

Verdens vigtigste selskaber & fremtiden for computing

**Myter og fundamentalisme
i investeringsverdenen**

Digitale abonnemeter vinder frem

"Indernettet" - verdens 4. internet

**KVARTALS-
ORIENTERING
NR 4 | 2020**



C WORLDWIDE
GLOBALE AKTIER
COMPOUNDING
SIDEN 1990

FORESTIL DIG DU SCORER 3 UD AF 4 GANGE

Tænker du, at det er usandsynligt? C WorldWide Globale Aktier har slået markedet 3 ud af 4 gange målt på 3 års rullende afkast siden 1990. Hemmeligheden bag er Compounding.

Vi investerer i nøje udvalgte selskaber med holdbare og ansvarlige forretningsmodeller
- selskaber, der bliver bedre og bedre over tid.

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

Læs mere på CWW.dk

Indholdsfortegnelse

04	Leder
06	Forventninger til aktiemarkedet
11	Verdens vigtigste selskaber & fremtiden for computing
15	Myter og fundamentalisme i investeringsverdenen
18	Digitale abonnementer vinder frem
21	"Indernettet" – verdens 4. internet
24	Globale Aktier KL
26	Globale Aktier Etik KL
28	Stabile Aktier KL
30	Emerging Markets KL
32	Asien KL
34	Én grundfilosofi – fem afdelinger
35	Investeringsforeningen C WorldWide



Leder

Kære investor

Et aktiemarked, der gerne vil stige

Som du kan læse i ”Forventninger til aktiemarkedet” på s. 6., står vi foran de bæredygtige 2020’ere – ikke de brølende 20’ere som en umiddelbar parallel til 1920’erne. Vi ser et aktiemarked, hvor den underliggende tendens er positiv. Understøttet af et fornuftigt langsigtet økonomisk vækstbillede, men i særdeles af central-banker, som vil holde renterne lave en rum tid fremover. Fordi staterne har så høj gæld, vil højere renter være ødelæggende.

Dette er også nøglen til at forstå det lidt paradoksale aktieår 2020, hvor Covid-19 og den politiske skabte recession til at starte med forårsagede store kursfald og volatilitet på aktiemarkedene. Men investorerne så hurtigt gennem nedlukningerne, og samtidigt accelererede Covid-19 igangværende trends, og mest tydeligt digitaliseringstrenden. Dette gav et todelt aktiemarked med kursstigninger til de digitale selskaber, mens sektorer som banker, underholdningsindustrien og energi fik kurstab. Samlet set steg verdensindekset ca. 6 pct. blandt andet fordi, de digitale selskaber vægter tungest i indeksene.

2020 – et pænt år, hvor alle afdelinger slog benchmark

Markedsudviklingen med fokus på de langsigtede tematiske trends var understøttende for generelt pæne afkast i vores afdelinger – både i fjerde kvartal og for 2020 samlet. Alle afdelinger skabte for året bedre afkast end sammenligningsgrundlaget. I fjerde kvartal var afkastene mellem 4,5 pct. og 16,5 pct., mens alle afdelinger på nær afdeling Stabile Aktier skabte positive tocifrede årsafkast. De bedste afkast blev skabt af afdelingerne Emerging Markets og Asien. Det negative resultat i afdeling Stabile Aktier, selv om det var bedre end benchmarkudviklingen, er en smule skuffende.

Baggrunden er dog den todelte markedsudvikling, hvor de traditionelt stabile selskaber typisk ikke findes blandt de digitale selskaber, men er selskaber, der producerer og sælger fysiske dagligdagsprodukter. Disse selskaber haltede bagefter de digitale vindere i 2020, og afdelingen nåede derfor ikke i plus for året trods et positivt fjerde kvartal.

Værdien af Compounding

Som du måske har lagt mærke til, taler vi ofte om begrebet Compounding. På dansk er den nærmeste oversættelse ”rentes rente-effekten”. Compounding beskriver på mange måder essensen af vores investeringsmetode – at finde gode, holdbare selskaber, der vokser sig større og større over tid, og som er værdiskabende for både aktionærer og øvrige stakeholders. En ubalance inden for ESG-faktorer vil før eller siden ramme de finansielle resultater og dermed aktionærerne. Compounding bliver endnu vigtigere, nu hvor rentes rente-effekten er død på store dele af obligationsmarkedet. Men det er også relevant, hvis man som investor tænker langsigtet og på de kommende generationer. Afkast og samfundsansvar går således hånd i hånd.

Vi har investeret i Compounding-selskaber i mere end 30 år, og resultaterne illustrerer værdien af Compounding. En investering i afdeling Globale Aktier har over 30 år givet et samlet afkast på 2519 pct. svarende til et årligt gennemsnitsafkast på 11,5 pct. Dette er væsentligt mere end markedsafkastet. Og tallene viser faktisk, at vi har slået markedet 3 ud af 4 gange målt på rullende 3-års afkast. En træfsikkerhed på 75 pct. Faktisk det, at teorien siger, ikke kan lade sig gøre. Vi synes, det bekræfter værdien af langsigtet tænkning. Værdien af tålmodighed, at lade tiden arbejde for sin investering. Vi har skrevet mere om værdien af Compounding på cww.dk.

Digitale investormøder

Som en kedelig konsekvens af Covid-19 har vi i 2020 måtte aflyse vores investeringskonferencer, og trods udsigten til vacciner er det usikkert, om vi kan afholde fysiske events i år. Vi vil i stedet invitere til en række digitale investormøder i første halvår. Her vil vores porteføljeformidlere dele investeringsindsigter, så du kan blive opdateret på udviklingen i afdelingerne. For at sikre at du er bedst muligt opdateret på nyheder fra os, herunder de kommende digitale investormøder, anbefaler vi – hvis du ikke allerede er det – at du tilmelder dig vores elektroniske nyhedsbrev. Dette gør du på vores hjemmeside cww.dk.

Ny afdeling Indien på vej

Vi har gennem de seneste par år været meget positive over for Indien. Hvis du deltog på vores Investor-konference i 2019, husker du måske porteføljeformidler Aman Kalsis indlæg netop om Indien. Vi ser mange udviklingsparalleller mellem Kina og Indien, hvor Indien bare er en årrække bagefter. Med premierminister Modi ved roret ser vi et land, som er i gang med at indfri et mangeårigt og stort uforløst potentiale. På denne baggrund ser vi Indien som måske en af de mest interessante investeringsmuligheder over de næste ti år. Vi forventer, at den nye afdeling vil blive børsnoteret i andet kvartal, og vi glæder os til snart at kunne fortælle mere om denne nye investeringsmulighed.

Udbytter udbetales i slutningen af januar

Årets udbytter vil igen i år blive udbetalt i slutningen af januar. Udlodningen er som bekendt et resultat af, hvor mange gevinster den enkelte afdeling har realiseret i 2020. Dette betyder, at afdeling Emerging Markets KL og afdeling Asien ikke vil udlodde i år. De øvrige

afdelinger vil udlodde, hvor afdeling Globale Aktier KL A eksempelvis udbetaler kr. 40,70 pr. andel. Udbytterne vil fragå kursen 27. januar og bliver indsat på afkast-kontoen 29. januar. Du kan læse mere om de faktiske udlodninger på cww.dk.

Investeringsindsigter

I denne kvartalsorientering har vi fire forskellige artikler. Den første handler om udsigterne for halvleder-industrien – om hvorvidt den historiske udvikling kan fortsætte, og hvilke selskaber, der er godt positioneret til fremtiden. Den næste handler om investeringsmyter og særligt det fænomen som kaldes ”Reversion to the Mean”. Altså en tro på at en udvikling søger mod et gennemsnit. Som en naturlov. Vi sætter spørgsmålstegn ved denne myte, da den undervurderer effekten af strukturelle trends og forandringer. Endelig fortæller vi om, hvorfor vi godt kan lide abonnementsbaserede forrentningsmodeller, mens vi slutter af med en indsigt om en særlig udvikling af internettet i Indien.

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

Bo Knudsen Tim Kristiansen

Resultat 4. kvartal 2020

Afdeling	Afkast Benchmark		Afkast Benchmark	
	4. kvrt.	4. kvrt.	2020	2020
Globale Aktier KL	8,3%	9,9%	12,8%	6,2%
Globale Aktier Akk. KL	8,1%	9,9%	13,2%	6,2%
Globale Aktier Etik KL	8,4%	9,9%	14,7%	6,2%
Stabile Aktier KL	4,5%	2,0%	-3,2%	-6,2%
Asien KL	16,5%	13,7%	15,8%	14,2%
Emerging Markets KL	16,4%	14,7%	19,4%	8,1%



Forventninger til aktiemarkedet

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

Vi kan bedst lide det, vi kender og kan kontrollere. Covid-19 kom som en skræmmende faktor, der tog kontrollen med verden og skabte usikkerhed. Virussen skabte den mest markante og hurtigste nedgang i den økonomiske aktivitet siden 2. verdenskrig – en blitzrecession. Hvor forventningen var en positiv vækst på 3 pct. for 2020, bliver resultatet et minus på 4 pct. – hele 7 pct.-point i forskel – og dette trods ekstreme hjælpepakker. Recession og aktienedtur rejste også denne gang sammen.

Markante indgreb på finansmarkederne, hvor den amerikanske centralbank opkøbte obligationer for, hvad der svarer til USD 140 mio. i minuttet! Hjemmearbejde, vacciner og sociale restriktioner – ser ud til at betyde, at det nu bliver menneskeheden, der kontrollerer virus og ikke virus, der kontrollerer menneskeheden. Aktieinvestorerne kigger nok gennem denne tunge vinter, fejrer på forskud i kraft af de lovende vacciner – som var de selve symbolet på menneskehedens forhåbentligt kommende sejr over Covid-19.

Når vi forhåbentligt ikke ser en slem mutering af virus, kan vi til gengæld forvente, at centralbankerne ikke justerer renterne. Vil centralbankerne ligefrem sikre markederne mod stigende renter? Det bliver et af de afgørende spørgsmål i 2021 og frem. Vi tror, at de vil gå langt.



Aktieinvestorerne kigger nok gennem denne tunge vinter, fejrer på forskud i kraft af de lovende vacciner – som var de selve symbolet på menneskehedens forhåbentligt kommende sejr over Covid-19.



Vil centralbankerne ligefrem sikre markederne mod stigende renter? Det bliver et af de afgørende spørgsmål i 2021 og frem. Vi tror, at de vil gå langt.

Vi har en stærk tro på, at sejre på aktiemarkedet kommer, fordi vi tænker langsigtet. Vi tænker i Compounding og ser dermed på 2020'erne som en helhed mere end året 2021. Så bliver det de brølende 20'ere igen – som vi så det i 1920'erne – og ikke mindst, hvad sker der på den anden side af pandemien? Med et vaccinepas i hånden kan vi frem for alt igen søge oplevelser uden for hjemmet, gå i byen og rejse. Men vi tror, at denne skræmmende kollektive sygdomsoplevelse – den værste siden den spanske syge for 100 år siden og konsekvenserne af de massive hjælpepakker – vil sætte sig som langsigtede effekter i verdensøkonomien såvel som i forbrugeradfærden som til sidst *altid* spejler sig i – og giver muligheder – på aktiemarkedet!

Hjemmet spiller en nøglerolle

Du sidder nok hjemme og læser dette pga. pandemien. Hjemmet er ikke blot et sted til afslapning. Nu er det også omdannet til kontor, restaurant, børnehave og fitnesscenter. Trods dette, lader det til, at 70 pct. af os i fremtiden – frivilligt – vil vælge at arbejde hjemme to dage om ugen. Selskaber øjner besparelser og motivationsfordele, og trenden er klar – *hjemmet* får en endnu mere ophøjet rolle i vores liv. Det bliver med tiden måske både større, bedre og fornyet, så det ikke alene kan skabe mere hjerterum, men simpelthen rumme flere funktioner.

