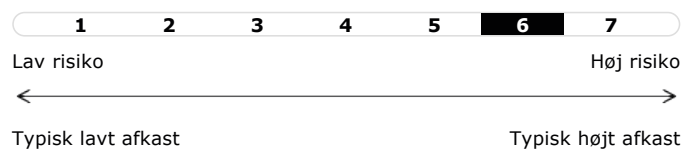
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	22,6	21,2	61,2	237,0	1.028,4	12,2
Benchmark (%)	26,7	36,9	84,8	272,2	768,1	10,8
Aktivt afkast (%)	-4,1	-15,7	-23,6	-35,2	260,3	1,4

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. p.a. porteføljen (%)	11,9	12,7	13,7	18,3
Std. afv. p.a. benchmark (%)	10,5	12,0	12,7	16,5
Beta	1,1	1,0	1,1	1,1

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
Novo Nordisk	9,8 %
DSV Panalpina	8,5 %
Ørsted	7,8 %
Danske Bank	5,5 %
Vestas Wind Systems	5,1 %
Demant	4,9 %
A.P. Møller-Mærsk	4,7 %
Coloplast	4,6 %
Carlsberg	4,6 %
Genmab	4,5 %

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.



Asien

Status på kvartalet

De asiatiske aktiemarkeder sluttede året med et stærkt fjerde kvartal drevet af de kinesiske og taiwanesiske markeder. På trods af den nyligt indgåede handelsaftale mellem USA og Kina er der fortsat langsigtet usikkerhed. Der er dog en begyndende anerkendelse af, at selv om handelskonfrontationen bliver langvarig, vil indvirkningen på Kina ikke blive så negativ som ventet, da de kinesiske selskaber er i gang med at etablere en mere lokalt forankret forsyningskæde. Afdelingen skabte et afkast på 11,4 pct., mens benchmark MSCI AC Asia ekskl. Japan leverede 8,7 pct. i kvartalet. De største positive bidragsydere var Sunac China, China Overseas Land & Invest og TSMC (Taiwan), mens de negative bidragsydere var My E.G. Services (Malaysia) og Pakuwon Jati (Indonesien). Samlet set gav 2019 et godt resultat – både absolut og i forhold til markedet. Flere af vores teknologiselskaber, der klarede det mindre godt i 2018, kom stærkt tilbage i 2019. Afdelingen gav et årsafkast på 29,4 pct., mens benchmark gav 20,5 pct.

Investeringsstrategi og porteføljeændringer

Investeringsstrategien er fortsat med fokus på indenlandsk asiatisk vækst. Vi tilføjede flere nye positioner i fjerde kvartal, herunder nogle indiske selskaber, der dækker behovet for finansielle tjenester over hele landet: **ICICI Lombard General Insurance**, **Manappuram Finance**, **HDFC Bank**. Vi købte ligeledes **Indian Petronet LNG**, der drager fordel af en strukturel vækst i gasforbruget.

Endelig købte vi to taiwanesiske selskaber: **Chailease** og **Mediatek**. Chailease er det største leasingfirma i Taiwan med leasing af udstyr, factoring og direkte finansiering. Selskabet har aktiviteter i Taiwan, Kina og ASEAN-regionen. Chailease fokuserer på leasing til små og mellemstore virksomheder, der typisk har svært ved at få finansiering fra banker. Selskabet har her en stærk erfaring med en afkastningsgrad på 3-4 pct. og en egenkapitalforrentning på over 20 pct. Cirka 90 pct. af indtægterne kommer fra Taiwan og Kina, hvor der er gode vækstudsigter. Brugen af leasing i Kina og Taiwan er henholdsvis 7 pct. og 10 pct., hvilket er lavere end i modne markeder som USA og Storbritannien, hvor brugen af leasing er på hhv. 22 pct. og 32 pct. Mediatek er verdens fjerdestørste globale halvleder-selskab (uden egen produktion), og vi ser, at virksomheden vil drage fordel af udbredelsen af 5G, samt at kinesiske teknologi-virksomheder mindsker afhængigheden af amerikanske producenter til fordel for indenlandske leverandører.