Hjemmet er for de fleste forbundet med tryghed – men også der bliver vi udsat for et frygtbaseret mediebombardement omkring pandemien. Det sætter sig nok i den kollektive bevidsthed og har samfundsøkonomiske konsekvenser. Ser man på det akademiske studie [”Longer-run economic consequences of pandemics?”](#)

fra San Francisco Fed fra 2020, der analyserer de makroøkonomiske effekter af 12 pandemier siden 1300-tallet, peges der på klare makroøkonomiske effekter. Pladsen her tillader mig ikke at gå i dybden, men en konklusion er, at pandemier giver langvarigt nedadgående pres på realrenter, og en del af forklaringen er en frygtrevet lyst til at spare mere op – for måske at beskytte sig mod den næste pandemi.

Det er ikke tilfældigt, at også centralbankchefer i årtier er blevet mere og mere optaget af hjemmet – eller rettere huspriserne – særligt i USA, der fortsat er nøglen til de finansielle markeder. Der er nemlig en tæt sammenhæng mellem økonomisk vækst og huspriser – særligt i verdens to største økonomier Kina og USA.

Høj gæld skaber høj rentefølsomhed

Forbrugeren, der i USA udgør 70 pct. af økonomien, føler sig også økonomisk mere tryk, hvis deres ejerbolig er blevet mere værd. Velstanden i det amerikanske samfund knytter sig derfor til bolig- og finansmarkedet og udgør nu seks gange BNP – i forhold til historiske tre gange.

Centralbankchefer og politikere forstår, at følsomheden aldrig har været højere – og at særligt faldende priser på ejerboliger og andre aktiver kan skabe sammenbrud i beskæftigelse og økonomi. Læg dertil, at statsgæld verden over og særligt i USA er eksploderet fra et allerede højt niveau under Corona-krisen. Gælden i verdensøkonomien estimeres nu til at være 365 pct. af det globale BNP.

Rentefølsomheden er med andre ord enorm, og politikere/stater, der i sidste ende sætter renten, er de største tabere på højere renter. Vi tror derfor, at renten bevidst holdes lav, og vi er optimister, når det gælder boligmarkedet – med den ekstra krølle, at der er omkring 3,3 mio. unge mennesker i USA ekstra i forhold til det normale niveau, som ikke har haft mulighed for at flytte hjemmefra – og som vil komme på boligmarkedet over de næste fem til ti år. Dette vil understøtte en pæn, økonomisk vækst i USA.



Staterne er de største tabere på højere renter. Vi tror, at renten derfor bevidst holdes lav.

Centralbankdirektør Powell forsøgte at hæve renterne i 2018, men markedsreaktionen blev for voldsom, og han måtte ændre strategi. USA's nye finansminister Yellen – forhenværende centralbankchef – skal fremover lede den økonomiske politik. Der er ingen garantier, men hun har i hvert fald en enorm erfaring. Denne fælles forståelse på de ledende poster de næste fire år øger chancen for en understøttende penge- og finanspolitik i USA.

Tilbage i 2012 var renten på en græsk 5-årig obligation 60 pct. I dag er den næsten nul. Dette er et af mange eksempler på, at renterne har nået et historisk lavt niveau. Var det ikke for den massive intervention, ville renterne være højere. Mange kan synes, at renter ikke bør være så lave som nu, men der skal mere end moralsk baserede argumenter til, før specielt realrenterne for alvor stiger.



En fælles forståelse på de ledende poster de næste fire år øger chancen for en understøttende penge- og finanspolitik i USA.

Vacciner hjælper nok mod Covid-19, men de er ikke kuren mod den høje gæld i samfundet. Ej heller er de en magisk indsprøjtning mod en globalt aldrende befolkning. Vi kan se på Japan, hvad aldrig betyder for økonomisk vækst og inflation. Vi ser fortsat en lav risiko for permanent højere inflation, og selv hvis vi skulle få et inflationsscenario, vil vi klart foretrække aktier frem for obligationer.

Billig kapital fremmer innovation og bæredygtighed

Der er en tendens til, at de mange dollars og euro, der trykkes, bliver i finansmarkederne, hvor resultatet er adgang til billig kapital. I Sverige og Norge er der sket en eksplosion af nye selskaber på børsen. Dette skaber nye jobs. Visse firmaer har nu adgang til meget billig innovations- og ekspansionskapital. Andre har det svært. Et større amerikansk kulselskab kunne ikke hente kortsigtet finansiering trods en god underliggende indtjening, mens et firma som Tesla lige nu har fri adgang til al den kapital, de har brug for.



Vi befinder os på et interessant tidspunkt i verdenshistorien, hvor kapitalismen moderniseres og transformerer sig til en mere bæredygtig form for kapitalisme.

Vi befinder os på et interessant tidspunkt i verdenshistorien, hvor kapitalismen moderniseres og transformerer sig til en mere bæredygtig form for kapitalisme. Det er drevet af politikere, og det er sandsynligt, at denne dagsorden giver nyt liv til et stærkere og mere forenet Europa. Men påvirkningen kommer også fra de største selskaber og investorer som C WorldWide og andre. I symbiose driver dette et historisk skifte. Kapitalforvaltere presser på for en mere ansvarlig og langsigtet forretningsskik. Nestlé fremhæver eksempelvis, at det, at være et ansvarligt og bæredygtigt selskab, styrker selskabets konkurrencekraft og selskabet har lige annonceret en markant fem års "Climate Change" plan.

De lave renter har konsekvenser

Let og billig adgang til innovationskapital i 2020'erne kan fortsætte med at sætte prisen på arbejdskraft under pres og lede til fortsat lav inflation i verdens-

samfundet. Der findes læseværdige bøger om, at vi hastigt bevæger os ind i en verden, hvor menneskets arbejdskraft bliver overflødig, da vi undervurderer, hvad selvprogrammerende maskiner og kunstig intelligens bliver i stand til (Daniel Susskind: "A World Without Work"). Vi er meget mere optimistiske på menneskets vegne, selvom vi også deler synspunktet, at der sker en accelererende udvikling inden for robot- og automatiseringsområdet. Dette tema er vi eksponeret til i vores porteføljer.

I 1484 kunne Columbus hverken rejse kapital fra Portugals konge eller andre til skibe med henblik på at finde en ny handelsrute til Østasien. Som en moderne entreprenør gav han ikke op og fik endelig penge fra den spanske dronning Isabella. Som vi ved, erobrede Spanien dermed et nyt kontinent med sukker, tobak, guld- og sølvforekomster. De næste ekspeditioner var noget lettere at skaffe risikovillig kapital til, hvorved hele grundlaget for den imperialistiske kapitalisme blev grundlagt.

Efter den enorme økonomiske succes for de store digitale platforme som Amazon, Google og Facebook er der mange der – i potentialets og Columbus' navn – stiller kapital til rådighed for nye produkter og services i det digitale samfund. Det skaber et selvkørende momentum. Data er det nye værdifulde råstof, der kan udnyttes. Kunstig intelligens bruges til at skaffe flere datapunkter om, hvad der foregår i vores samfund, og derefter udlede mønstre af data for derigennem at skabe bedre løsninger og nye produkter og services. Det er her, det boomer inden for globale patenter.

Det kan fint kobles med en mere bæredygtig dagsorden. Visse byer er f.eks. nået langt i forhold til at forstå miljødata og bruge teknologi til at undgå vandspild og opnå en bedre udnyttelse af knappe ferskvandsressourcer. Indsamling af bedre og større mængder af data kan hjælpe til at løse samfundsproblemer og samtidigt skabe nye slagkraftige selskaber og kursopgang på børsen.

5G, Kina og Indien er interessante områder

Der er andre interessante væksttemaer derude. Lad mig nævne tre:

1) 5G

Vi har brugt de sidste par år på at forstå, hvad den revolutionerende 5G-teknologi, hvor ekstreme mængder data kan flyttes på øjeblikke, kommer til at betyde. Her vil nye produkter og services opstå, og vi ser få, men klare vindere.

2) Kina

Kina kommer til at fortsætte fremad, og væksten vil være drevet af indenlandsk forbrug. Kina rykker sin position frem både ved ambitiøst at sigte mod at være CO₂-neutrale i 2060, men også ved at vise, hvem der bestemmer i Hong Kong. Kina plejer at lykkes med deres målsætninger. Med størrelse følger ønsket om mere indflydelse, og her står teknologi i centrum og teknologi er et magtinstrument. Kina er fortsat afhængig af særligt USA og Taiwan for adgangen til de nyeste teknologier, og en stor geopolitisk risiko, som også kan ramme aktiemarkederne, er knyttet til situationen omkring Taiwan. Et emne, som vi har analyseret og skrevet om i tidligere artikler f.eks. [Sommerfugleeffekten og Taiwan som nutidens IT-hotspot](#).

3) Indien

Vi ser Indien som landet med de allerstørste muligheder, som kan få geopolitisk medvind og stigende direkte investeringer fra selskaber i Europa og USA, der nu ønsker at etablere sig i Indien i stedet for Kina. Generelt ser vi mange spændende investeringsmuligheder i emergent markets.

Teknologi både ødelægger og skaber jobs. Teknologi skaber underholdning og glæde, men også angst og risiko for politisk indblanding – verden er fuld af dilemmaer, mens aktiemarkedet summer videre som et spejl på den forunderlige tid, vi lever i.

Spekulation eller bæredygtige investeringer i 2020'erne?

Vi ser ind i et investeringsmiljø, hvor det er svært at forestille sig mere støtte til aktier end nu. Når renten er nul, spekuleres der livligt. Vi vil opfordre til forsigtighed, særligt i de mest oplagte instrumenter, inklusive kryptovalutaer og udvalgte enkeltaktier, hvor spekulatøren ofte drives for langt. Vi er dog i et miljø, der inviterer til spekulation, og dette må forventes at føre til et miljø med større kursudsving. En høj prisfastsættelse kan dog ofte retfærdiggøres af de lave renter, hvis der følger en reel indtjeningsfremgang med. Der er bare få selskaber, der virkelig leverer fundamental fremgang på den lange bane.



Det er kun knap 1 pct. af selskaberne i S&P 500, der har leveret mere end 5 pct. i årlig indtjeningsvækst målt over rullende 10-års perioder.



Vi står ikke foran de brølende 20'ere – men de nye bæredygtige 20'ere.

Således er det ifølge Bernstein kun knap 1 pct. af selskaberne i det store amerikanske indeks S&P 500, der har leveret mere end 5 pct. i årlig indtjeningsvækst målt over rullende 10-års perioder. Altså kun 5 ud af 500! Der er så mange selskaber på børsene, som det faktisk ikke er værd at investere i. Det er de få, som virkelig gør en forskel. De historiske rentefald har givet en særlig medvind til verdens aktiemarkeder. Men der kommer nu en tid, hvor man skal være selektiv – hvor langsigtet og fundamental analyse skal tages særligt i brug for at kunne vælge den rette aktie og skabe gode risikostyret afkast. Vi står ikke foran de brølende 20'ere – men de nye bæredygtige 20'ere.

Verdens vigtigste selskaber & fremtiden for computing

Af Morten Springborg,

Temaspecialist, C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S.

Nøgleindsigter

- Moores lov har været en af de vigtigste drivkræfter bag produktivetsforøgelse og økonomisk vækst i de seneste 50 år.
- En fortsat fordobling af computerkraft med faste mellemrum bliver stadig vanskeligere at opnå og vil afhænge af nogle få selskaber, som i dag er blandt verdens vigtigste.
- Når Moores lov på et tidspunkt ophører, vil det ikke bremse udviklingen inden for computing. I fremtiden vil der foregå en sammensmeltning af traditionel silicium-baseret computing og nye typer computing, som bygger på neuromorfiske og kvantepinsipper.

I mere end 50 år er der udviklet teknologier i halvlederindustrien, der har sikret en fortsættelse af Moores lov – dvs. en løbende fordobling af det antal transistorer, der indgår i et integreret kredsløb og dermed en eksponentiel vækst i computerkraft. Moores lov har spillet en central rolle i forøgelsen af produktivitet og udviklingen af forretningsmodeller og dermed i den økonomiske vækst.

Udviklingen i halvleder-økosystemet angives ofte med begrebet "node"-størrelse, dvs. afstanden mellem de enkelte transistorer. Noder er blevet stadig mindre i lø-

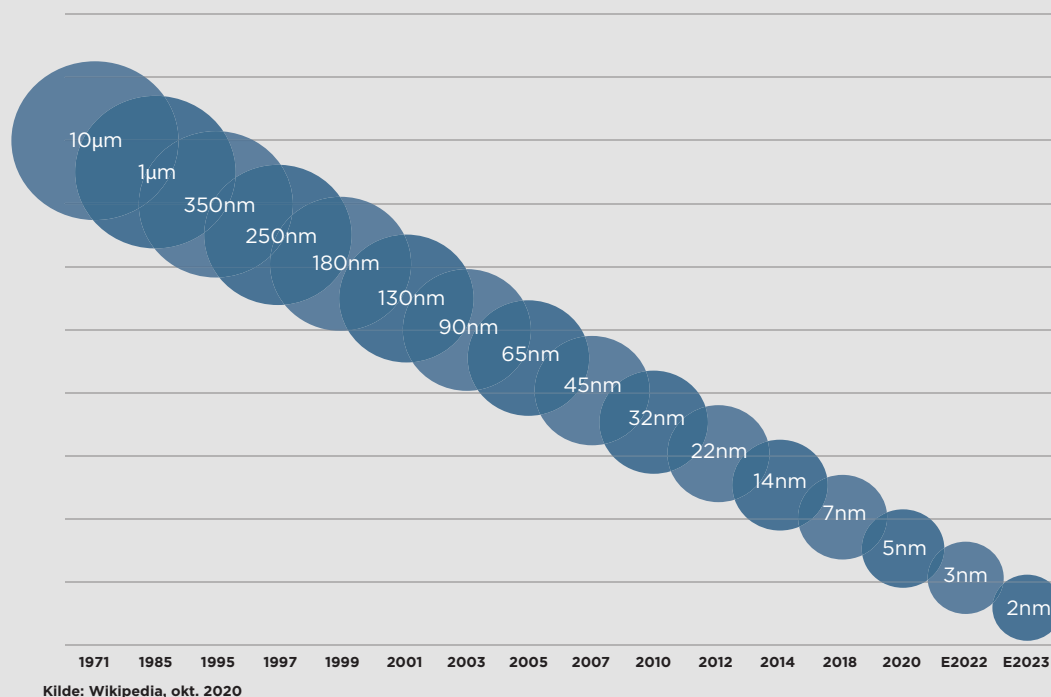
bet af de seneste årtier i takt med, at teknologien til fremstillingen er blevet bedre og bedre. I starten af 1970'erne arbejdede man med en nodestørrelse på 10 mikrometer (μm), mens de mindste størrelser i dag er 2000 gange mindre i niveauet 5 nanometer (nm), se figur 1 på næste side.

Computerchips og EUV

Computerchips produceres ved, at de "printes" på en siliciumskive. Dette gøres ved at sende lys gennem en fotomaske, som skærer gennem silicium og ætser mønstret på en skive. I takt med at transistorerne gøres mindre, skal lyskilden også gøres mindre og mere præcis, fordi det er lysets bølgelængde, der afgør, hvor små dimensioner, der kan ætzes ved hjælp af lyskilden.

Litografiudstyr kategoriseres efter lyskilde og dermed bølgelængden på det lys, der anvendes til at eksponere siliciumskiven. I takt med at afstanden mellem de enkelte transistorer blev stadig mindre, blev det nødvendigt med endnu mindre bølgelængder til at producere et integreret kredsløb. Det var dette behov, der førte til ekstremt ultraviolet litografi (EUV). Det blev skabt gennem et omfattende arbejde på tværs af sektoren over en periode på 20 år, hvor det hollandske selskab ASML spillede en central rolle.

Figur 1: Halvleder-noder gennem tiden



Stadige fremskridt på alle værdikædens niveauer har altid været afgørende for, at Moores lov fortsat kunne gælde, men i vores optik har særligt én bestemt udvikling på udstyrssiden været afgørende for, at der er gjort fremskridt inden for sektoren, nemlig inden for litografiteknologi.

ASML er afgørende for fortsættelsen af Moores lov

Hollandske ASML er efter vores overbevisning verdens vigtigste selskab i dag. Verden ville ikke være den samme, hvis selskabet forsvandt i morgen. Forud for udviklingen af EUV var der tre leverandører af den forrige teknologi, DUV-udstyr – japanske Nikon, Canon samt ASML. I dag spiller ASML en endnu vigtigere rolle i fortsættelsen af Moores lov, da ASML's to japanske konkurrenter begge har opgivet at udvikle deres egen teknologi. ASML er i dag eneste leverandør af teknologien bag EUV-litografi.

EUV-litografisystem

Et EUV-litografisystem består af flere hundredtusinder komponenter og er en af de mest komplekse maskiner, der nogensinde er skabt. Denne enorme udviklingsindsats kan ikke undervurderes. Var udviklingen ikke fortsat, ville Moores Lov ikke længere være gældende, chip-industrien ville ikke længere være i vækst, og vi ville formentligt opleve en markant lavere produktivitetsvækst i verdensøkonomien.

Hoya er den eneste leverandør

Hoya er et førende japansk teknologiselskab med aktiviteter inden for fire hovedområder, som alle har det tilfælles, at de udspringer af mange års intens udviklingsaktivitet inden for glasteknologi. Vi mener, at selskabets fotomaske-aktiviteter er de mest spændende.

Hoya er en væsentlig aktør, hvor en masseudbredelse af EUV-litografi vil medføre robust efterspørgsel.

Vi har ikke et præcist estimat på prisen for en EUV-fotomaske, men Hoya har antydnet, at den svarer til prisen på en mellemklassebil – lad os sige USD 30.000, hvilket er 10-20 gange mere end prisen på en optisk maske til den forudgående teknologi, DUV. I takt med udbygningen af EUV i løbet af de kommende år vil denne forretning udgøre en større andel af Hoyas samlede salg, da selskabet i dag er eneleverandør af fotomasker til Samsung og TSMC. Konkurrenten AGC er leverandør til Intel, men Intel er ikke lykkedes med kommerciel produktion med EUV. Hoya er derfor pt. den eneste leverandør af fotomasker til EUV.

Halvlederfabrikation

I 2001 producerede næsten 30 chip-selskaber "leading edge"-chips (de nyeste og mest avancerede chips). Fremadrettet vil der sandsynligvis kun være to tilbage, nemlig TSMC og Samsung, nu hvor Intel har meldt ud, at man overvejer at outsource produktionen af leading edge-chips – jf. Indsigten [Sommerfugleeffekten og Taiwan](#). Foruden den tekniske kompleksitet, som produktion på et atomart niveau indebærer, bliver omkostningerne uforholdsmæssigt høje for alle med undtagelse af de producenter, der er førende på volumen. Omkostningerne til en chipfabrik ventes i 2022 at løbe op i USD 16 mia. eller mere, mens R&D-udgifterne til opstart af en chipfabrik kan løbe op i USD 4 mia.

TSMC på forkant med udviklingen

Man kan diskutere, hvem der fortjener at komme i teknologiens "Hall of Fame", men en af dem ville afgjort være TSMC's stifter Morris Chang. Mens Chang arbejdede for Texas Instruments (TI) i 1980'erne, så han de udfordringer, som uafhængige halvlederfabrikanter uden egne produktionsfaciliteter havde ift. at løbe noget nyt i gang. Dengang kostede det typisk USD 50-100 mio. at starte en ny chipproduktion, primært på grund af de store investeringer i produktionsapparatet. Som ny producent kunne man indgå en produktionsaftale med Intel, TI eller Motorola, men det var ikke en holdbar løsning – og desuden var de konkurrenter til en selv. I midten af 1980'erne blev Chang af Taiwans regering bedt

om at undersøge, hvordan Taiwan kunne investere med henblik på at opbygge globale teknologikompetencer. I et interview i 2007 udtalte Chang:

"Mens jeg var hos TI og General Instrument, oplevede jeg, at mange designere af integrerede kredsløb gerne ville væk og begynde for sig selv, men det eneste... der forhindrede dem i at forlade selskaberne, var, at de ikke kunne rejse penge nok til at etablere deres egen virksomhed. Det var fordi... den gængse holdning var, at hvert enkelt selskab var nødt til at kunne producere selv... og den del udgjorde den mest kapitaltunge del af en halvledervirksomhed. Så jeg tænkte, at måske kunne TSMC som et rent produktionsselskab være løsningen. Og fordi vi var i stand til at levere en løsning, blev disse designere i stand til at etablere deres egne selskaber, hvorefter de blev kunder hos os, og de vil fortsat udgøre et stabilt og voksende marked for os."

Resten er historie. TSMC opbyggede stordrift ved at kunne tilbyde produktion til en lang række selskaber uden eget produktionsapparat, og med tiden voksede TSMC sig større end brancheførende Intel. Derimod har selskaber som bl.a. Apple, Amazon, Nvidia og AMD været i stand til at udnytte kompetencerne i TSMC's produktionsøkosystem og dermed udfordre Intels position, når det gælder en samlet chip-ydelse. Man kan formentlig sige, at TSMC har været afgørende for den vækst, som de fleste af verdens halvlederproducenter har oplevet.



Man kan formentlig sige, at TSMC har været afgørende for den vækst, som de fleste af verdens største halvlederproducenter har oplevet.

Hvor længe kan EUV forlænge Moores lov?

Den næste generation af såkaldte high-NA EUV-maskiner giver forhåbninger om, at man kan opnå 2 nm, måske

endda 1 nm inden udgangen af dette årti. Samtidigt er der flere muligheder for at holde Moores Lov i live, bl.a. ved hjælp af nye materialer og med udviklingen af nye typer chips. Når vi bevæger os under 1 nm og begynder at måle node-størrelse i picometer, vil fysikkens absolutte grænser dog manifestere sig, da selv verdens klogeste hoveder ikke kan bryde fysikkens love. Når vi på et tidspunkt når grænsen, vil der dog stadig være en sidste mulighed – nemlig ved at placere transistorerne oven på hinanden. Ved at stable transistorer kan man automatisk fordoble, tredoble eller endda firedoble antallet af transistorer pr. kvadratmillimeter, hvilket vil give et væsentligt potentiale, forudsat at problematikken med høj varme kan løses.



Fremtidens computing vil (og kan) ikke være baseret på stadigt større databehandlingskraft (dvs. Moores lov), men vil i højere grad bygge på forståelse af og inferens fra enorme datasamlinger.

Vi ved kort sagt ikke, hvor længe Moores Lov vil gælde fremadrettet, men der er sandsynligvis stadig mulighed for endnu nogle fordoblinger. I dag har de mest avancerede chips mere end 50 mia. transistorer, og ved at gå fra 7 nm til potentielt 1 nm vil vi måske frem mod 2030 kunne ottefoldes dette tal til 400 mia. transistorer, før det bliver nødvendigt at gå tredimensionelt. Dertil skal lægges muligheden for at optimere software og dermed opnå en hurtigere kodeafvikling.