Se porteføljen på cww.dk

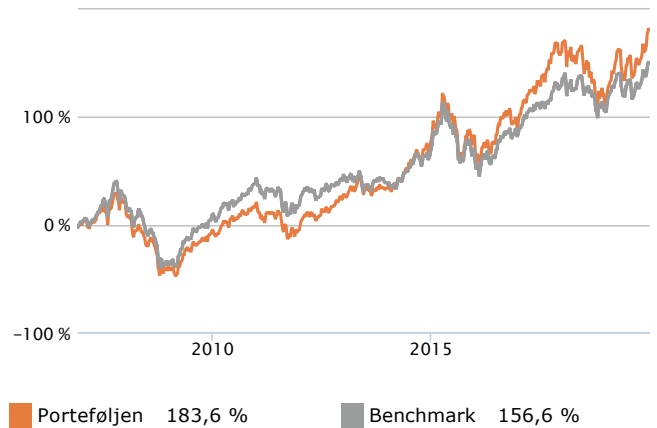
C WORLDWIDE ASIEN

PR. 31. DECEMBER 2019

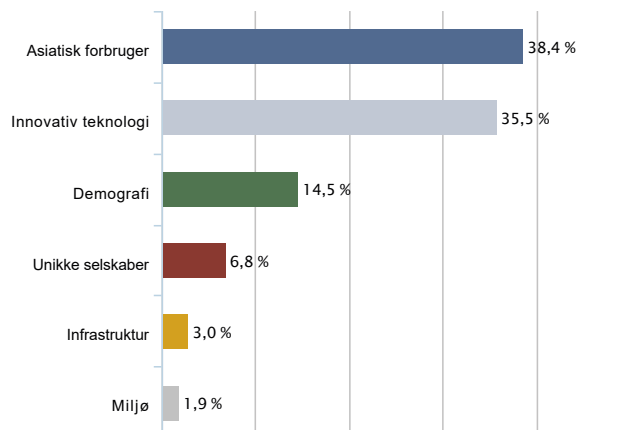
FAKTA

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	2,14 %
Indirekte handelsomkostninger	0,0 %
Forvalterteam	Allan Christensen, Mogens Akselsen

AFKASTUDVIKLING



TEMA



AFKAST & RISIKO

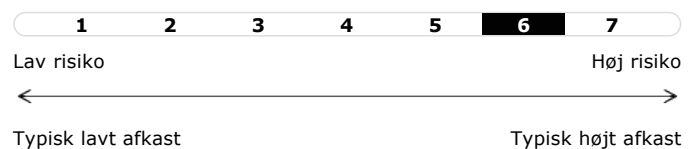
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	29,4	44,7	60,1	196,3	183,6	8,3
Benchmark (%)	20,5	35,4	48,6	130,5	156,6	7,5
Aktivt afkast (%)	8,9	9,3	11,5	65,8	27,0	0,8

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. p.a. porteføljen (%)	15,2	16,7	15,7	18,8
Std. afv. p.a. benchmark (%)	12,5	14,3	13,5	17,7
Beta	1,2	1,1	1,1	1,0

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
Alibaba Group	7,8 %
TSMC	7,7 %
Samsung Electronics	7,4 %
Tencent Holdings	6,4 %
China Overseas Land & Investment	3,7 %
Sunac China Holdings	3,6 %
AIA Group	3,4 %
Sunny Optical Tech	3,2 %
Ping An Insurance	2,9 %
HDFC	2,5 %

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

Aktiemarkedene i emerging markets blev fortsat påvirket af støjen fra handelskonflikten mellem USA og Kina såvel som andre politiske begivenheder. En "fase 1"-handelsaftale blev underskrevet i december, men ved en nærmere gennemgang forekommer nogle af målene dog svært opnåelige. F.eks. forventes en fordobling af Kinas import af amerikanske varer fra 2019 til 2021. For at sætte dette i et historisk perspektiv er den tidligere højeste to-årige stigning i Kinas import fra USA 50 pct. Vi forventer, at den ideologiske kamp mellem de to lande vil fortsætte i de kommende år. Omvendt er Kina og landets selskaber i gang med at tilpasse sig en situation med et mere ustabil forhold til USA, hvor bl.a. afhængigheden af amerikanske leverandører mindskes gennem udvidet samarbejde med lokale aktører. I kvartalet skabte afdelingen et afkast på 10,9 pct. ift. 8,7 pct. for benchmark. Merafkastet kom bl.a. fra en positiv udvikling inden for teknologiaktierne som følge af tegn på en ende på den lagerkorrektion, vi så i teknologiforsyningskæden i 2018. Hertil kom stærk indtjeningsvækst fra en række af vores teknologiselskaber, heriblandt Alibaba, TSMC og Sunny Optical. For 2019 blev afkastet på 26,5 pct., mens benchmark gav 20,8 pct.

Investeringsstrategi og porteføljeændringer

I løbet af kvartalet købte vi bl.a. **B2W**, **TOTVS**, **B3**, **Banco Pan**, **Banco del Bajio** (BanBajio), **Manappuram**, **ICICI Lombard General Insurance**, **Aavas Financiers**, **PVR**, **Sunac**, **Zhejiang Dingli**, **Galaxy Entertainment**, **Chailease** og **Mediatek**. Vi solgte **Via Varejo**, **NMC Health**, **COLI**, **Sands China**, **Femsa** og **Kasikornbank**. Vores positive syn på Brasilien og væksten i det digitale samfund – særligt inden for e-handel og fintech – førte til, at vi bl.a. købte B2W, som forventes at blive en af de langsigtede vindere inden for e-handel og fintech i Brasilien og TOTVS, som har en markedsandel på ca. 50 pct. inden for virksomhedssoftware. I kvartalet besøgte vi bl.a. Indien – det mest spændende marked set fra et investeringsperspektiv for det næste årti. I øjeblikket er væksten svag med afmatning på tværs af mange sektorer. Dette skaber usikkerhed, men omvendt også muligheder for den langsigtede investor. Vi investerede derfor i ICICI Lombard, som har fokus på skadesforsikring, hvor præmien pr. indbygger i Indien er ca. en tiendedel af niveauet i Kina. Indkomstniveauet i Indien tilsiger, at forsikringsefterspørgslen nu burde stige markant. Vi investerede desuden i PVR, som er den største biografoperatør i Indien. Udbredelsen af biografer er lav, hvor der er færre end 10.000 biografale til sammenligning med Kina, som har ca. 50.000.