Selvom chipproducenterne er i stand til at klemme et par ekstra generationer af endnu mere avancerede mikrochips ind, er de dage talte, hvor vi kunne regne med hurtigere, billigere chips omtrent hvert andet år. Det er dog ikke ensbetydende med, at udviklingen inden for computere vil slutte. Faktisk har vi brug for et nyt paradigme for at kunne udnytte potentialet i edge-computing-alderen. Fremtidens computing vil (og kan) ikke være baseret på stadigt større databehandlingskraft, dvs. Moores Lov, men vil i højere grad bygge på forståelse af og inferens fra enorme datasamlinger. Gennembrud inden for fysikken og de biologiske videnskaber er de nye redskaber, der skal drive kunstig intelligens, Internet of Things (IoT) og autonom robotteknologi fremad. Når Moores Lov med tiden rinder ud, vil neuromorfisk og kvantecomputing samt traditionel databehandling i forening skabe en helt ny æra inden for computing.

Myter og fundamentalisme i investeringsverdenen

Af Morten Springborg,

Temaspecialist, C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S.

Nøgleindsigter

- "Reversion to the mean" bliver af mange betragtet som en naturlov. Desværre er der ikke et godt dansk ord for begrebet, men betydningen er, at hvis noget er steget eller faldet væsentligt, vil der være en naturlig tendens til en modreaktion, udviklingen vil vende, og kurserne vil returnere til den såkaldte "rigtige værdi". Men intet er mere farligt for ens langsigtede økonomiske velbefindende end at efterleve dette koncept. At tro på "reversion to the mean" i forholdet mellem value- og vækstaktier er det samme som at tro, at de underliggende strukturelle forhold i vores økonomier står foran en vending. I stedet for at se value/vækst, som var det en boksekamp mellem to vidt forskellige modstandere, skal man indse, at en god investering jo hænger sammen med både at finde value og vækst. Frem for fundamentalistiske diskussioner bør man i stedet fokusere på at identificere de få selskaber, der lønsomt kan vokse sig større over tid – selskaber, vi betegner som Compounding-selskaber.

Et af de mest selvironiske men også indsigtsfulde citater, vi er stødt på, blev formuleret af Wall Street-legenden og valueinvestor James Grant, der sagde, at "en (investerings-)boble er et bull marked, hvor brugeren af den nedsættende term, nemlig boble,

ikke har deltaget". I dag er det mere populært end nogensinde at udtale sig om tilsyneladende vanvittige prisfastsættelser af aktier og markeder, men hav James Grants citat i baghovedet, når du vurderer validiteten af udtalelsen. Det kan være, at budbringeren lægger et emotionelt og ikke et rationelt funderet udgangspunkt til grund for sin udtalelse.

”

En (investerings-)boble er et bull marked, hvor brugeren af den nedsættende term, nemlig boble, ikke har deltaget.

Investeringsverdenen er big business, hvor gentagne fejlbeslutninger og længerevarende underperformance har store konsekvenser, hvorfor der ofte tyes til bortforklarende argumenter, når man er blevet "kørt over" af markedet – f.eks., at markedet opfører sig irrationelt, men om et øjeblik vil investorerne se lyset og finde den rigtige prisfastsættelse. En anden undskyldning kan være, at markedet er momentum-drevet, og at de faktorer (f.eks. vækst eller kvalitet), der driver markedet, ikke passer til ens investeringsfilosofi. Men for begge undskyldninger gælder en underliggende tankegang, der er en af de største myter i investeringsverdenen, nemlig idéen om "reversion to the mean". Intet er mere farligt for ens langsigtede økonomiske velbefindende end at efterleve konceptet om "reversion to the mean". Lad mig komme med nogle eksempler:

Myte 1: Renterne er faldet så dybt, at de kun kan stige, når økonomien igen kommer ud af recessionen.

Realiteten er, at renter meget ofte fortsætter med at falde efter, at økonomien er kommet ud af en recession. Renter er ikke "mean reverting" på hverken kort eller mellemlangt sigt. Der er mange strukturelle årsager hertil, herunder demografi og teknologi, men vigtigst er nok, at recessioner fører til højere gældsætning, og at øget gældsætning er deflationært, hvilket driver renterne yderligere ned. Nu er renterne jo faldet til tæt på nul og kan derfor dårligt falde mere. Men det er sandsynligt, at renterne vil forblive på et historisk ekstremt lavt niveau i mange år endnu. For at forstå hvorfor, henvises af pladshensyn til "[Hoisington Quarterly Review and Outlook, Third Quarter 2020](#)" af Dr. Lacy Hunt, der formentligt har beskrevet dette bedst.



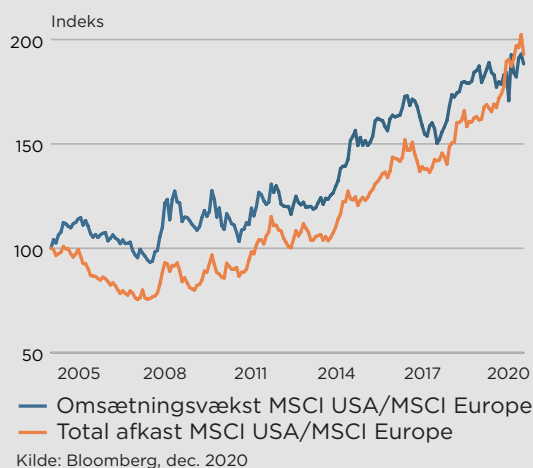
Intet er mere farligt for ens langsigtede økonomiske velbefindende end at efterleve konceptet om "reversion to the mean".

Myte 2: Europa vil nu endelig outperforme USA, fordi Europa frem til i dag har underperformat så meget.

Realiteten er, at Europas historiske afkastudvikling intet siger om den fremtidige udvikling. Myten svarer til at påstå, at salget af Nokia mobiltelefoner vil outperforme salget af iPhones, fordi Nokia historisk har solgt meget dårligere. Realiteten er, at det eneste, der kan få Europas aktiemarkeder til at gøre det bedre end USAs, er, hvis de europæiske virksomheders salgsvækst strukturelt bliver højere end de amerikanske selskabers, se figur 1.

Og det er der desværre ingen "mean reversion" i. Det vil nemlig kræve, at Europa pludselig skulle vende den demografiske aldring og samtidigt blive et dynamisk og erhvervsvenligt kontinent.

Figur 1: Relativ omsætningsvækst driver outperformance

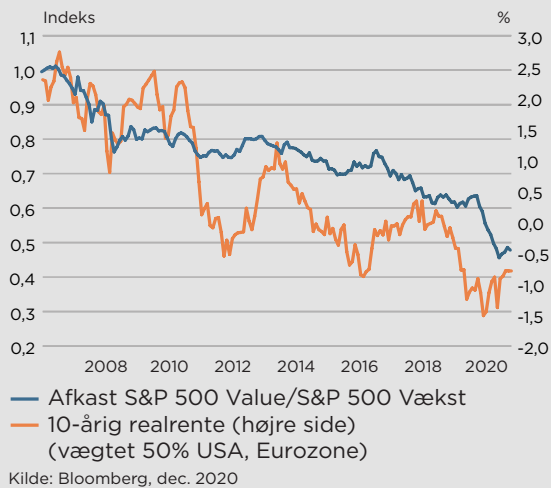


Myte 3: Value-aktier har underperformat markant i mange år, hvorfor valueaktier nu vil outperforme vækstaktier igen.

Realiteten er, at dette er en klassiker, der af value-investorer er blevet gentaget hvert år, siden value-aktier begyndte at underperforme vækst-aktier i 2007. Siden da har der været sporadiske forsøg på at ændre trenden, men hver gang de såkaldte value-aktier (som i øvrigt er et meget uklart defineret begreb) har forsøgt at komme tilbage i kampen, er de blevet slået tilbage til start – eller sat helt ud af spillet. Dette er der mange grunde til. Dels lever vi i en tid, hvor penge ikke koster noget. Centralbankerne har skabt en overlikviditet i økonomierne, der har reduceret renterne til et historisk lavpunkt og øget værdien af fremtidige cash flows, hvorfor værdien af vækstaktier er blevet mere begunstiget end valueaktier, se figur 2 på næste side.

Omvendt har den økonomiske vækst været skuffende, og når væksten generelt er lav, bliver de områder, der har vækst, meget mere værd. Derfor er kursen på vækstaktier steget så meget.

Figur 2: Value har underperformet vækst, drevet af faldende realrenter



Endelig gennemgår vores økonomier store forandringer. Digitaliseringen accelererer og øger værdien af immaterielle aktiver på bekostning af materielle aktiver, noget som traditionel value-analyse ikke fanger godt. Helt generelt er det største problem med traditionel value-analyse, at der er alt for stort fokus på pris og for lidt på selve forretningsmodellen. Traditionelle valueaktier er i dag, hvad man kan kalde ”smeltende isterninger”, hvor der er strukturelle udfordringer for forretningsmodellen – enten pga. udviklingen i økonomien med f.eks. lave renter, der betyder, at banker bliver mindre og mindre profitable, eller trenden mod mere bæredygtige investeringer, der fundamentalt udfordrer selskaber inden for energi, transport og tobak, der er de væsentligste value-kategorier.

At tro på ”reversion to the mean” i forholdet mellem value- og vækstaktier er det samme som at tro, at de underliggende fundamentale forhold i vores økonomier står foran en vending. Man skal tro på en vedvarende rentestigning drevet af stigende inflation, stigende vækst og beskæftigelse, og at investorerne nedtoner betydningen af bæredygtige investeringer (ESG). Det er sandsynligt, at udrulningen af Covid-19-vacciner i 2021 kan give en midlertidig opstemthed, men hvad ligger der på den anden side af Covid-19? Tror man virkelig, at Covid-19 var skelsættende for skabelsen af bedre økonomiske forudsætninger for strukturel vækst i årene fremover, og at ESG og bæredygtighed vil betyde mindre i årene fremover?

”Reversion to the mean” bliver af mange betragtet som en naturlov. Men i stedet er menneskeheden jo historien om langsigtet fremgang – evolution. Det vil særligt afspejle sig i de få udvalgte selskaber, som er med til at drive denne udvikling. Grundlæggende mener vi i C WorldWide, at sonderingen mellem value og vækst er upræcis og vil blive mere og mere irrelevant de kommende år. Nogen taler om value/vækst, som var det en boksekamp mellem to vidt forskellige modstandere. Det er forkert. I virkeligheden hænger en god investering jo sammen med både at finde value og vækst. I hvert fald for C WorldWide. Vi tror, det er bedre, at disse fundamentalistiske diskussioner får mindre vægt, og at man i stedet fokuserer på at identificere de få selskaber, der lønsomt kan vokse sig større over tid – selskaber, vi betegner som Compounding-selskaber.

Digitale abonnementer vinder frem

Af Investeringsteamet

C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S.

Verden er i disse år blevet mere digital med flere cloud- og streamingbaserede tjenester, der tilbydes som abonnementsbetaling. I de seneste år har abonnementsmodellen tiltrukket sig interesse fra både forbrugere og virksomheder. Modellen indebærer, at en kunde betaler et løbende gebyr for at få adgang til en tjeneste eller et produkt eller for at få adgang til en bestemt platform i en tidsbegrænset periode.

Abonnementsmodellen er langt fra ny. Den daterer sig tilbage til Europa i det 18. århundrede med udbredelsen af tidsskrifter og bøger. I nyere tid bruges modellen ifm. aviser, musik, lydbøger, helseklubber, barberblade, foder til kæledyr og meget andet. For ikke at nævne bogklubber, der var meget populære for et par årtier siden.

Digitale abonnementer

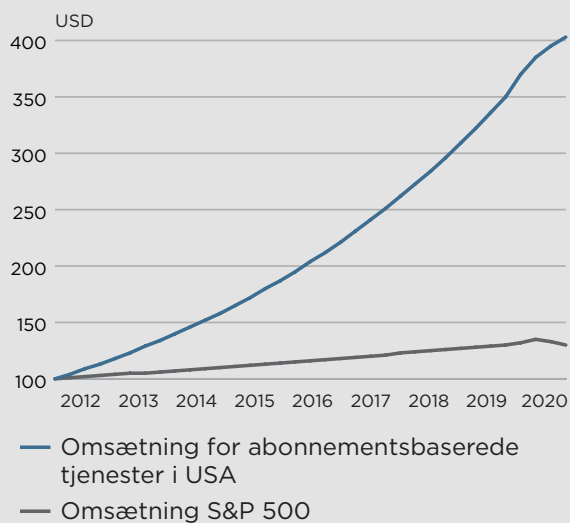
Som resultat af digitaliseringen og Covid-19-pandemien er efterspørgslen efter digitale abonnementer nærmest eksploderet. Baggrunden for den hurtige vækst er naturligvis den teknologiske udvikling med hurtigere internethastigheder samt nye enheder såsom smartphones og tablets og lagring i skyen. Ikke mindst har Covid-19-pandemien medført, at mange mennesker bruger mere tid i hjemmet, og samtidigt har de sociale og fysiske afstandskrav betydet, at mange har valgt flere individuelle aktiviteter.

Ifølge DataReportal svarede 57 pct. af de adspurgte i aldersgruppen 16-64 år i en global undersøgelse, at de havde set flere film og andre udsendelser via streamingtjenester end før pandemien. 39 pct. svarede, at de lyttede mere til streamet musik og podcasts i marts og april 2020, da pandemien accelererede. Disse tjenester er alle baserede på et digitalt abonnement.

Det er ikke svært at forstå, hvorfor selskaber og investorer er begejstrede for abonnementsbaserede forretningsmodeller. De gentagne, forudsigelige og oftest forudbetalte pengestrømme er en kilde til værditilvækst og resulterer i højere marginer. Softwarefirmaet Zoura har vist, at omsætningen for amerikanske selskaber med abonnementsbaserede tjenester voksede fem gange hurtigere end S&P 500-selskaberne mellem 2012 og 2019 (se figur 1 på næste side). Ikke mindst voksede de europæiske abonnementselskaber dobbelt så hurtigt som de amerikanske.

En anden fordel ved abonnementsmodellen er, at den over tid skaber kundeloyalitet og således sideløbende bidrager til opbygningen af udbyderens varemærke. Loyaliteten gør det samtidigt muligt at indsamle informationer om kundeadfærd. Med højde for bl.a. persondataloven og aftale med kunden, har udbyderen mulighed for at anvende dataindsamlingen til at behovjustere modellen eller skræddersy og målrette markedsføringen. Dog vil der også altid være en integritetsudfordring i denne type af markedsføring.

Figur 1: Digitale abonnementselskabers vækst er stigende



Kilde: Zuora, sep. 2020

I dag er prisen for at anskaffe en abonnementskunde stigende pga. intens konkurrence, lave adgangsbarrierer, øget gennemsigtighed og sidst, men ikke mindst, ”freemium”-modellen, dvs. hvor der til at begynde med tilbydes et gratis abonnement med henblik på senere at få kunden til at konvertere til et betalingsabonnement. I dette lys er det vigtigt at vurdere værdien af et kundeforhold over tid.

Loyalitet og et langvarigt kundeforhold er afgørende for en vellykket abonnementsbaseret forretningsmodel, og markedet for digitale abonnemeter vokser hastigt. Ifølge McKinsey steg markedet i USA mere end 100 pct. årligt mellem 2013 og 2018, og andelen af amerikanere, der havde mindst et streamingbaseret abonnement, var 46 pct. i 2018. Vi ser ingen grund til, at tallet skulle være lavere i f.eks. Skandinavien – nok nærmere det modsatte.

Den væsentligste årsag til, at en forbruger køber et betalingsabonnement, er typisk oplevelsen af at købe noget med rabat ift. at købe enkelte enheder –

kombineret med nysgerrighed og lysten til at prøve noget nyt. Den primære bevæggrund til at fortsætte et abonnement er ifølge McKinsey ikke prisen, men derimod den personlige kundeoplevelse – bl.a. at tjenesten er tilpasset til personlige behov og ønsker, at forbrugeren har modtaget anbefalinger baseret på smag og interesse, muligheden for at dele profil med andre f.eks. via de sociale medier, særlige tilbud baseret på brugerhistorik osv.

Abonnementsbaserede tjenester

Kort sagt findes der i dag to typer abonnementsbaserede tjenester. Den første er de streaming-baserede tjenester, der leverer indhold – Spotify, Netflix, Storytel, osv. – hvor rettighederne tilhører enten udbyderen eller ophavsmanden. Denne type er hovedsageligt rettet mod forbrugeren, og som tidligere nævnt har pandemien yderligere styrket denne tendens. Den anden type tjenester er udbudt af softwareselskaber, der leverer infrastruktur, drift og vedligeholdelse og forretningskritiske applikationer, mens kunden selv leverer indholdet. Dette er f.eks. ERP-systemer, CRM-systemer, software af forskellig slags jf. ”Software as a Service” (SaaS) og lignende cloudbaserede tjenester. Et selskab som Lime Technologies, for blot at nævne et eksempel, leverer sofistikerede abonnementsbaserede CRM-systemer, men i sidste ende er det kunderne selv, der ejer og kontrollerer dataene. Denne type tjenester er typisk målrettet mod erhvervs kunder.

”

En anden fordel ved abonnementsmodellen er, at den over tid skaber kundeloyalitet og således sideløbende bidrager til opbygningen af udbyderens varemærke.

Den store udfordring for begge tjenester er at overvinde risikoen for et tidligt tab af kunden, som er meget høj i den indledende fase af et abonnementsbaseret kundeforhold. Kunden er mere opmærksom og kritisk umiddelbart efter tilmeldingen, og det kræver ofte blot et enkelt klik at opsiges tjenesten. Ifølge McKinsey opsiges mere end en tredjedel af alle nye abonnemeter inden for de første tre måneder og mere end halvdelen inden for de første seks måneder. Dertil kommer betalingen. Forældede eller unøjagtige kreditkortoplysninger kan bringe – ikke blot en enkelt transaktion – men et helt kundeforhold i fare. Det amerikanske betalingsmedie PYMNTS vurderer, at ca. 7 pct. af en abonnentbase hver måned er i fare for en afbrydelse af kundeforholdet på grund af vanskeligheder med betalingen. Omvendt – jo længere tjenesten formår at fastholde kunden, jo mindre er sandsynligheden for,

at kunden opsiger abonnementet. Dette skyldes til dels vanen, mens også at en kunde typisk bliver mere tilfreds med et produkt eller en tjeneste over tid, når vedkommende har lært at få mest muligt ud af den. Ikke mindst er der en tendens til, at forbrugeren ganske enkelt glemmer, at de har tilmeldt sig en automatisk fornyelse af abonnementet, selv om de måske ikke bruger tjenesten og derfor lige så godt kunne afmelde den.

I C WorldWide synes vi som udgangspunkt, at selskaber med abonnementsbaserede forretningsmodeller er interessante, idet holdbarheden af deres kundebase og indtjening ofte er høj. Aktiemarkedet belønner ofte den øgede stabilitet af pengestrømme ved at tildele denne type selskaber en højere P/E-værdi. Du kan læse om vores konkrete investeringer på cww.dk.

”Indernettet”

– verdens 4. internet

Af Morten Springborg

Temaspecialist, C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S.

The World Wide Web eller internettet udviklede sig kraftigt fra de tidlige 1990'ere. Oprindeligt var nettet decentralt, og ingen centrale myndigheder eller monopoler kontrollerede, hvad der foregik online. Den naive vision var, at internettet ville være et fællesskab styret fra bunden, og ville demokratisere verdenen. I dag er det tydeligt, at dette ikke skete. Vi ser i stedet stigende regulering, kontrol og en fragmentering af internettet. Et eksempel er ”The Chinese Firewall”, der blev indført i 1998 for at give det kinesiske kommunistiske parti kontrol over, hvad der foregik på nettet og samtidigt holde udenlandske internetselskaber ude af Kina. Gennem censur og kontrol af internettet har den kinesiske regering dels opnået at beskytte sit magtmonopol og dels at beskytte lokale selskaber fra udenlandsk konkurrence. Dermed blev giganter som Baidu, Alibaba og Tencent skabt, selskaber, der i dag er de eneste, der kan matche de amerikanske internetselskaber målt på forretningsomfang og teknologisk formåen. Ifølge Googles tidligere adm. direktør Eric Schmidt har den kinesiske firewall ført til to adskilte internet: et amerikansk domineret for vestlige økonomier, og et kinesisk, der vil dominere Asien. Denne observation havde måske for år siden været korrekt, men den passer ikke til situationen i dag. Flere modeller presser sig på og splitter internettet endnu mere end for blot få år siden.

Den amerikanske internetmodel, der indtil i dag var baseret på let regulering, har vist sin effektivitet. Teknologisektoren, herunder internetplatformselskaberne, har i mange år været en væsentlig drivkraft i amerikansk økonomi, og amerikanske

selskaber dominerer i dag listen over verdens største selskaber. Disse selskaber har kunnet vokse i et profitabelt hjemmemarked og ekspandere globalt derfra.

Europa formåede aldrig at udvikle selskaber, der kunne udfordre de amerikanske giganter, til trods for at Europas markedsstørrelse kunne muliggøre det. Årsagerne er komplekse, men blot skal nævnes, at enkelte nationalstater har favoriseret egne selskaber, der derfor ikke har kunnet opnå paneuropæisk kritisk masse, forskellige sprog har spillet en rolle, men også en meget kraftigere regulering har gjort det vanskeligt for selskaberne at vokse sig store. Man kan sige, at Europa via øget regulering som f.eks. GDPR, Digital Services Act m.m. i disse år forårsager internettet til at splintre yderligere.

Det er langt fra sikkert, at Europa vinder noget ved dette. Kraftigere regulering vil medvirke til at fastfryse eksisterende markedsstrukturer, fordi det gør det sværere for mindre selskaber at håndtere skærpede regulatoriske krav. Omvendt er dette ikke en udfordring for megastore amerikanske selskaber, der blot ansætter flere jurister m.m. for at overholde lovgivningen. Regulering som databeskyttelse er muligvis godt for europæiske forbrugere, men bidrager ikke til at skabe et gunstigt miljø for forretningsudvikling, jobskabelse og beskatningsgrundlag, og bidrager netop til det modsatte af intentionen, nemlig at beskytte de største amerikanske selskabers dominerende markedspositioner i Europa.

Verdens 4. internet – Jio

Det er vores vurdering, at et fjerde internet – Jio – i disse år er ved at opstå i Indien. Det er sandsynligt, at udviklingen i Europa og Kina har inspireret de indiske myndigheder til at finde en formel for, hvordan man tæmmer internetgiganterne samtidigt med, at Indien tager et stort spring i den teknologiske udvikling.

Takket være sit potentiale med 1,4 mia. indbyggere og en hurtigt voksende økonomi har Indien i mange år været et marked, som de største kinesiske og amerikanske internetgiganter har kæmpet om. Facebook, Google, TikTok og Amazon har alle stor aktivitet i Indien, men reguleringen af deres aktiviteter har generelt betydet, at nok har de domineret sociale medier og søgemaskiner, men omvendt har de ikke kunnet investere direkte i f.eks. e-handel og logistik.