Se porteføljen på cww.dk

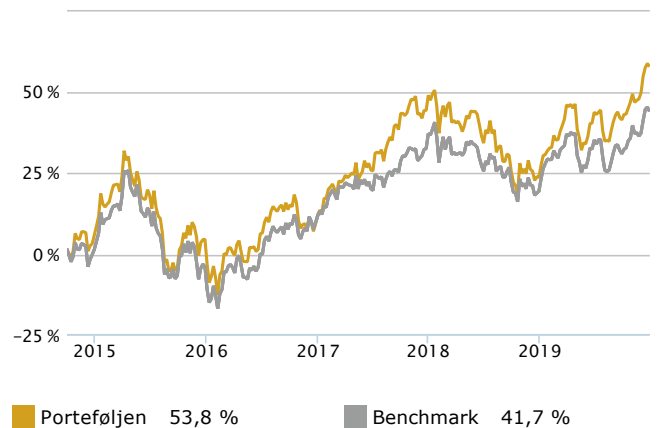
C WORLDWIDE EMERGING MARKETS

PR. 31. DECEMBER 2019

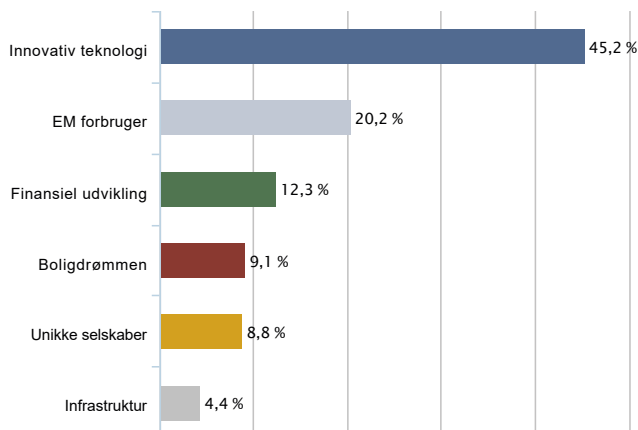
FAKTA

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	1,97 %
ÅOP	2,41 %
Indirekte handelsomkostninger	0,04 %
Forvalterteam	Aman Kalsi

AFKASTUDVIKLING



TEMA



AFKAST & RISIKO

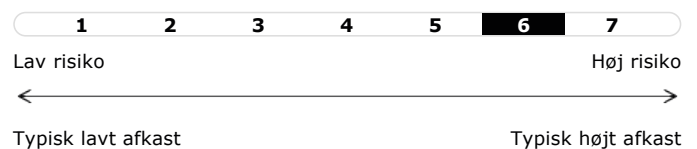
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	26,5	44,2	50,0	-	53,8	8,5
Benchmark (%)	20,8	31,2	42,1	-	41,7	6,9
Aktivt afkast (%)	5,8	13,0	7,8	-	12,0	1,7

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. p.a. porteføljen (%)	12,4	14,8	-	14,4
Std. afv. p.a. benchmark (%)	11,6	13,6	-	13,2
Beta	1,0	1,0	-	1,0

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
Alibaba Group	8,5 %
Samsung Electronics	7,4 %
TSMC - ADR	6,5 %
Tencent Holdings	5,7 %
HDFC Bank	5,2 %
Longfor Group	4,1 %
Ping An Insurance	3,8 %
Sunny Optical Tech	3,2 %
Anhui Conch Cement	3,0 %
ICICI Bank	2,9 %

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 og afdeling Danmark KL 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 eller våben.

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.

Det danske aktiemarked har – måske overraskende for mange – været et af de bedste aktiemarkeder over de seneste ti år. En af forklaringerne er, at Danmark har flere verdensledende selskaber inden for udvalgte niches med et globalt afsætningsgrundlag. Vi tror på, at den positive udvikling vil fortsætte, og hvis du er enig, kan afdeling **Danmark KL** være noget for dig.

C WorldWides kerne- og vækstafdelinger



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 p.t. stærkeste vækstlokomotiv. 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.

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. januar 2020. Kvartalsorienteringen for 4. kvartal 2019 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.

EN GOD INVESTERING KRÆVER ET GLOBALT UDSYN

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

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

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

INVESTERINGSFORENINGEN C WORLDWIDE

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