Indien har altid været et kaotisk land – også når det gælder mobiltelefoni. Indtil for få år siden fandtes ti operatører, alle uden kritisk masse. I dag er dette marked konsolideret til tre nationale operatører. Det forbløffende er fremkomsten af Reliance Industries' mobilselskab – Jio, med over 400 mio. brugere. Selskabet er kun fire år gammelt og er derfor bygget på den mest moderne 4G-datateknologi, hvilket har gjort forskellen i forhold til konkurrenterne, der har haft ældre talebaserede og ikke databaserede netværk. Jio investerede 32 mia. USD i opbygningen af et nationalt netværk uden at have nogen brugere. Idéen var, at når netværket var oppe at køre, skulle brugerne nok komme, da et databaseret netværk har lavere enhedsomkostninger og muliggjorde, at Jio kunne tilbyde gratis taletid og lav pris for data. Dette udvidede markedet kolossalt, særligt blandt de laveste indkomstgrupper i Indien og betød at Jio i dag er Indiens største mobilselskab. Dette har samtidigt gjort Jio til et ombejlet selskab. Siden marts 2020 har en række Private Equity-selskaber, statsejede selskaber (sovereign wealth funds), Intel, Qualcomm, Facebook og Google, investeret 32 mia. USD for et samlet ejerskab på 30 pct. i Jio. Reliance Industries har dermed fået tilbagebetalt

hele sin investering og har samtidigt fastholdt over to tredjedele ejerskab af selskabet. Årsagen hertil er selskabets vision – ikke blot inden for datanetværk men bredere inden for digitale platforme. Selskabet anses i dag for at være den direkte vej til den digitale forbruger i Indien gennem platforme inden for finans, e-handel, sundhed m.m., som Jio vil udvikle i årene fremover. De globale internetgiganter har konkluderet, at det er bedre at investere sammen med Jio end at konkurrere med Jio. Dette for at få adgang til den indiske forbruger, som Jio i stigende grad monopoliserer i de kommende år.



Jio anses i dag for at være den direkte vej til den digitale forbruger i Indien gennem platforme indenfor finans, e-handel, sundhed m.m., som Jio vil udvikle i årene fremover.

Facebook ønsker i samarbejde med Jio at udbygge sin forretning til e-handel i Indien, et marked man ikke har været succesfuld med i resten af verden, hvor Amazon dominerer. Ligeledes ønsker Facebook at udvikle WhatsApp til en betalingsløsning i Indien. Google udvikler i samarbejde med Jio billige 4G- og 5G-telefoner til det indiske- og andre lavindkomstmarkeder samtidigt med, at der udvikles et Android 5G-app-økosystem til det indiske marked. Baggrunden for at Qualcomm og Intel har investeret i Jio er, at Jio har formået at udvikle et avanceret 5G-netværk oven på det eksisterende 4G-netværk på basis af en teknologi, der går under navnet Open RAN. Open RAN er et billigere alternativ til de løsninger som Ericsson, Nokia og Huawei tilbyder og er dermed et brud med det monopol, disse selskaber har haft på udbygningen af fremtidens avancerede 5G-netværk. Når Jios 5G-netværk

om få år er udbygget, vil selskabet stå stærkt som leverandør af netværk til andre udviklingsøkonomier og dermed kunne bryde ind i den eksklusive gruppe af udstyrsproducenter til mobilnetværk. Det udnyttes, at Huawei er kommet i en meget svær situation, efter at USA har forbudt salg af avanceret teknologi til selskabet, hvilket vil gøre det nærmest umuligt for selskabet at levere 5G-netværk til eksisterende kunder i Europa og udviklingsøkonomier. Dette kan åbne døren for Open RAN-teknologien og dermed Jio.



Med digitaliseringen af Indien rykker landet op i den økonomiske liga af nationer og åbner for nye digitale forretningsmodeller.

I modsætning til i Europa synes der at være mange vindere i Indien. Hundrevis af millioner indere får adgang til internet og avancerede tjenester langt tidligere end forventet. Den indiske stat vil gennem Jio få et større beskatningsgrundlag på bekostning af lavere indtjening til internetgiganterne, hvis løsningen havde været som i Europa, hvor giganterne ikke beskattes, og endelig følger med Jio forventninger om, at modellen kan eksporteres og dermed projektere indisk magt og indflydelse til omverdenen.

De amerikanske giganter må give lidt køb på profitten, men får til gengæld adgang til et nyt vækstmarked samtidigt med, at kinesiske konkurrenter pga. geopolitiske spændinger mellem Kina og Indien sparkes på porten. Med digitaliseringen af Indien rykker landet op i den økonomiske liga af nationer og åbner for nye digitale forretningsmodeller. Som langsigtet investor er det værd at have eksponering til Indien.



Globale Aktier

Du kan investere i Globale Aktier
udloddende eller akkumulerende:

Globale Aktier Udl. DK0010157965

Globale Aktier Akk. DK0060655702

Status på kvartalet

Fremkomsten af lovende vacciner og udrulningen af vaccineprogrammer understøttede en bred opgang på aktiemarkederne verden over. De ekstraordinære finans- og pengepolitiske tiltag understøtter stadig økonomierne og ser ud til at skabe et robust opsving i 2021. Når økonomierne genåbner, vil vi højst sandsynligt se en høj vækst inden for servicesektoren, hvor forbrugernes nuværende høje opsparingskvote omsættes til forbrug. Desuden er der betydelig politisk støtte til grønne investeringer, som bliver en central drivkraft for den økonomiske vækst. Brexit-aftalen og større klarhed efter det amerikanske præsidentvalg er ligeledes positive faktorer.

Afdelingens afkast for kvartalet blev 8,3 pct., hvilket var lavere end MSCI AC World, der steg 9,9 pct. Hovedårsagen til det lidt lavere afkast var et pænt comeback i de mere cykliske sektorer, hvor vi længe har haft en lav eksponering. Derudover steg nogle af vores mere defensive strukturelle vækstinvesteringer (American Tower, Nestlé og Unilever) lidt mindre end det stærke marked. Omvendt fik vi gode afkast fra den indiske realkreditbank HDFC og teknologi-virksomheder som Sony, TSMC og Samsung Electronics. Dette var dog ikke tilfældet for vores investering i den tyske forretningssoftwareudvikler SAP, som i kvartalet måtte sænke deres indtjeningsforventninger, da de har behov for at fremskynde investeringer i cloud-løsninger.

For året 2020 klarede afdelingen sig godt med et afkast på 12,8 pct., mens benchmark steg mere beskedent med 6,2 pct. Den vigtigste drivkraft for merafkastet har været en overvægt i selskaber som Amazon.com, Thermo Fisher og TSMC, mens vi samtidigt har undgået de mest negativt berørte brancher som f.eks. transport og logi. De ændrede adfærdsmønstre som følge af pandemien har været til gavn for digitale teknologier som e-handel, cloud computing og teknologier, der understøtter hjemmearbejde. Dette har skabt yderligere vækst for virksomheder som Microsoft, ASML, Samsung Electronics og Home Depot – for at nævne nogle få af vores investeringer.

Investeringsstrategi og porteføljeændringer

Vi har fortsat fokus på investering i virksomheder med stærke balancer, høj forrentning af kapitalen og en evne til at vokse sig større over tid. Det kalder vi Compounding. I kvartalet solgte vi **Siemens Energy**, som for nyligt blev udskilt fra Siemens. Derudover har vi reduceret beholdningen i sensorproducenten Keyence efter en stærk aktiekursopgang (steget ca. 250 pct. på 5 år). I stedet har vi øget andelen i vores nyligt købte investeringer i S&P Global og Samsung Electronics.



Se porteføljen på cww.dk

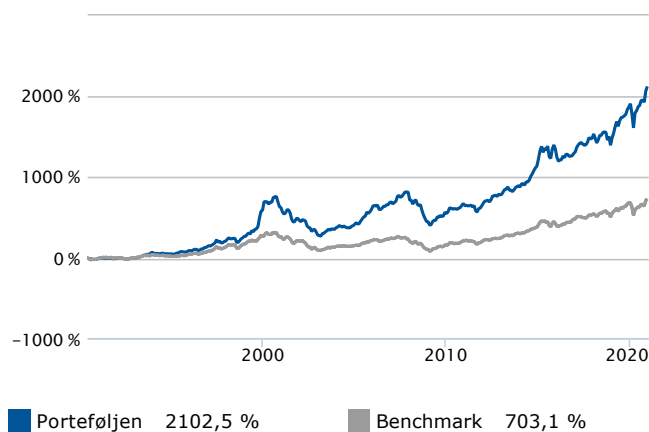
C WORLDWIDE GLOBALE AKTIER

PR. 31. DECEMBER 2020

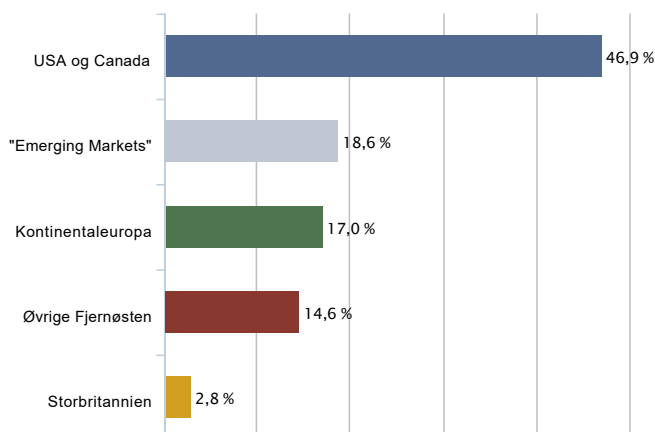
FAKTA

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



GEOGRAFISK



AFKAST & RISIKO

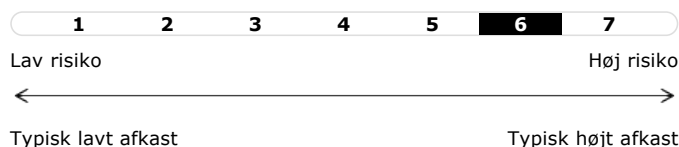
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	12,8	40,3	53,2	186,8	2.102,5	10,7
Benchmark (%)	6,2	30,8	57,9	162,4	703,1	7,1
Aktivt afkast (%)	6,6	9,5	-4,7	24,4	1.399,4	3,6

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. p.a. porteføljen (%)	13,9	12,0	11,9	15,4
Std. afv. p.a. benchmark (%)	16,5	13,6	12,2	15,2
Beta	0,8	0,8	0,9	0,9

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
HDFC	7,2 %
Visa	6,6 %
Amazon.com	5,1 %
Thermo Fisher Scientific	4,8 %
Alphabet	4,5 %
The Home Depot	4,3 %
Sony	4,2 %
Microsoft	4,0 %
TSMC - ADR	3,6 %
Novo Nordisk	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

Du kan investere i Globale Aktier Etik udloddende eller akkumulerende:

Globale Aktier Etik Udl.
DK0060287217

Globale Aktier Etik Akk.
DK0061114089

Ved investering for frie midler beskattes afkastet efter lagerprincippet. Læs mere på s. 34.

Status på kvartalet

Verden er fortsat under markant påvirkning af Covid-19-situationen, men lovende vacciner og igangsatte vaccineprogrammer understøtter en bred opgang på de globale aktiemarkeder. De ekstraordinære finans- og pengepolitiske tiltag stimulerer fortsat økonomierne og baner vejen for et pænt opsving i 2021. Når de globale økonomier genåbner, vil vi sandsynligvis se høj vækst inden for servicesektoren, idet forbrugernes nuværende høje opsparelseskvote forventes omsat til forbrug. Den betydelige politiske støtte til grønne investeringer er ligeledes en central drivkraft for vækst. Brexit-aftalen og større klarhed efter det amerikanske præsidentvalg er ligeledes positive faktorer.

Afdelingen leverede i årets fjerde kvartal et positivt afkast på 8,4 pct., hvilket var lavere end afdelingens benchmark, MSCI AC World, der steg 9,9 pct. Året sluttede med gode afkast på vores investeringer inden for teknologisektoren, bl.a. virksomhederne Samsung, TSMC og ASML, og for 2020 skabte afdelingen et afkast på 14,7 pct., hvilket er markant højere end afdelingens benchmark, der steg mere moderat med et afkast på 6,2 pct i 2020.

Investeringsstrategi og omlægninger

Afdelingens fundament udgøres af stabile vækstselskaber, som er karakteriseret ved en stærk markedspositionering 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 teknologiområdet. 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, våben eller teknologiske produkter, som specifikt anvendes til våben. Derudover investerer afdelingen heller ikke i selskaber relateret til fossile brændstoffer.

I årets sidste kvartal foretog vi kun mindre justeringer. Efter en stærk kursudvikling reducerede vi investeringen i Keyence, og provenuet blev investeret ved at øge beholdningen i henholdsvis i S&P Global og Samsung Electronics.



Se porteføljen på cww.dk

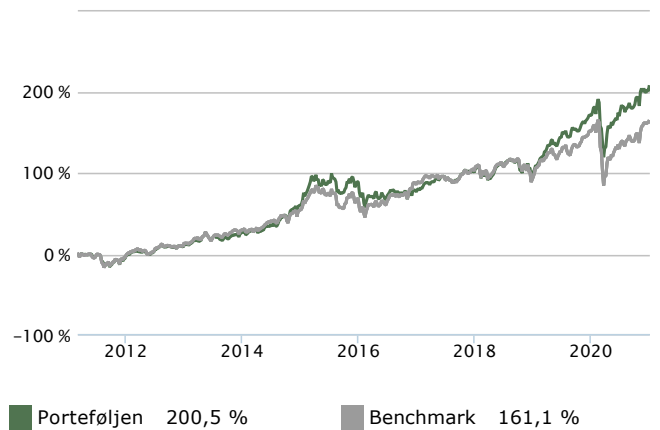
C WORLDWIDE GLOBALE AKTIER ETIK

PR. 31. DECEMBER 2020

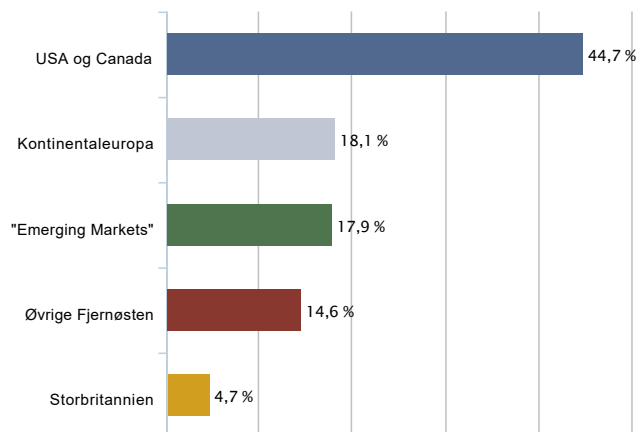
FAKTA

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



GEOGRAFISK



AFKAST & RISIKO

	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	14,7	53,8	62,9	-	200,5	11,8
Benchmark (%)	6,2	30,8	57,9	-	161,1	10,3
Aktivt afkast (%)	8,5	22,9	5,1	-	39,5	1,6

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. p.a. porteføljen (%)	13,4	11,7	-	11,6
Std. afv. p.a. benchmark (%)	16,5	13,6	-	12,3
Beta	0,8	0,8	-	0,9

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
HDFC Bank	7,2 %
Visa	6,5 %
Sony	4,9 %
Thermo Fisher Scientific	4,8 %
Amazon.com	4,8 %
Alphabet	4,4 %
The Home Depot	4,1 %
Microsoft	3,9 %
Nestle	3,8 %
ASML	3,8 %

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

2020 sluttede positivt i takt med de gode nyheder omkring godkendelsen og tildelingen af de første Covid-19 vacciner. Forhåbentlig bliver det starten på afslutningen af Covid-19-pandemien. Investorenes optimisme og risikovillighed er på den baggrund stor, da centralbanker verden over signalerer, at de fortsat vil holde renterne lave på trods af udsigterne til en pæn økonomisk fremgang i 2021. En fremgang, der vil understøtte væksten i virksomhedernes indtjening, hvilket er positivt for aktiemarkederne.

Afdelingen gav et afkast på 4,5 pct. i kvartalet, hvilket var bedre end benchmark, som leverede et afkast på 2,0 pct. I 2020 er afdelingen faldet med 3,2 pct., mens benchmark faldt 6,2 pct. De stabile aktier kunne i år ikke følge afkastet i det brede verdensindeks, da det var internet- og teknologiaktierne som drev markedsudviklingen, og disse selskaber er typisk ikke stabile aktier. De stabile aktier havde også en højere volatilitet i 2020, fordi nogle af de traditionelt stabile forretningsmodeller blev ramt af de usædvanlige nedlukninger. Desuden blev ellers stabile selskaber med gældsfinansiering også hårdt ramt kortvarigt. En af årets største negative overraskelser kom fra ejendoms-selskabet STORE Capital, der blev meget hårdt ramt da butikker, restauranter o.lign. blev tvunget til at lukke, og der var usikkerhed omkring lejebetalingerne. Vi valgte at sælge aktien i foråret. En af årets mest positive bidragsydere var Atlantica Sustainable Infrastructure, der ejer og administrerer sol- og vindparker.

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 samt stabil indtjeningsvækst. Vi stræber efter at finde forskelligartede investeringer for at gøre porteføljen robust over for markedsudsving, således at man stadig får 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 bl.a. investeret i **Carlsberg**, der i 2020 har været udfordret af Covid-19-restriktionerne, da større forsamlinger blev forbudt i kombination med, at barer og restauranter har haft begrænsede åbningstider eller holdt lukket. Denne usikkerhed gav os en god købsmulighed, og selskabet leverede efterfølgende et solidt kvartalsregnskab. Vi solgte omvendt den canadiske guldproducent **Agnico Eagle** efter en kursstigning på +30 pct. i år understøttet af en stigende guldpris. Vi har i en periode haft en større andel investeringer i guldselskaber, fordi verdens centralbanker har øget pengemængden i et historisk højt tempo. Dette har understøttet guldprisen, da guld historisk er et aktiv, der bibeholder købekraften i usikre tider. Vi har dog nedbragt investeringerne i guldsektoren i takt med fremgangen på vaccinefronten.



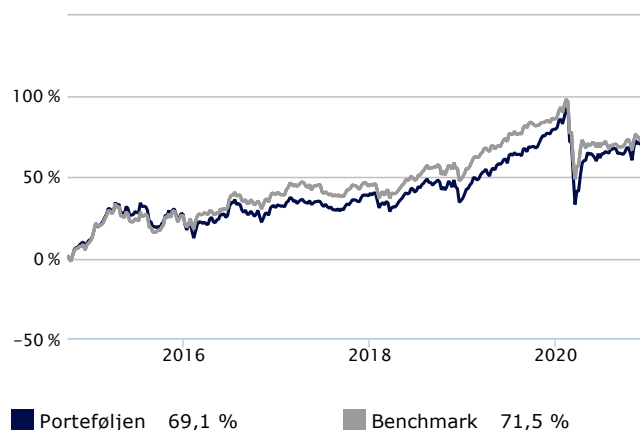
C WORLDWIDE STABILE AKTIER

PR. 31. DECEMBER 2020

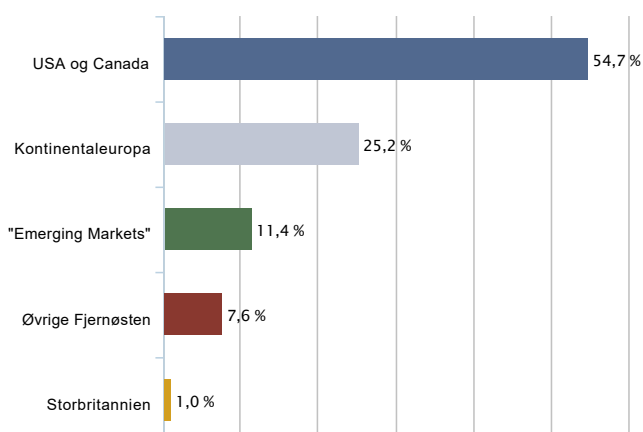
FAKTA

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



GEOGRAFISK



AFKAST & RISIKO

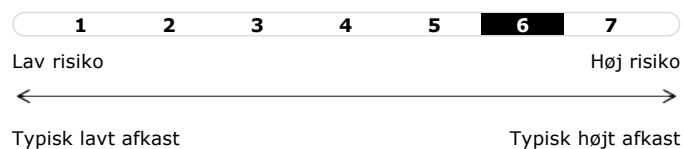
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	-3,2	24,6	35,7	-	69,1	8,8
Benchmark (%)	-6,2	20,1	37,3	-	71,5	9,0
Aktivt afkast (%)	3,0	4,5	-1,6	-	-2,3	-0,2

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. p.a. porteføljen (%)	16,0	13,1	-	13,3
Std. afv. p.a. benchmark (%)	11,7	9,9	-	10,7
Beta	1,3	1,2	-	1,1

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
Procter & Gamble	4,5 %
Intercontinental Exchange	4,3 %
Grand City Properties	4,2 %
Fiserv	4,0 %
Keurig Dr Pepper	3,9 %
Dollar General	3,7 %
Newmont Corp	3,5 %
Allstate Corp	3,5 %
Carlsberg	3,4 %
Sony	3,3 %

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

Emerging markets-aktierne oplevede betydelig fremgang i årets sidste kvartal, og afdelingen steg 16,4 pct., mens benchmark steg 14,7 pct. De mest positive bidrag kom fra Samsung Electronics og TSMC. Samsung Electronics afholdt en investordag i november, hvor selskabets lederskab inden for en række områder blev tydeliggjort. Dette kombineret med en forventning om en stærk efterspørgsel på hukommelseschips i de kommende kvartaler løftede værdiansættelsen af både Samsung Electronics og TSMC. Det mest negative bidrag kom fra Alibaba som følge af monopolmyndighedernes granskning af virksomheden. Vi vurderer dog fortsat, at Alibaba er en langsigtet vinder i den "nye økonomi" i Kina. Markederne var i højere grad drevet af de positive vaccineudmeldinger såvel som bedre vækst end ventet i en række lande. Dette førte til et stærkt kursopsving på de aktier, der har været mest negativt påvirket af nedlukninger – kort sagt en rotation fra Covid-19-vindere til Covid-19-tabere. For året gav afdelingen et afkast på 19,4 pct., mens benchmark steg 8,1 pct.

I kvartalet så vi en fortsat økonomisk afkobling mellem USA og Kina. Senest fjernede den amerikanske børs (NYSE) Kinas tre største statsejede telekoncerner fra børsen efter Trumps bekendtgørelse for at forhindre amerikanske investorer i at investere i virksomheder, der mistænkes for at være tilknyttet det kinesiske militær. Disse tiltag vil ikke stække Kinas langsigtede ambitioner, som netop har afsluttet deres 14. 5-årsplan, hvor et af målene er at omdanne Kina til et "moderne socialistisk land" inden 2049. Et delmål for 2035 er, at BNP pr. indbygger skal nå niveauet for et moderat udviklet land, og at Kina bliver en global leder inden for innovation med et fortsat fokus på den grønne dags-orden. Kineserne har fortsat stort fokus på lokalisering og teknologisk uafhængighed.

Investeringsstrategi og porteføljeændringer

I løbet af kvartalet købte vi **LONGi Green Energy** og **Xinyi Solar** – to markedsledende virksomheder inden for solenergi, som, vi vurderer, vil være et af de mest spændende vækstområder i de kommende år. Derudover købte vi **Genera** i Mexico og **KasikornBank** i Thailand – to finansielle virksomheder, hvis aktiekurs er blevet ekstremt hårdt ramt pga. coronakrisen trods gode langsigtede vækstudsigter. Endelig købte vi det taiwanesiske teknologiselskab **Richwave**. For at finansiere købene solgte vi **NICE Information Services** pga. øget konkurrence, **AK Medical** pga. regulatoriske modvinde, **Galaxy Entertainment** pga. en ikke attraktiv prisfastsættelse og guldmineselskabet **Wheaton Precious Metals**.



Se porteføljen på cww.dk

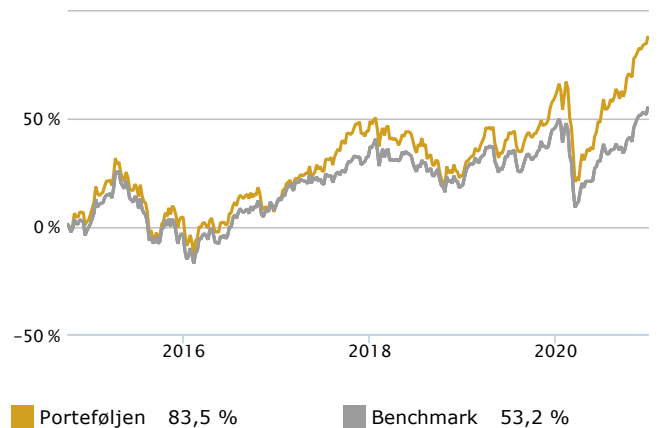
C WORLDWIDE EMERGING MARKETS

PR. 31. DECEMBER 2020

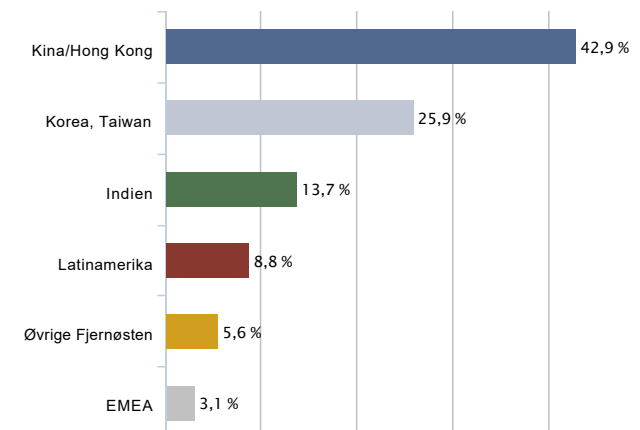
FAKTA

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



GEOGRAFISK



AFKAST & RISIKO

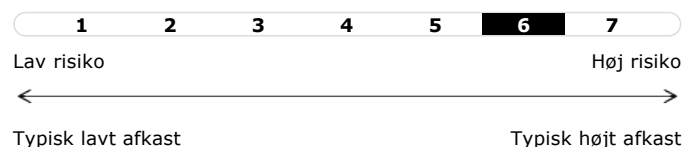
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	19,4	30,5	79,9	-	83,5	10,2
Benchmark (%)	8,1	17,4	61,8	-	53,2	7,1
Aktivt afkast (%)	11,3	13,1	18,1	-	30,3	3,1

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. p.a. porteføljen (%)	19,1	16,3	-	16,8
Std. afv. p.a. benchmark (%)	17,0	14,5	-	15,1
Beta	1,1	1,1	-	1,1

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
TSMC	8,4 %
Samsung Electronics	8,1 %
Alibaba Group Holding	7,3 %
Tencent Holdings	6,6 %
Meituan	3,0 %
Sea	2,6 %
Jiangsu Hengli Hydraulic	2,4 %
Bank Rakyat Indonesia Perser	2,3 %
Ping An Insurance	2,3 %
Samsung SDI Co Ltd	2,2 %

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

Årets sidste kvartal sluttede stærkt for de asiatiske aktiemarkeder drevet af det fortsatte økonomiske opsving, udsigten til lovende Covid-19-vacciner og med usikkerheden fra det amerikanske valg nu i baggrunden. Afdelingen skabte et afkast på 16,5 pct., mens benchmark MSCI AC Asia ex Japan steg 13,7 pct. i kvartalet. De største positive bidragsydere var Samsung Electronics, TSMC og Sunny Optical, mens Alibaba, Anhui Conch Cement og Top Glove bidrog negativt. For året blev afdelingens afkast 15,8 pct. mod benchmark, der steg 14,2 pct. I 2020 var de største positive bidragsydere SEA Ltd og TSMC, mens Sunac China og China Overseas Land & Invest trak mest ned.

Coronavirus, nedlukninger og recession prægede de asiatiske markeder i 2020, men med udsigt til virksomme vacciner er der grund til optimisme. Pandemien har i bund og grund accelereret allerede eksisterende investeringstendenser, som bl.a. digitaliseringstrenden. Den "grønne bølge" fremstår ligeledes som en af de stærkeste tendenser globalt. EU har klart været førende på dette område med en aftale om klimaneutralitet inden 2050 og lancering af den grønne aftale. Mange andre lande verden over er efterfølgende fulgt med, senest med Kinas udmelding om CO₂-neutralitet inden 2060. Som den største udleder af drivhusgasser globalt (ca. 30 pct. af de globale drivhusgasemissioner) er dette en betydningsfuld udmelding, og den vedvarende industri i Kina vil spille en stor rolle i denne transformation. Vores investeringer inden for dette tema er bl.a. Longi Green Energy Technology og Xinyi Solar, mens investeringerne i Samsung SDI og LG Chem også vil drage fordel heraf.

Investeringsstrategi og porteføljeændringer

Investeringsstrategien er uændret med fokus på selskaber eksponeret til indenlandsk vækst i Asien. I kvartalet købte vi seks nye selskaber: **Richwave Technology** (Taiwan), **Kasikornbank** (Thailand), **Longi Green Energy Technology** (Kina), **Xinyi Solar** (Kina), samt de to indiske selskaber **UltraTech Cement** og **Balkrishna Industries**. Ultratech er den førende og en af de mest effektive cementvirksomheder i Indien. Selskabet har et stærkt brand og kan derfor sætte priserne lidt højere end konkurrenterne. Med en pan-indisk tilstedeværelse er selskabet godt positioneret til at udnytte vækstmuligheder fra bolig- og infrastrukturinvestering. Balkrishna Industries har en af de mest effektive produktioner af dæk inden for off-highway-segmentet globalt set. Dette gør, at selskabet har høje margener og leverer en høj forrentning af egenkapitalen. Derudover har selskabet haft succes ved at udvide salget geografisk over landegrænser og sælge til nye markedssegmenter.



Se porteføljen på cww.dk

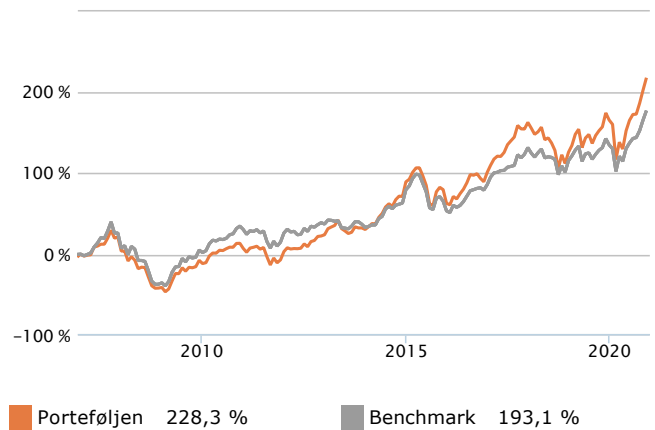
C WORLDWIDE ASIEN

PR. 31. DECEMBER 2020

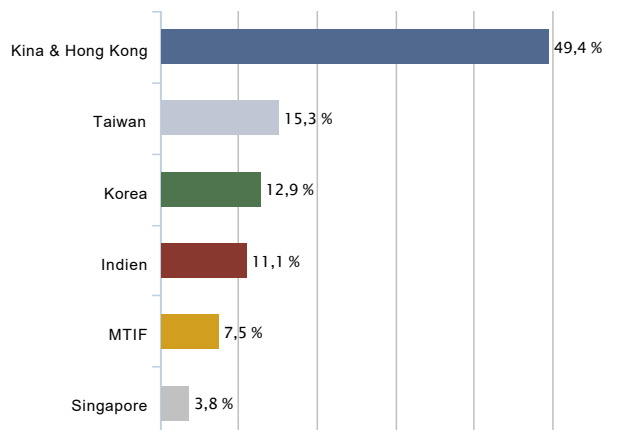
FAKTA

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



GEOGRAFISK



AFKAST & RISIKO

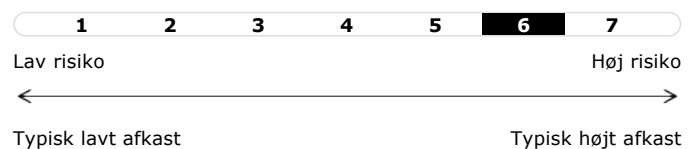
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	15,8	24,8	76,8	179,5	228,3	8,8
Benchmark (%)	14,2	24,1	67,4	105,5	193,1	7,9
Aktivt afkast (%)	1,5	0,7	9,4	74,0	35,2	0,9

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. p.a. porteføljen (%)	20,3	17,6	17,3	19,4
Std. afv. p.a. benchmark (%)	16,1	14,0	14,5	17,9
Beta	1,2	1,2	1,1	1,0

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
TSMC	9,7 %
Samsung Electronics	9,2 %
Tencent Holdings	7,4 %
Alibaba Group Holding	7,2 %
Sea	3,8 %
Sunny Optical Tech	3,1 %
AIA Group	3,0 %
ICICI Bank	2,4 %
Meituan	2,4 %
HDFC	2,1 %

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.

Én grundfilosofi – fem afdelinger

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

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

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

Afdeling **Globale Aktier Etik KL** sætter etik og samfundsansvar højt. Investeringsprincipperne matcher afdeling Globale Aktier KL. Inden der investeres i et nyt selskab, screenes selskabet af en ekstern konsulent, som sikrer, at selskaberne i porteføljen ikke har en betydelig del af deres aktiviteter inden for produktion, distribution eller salg af alkohol, tobak, pornografi, hasardspil, våben eller fossile brændstoffer. Du kan investere i Globale Aktier Etik KL via en udbyttebetalende eller en akkumulerende afdeling. Ved investering for frie midler beskattes afkastet efter lagerprincippet. Dette indebærer årlig beskatning af såvel realiseret som urealiseret gevinst og fradrag for eventuelle tab.

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

Emerging markets-landene er karakteriseret ved høje vækstrater drevet af en ung og voksende befolkning, som aspirerer efter den vestlige levestandard. Det er

C WorldWides kerne- og vækstafdelinger



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

denne udvikling, som du får del i ved at investere i afdeling **Emerging Markets KL**. Afdelingen kan være et godt supplement til vores globale afdelinger, hvis du kan leve med en lidt højere risikoprofil.

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

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 2021. Denne kvartalsorientering for 4. 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