

DE LANGSIGTEDE EFFEKTER AF COVID-19


AKTIER FORANKREDE
I GLOBALE TRENDS
OG TEMAER

TURBULENS OG
INVESTERINGS-
PRINCIPPER


KVARTALS-
ORIENTERING
NR 1 | 2020



FØLGER DU DINE INVESTERINGER?



INVESTORBRIEF



**VÆRDISKABELSE GENNEM
OPLEVELSER**

Oplevelser er blevet en vigtig konkurrenceparameter, der tilføjer værdi til et produkt og har potentiale til at øge

OVERBLIK GIVER INDSIGT - FÅ VORES NYHEDSBREV HVERT KVARTAL

Med C WorldWides nyhedsbrev får du overblik og indsigt i dine investeringer. Vores erfarne porteføljeformidlere holder dig opdateret om udviklingen inden for langsigtede investeringstrends.

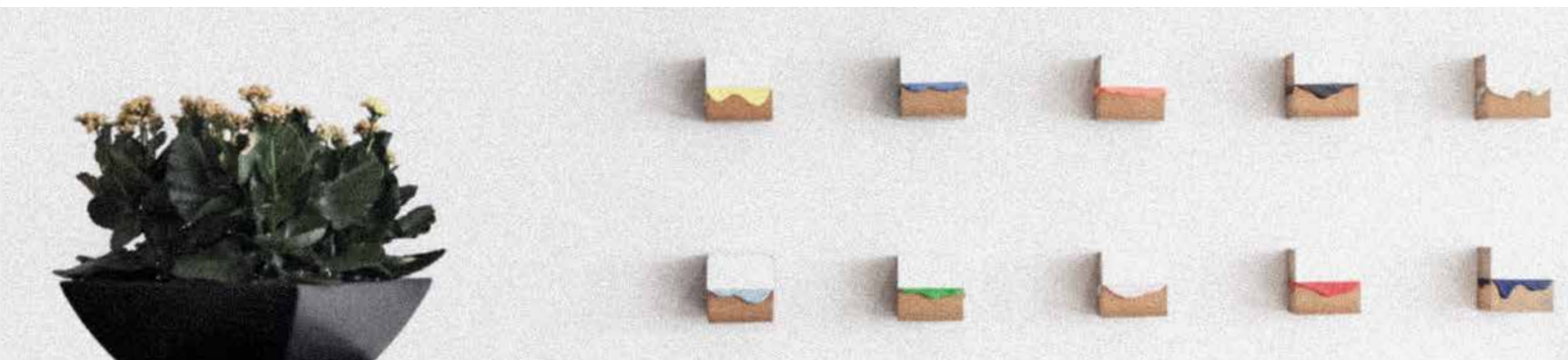
Med C WorldWides nyhedsbrev får du:

- Viden om langsigtede investeringstrends
- Indsigt i den aktuelle markedsudvikling
- Indblik i investeringsbeslutninger
- Adgang til dybdegående artikler
- Overblik over din portefølje

Tilmeld dig nyhedsbrevet på forsiden af cww.dk.

Indholdsfortegnelse

04	Leder
06	Tematiske konsekvenser af COVID-19
12	Turbulens og investeringsprincipper
16	Aktier forankrede i globale trends og temaer
23	Forventninger til aktiemarkedet
26	Globale Aktier KL
28	Globale Aktier Etik KL
30	Stabile Aktier KL
32	Danmark KL
34	Asien KL
36	Emerging Markets KL
38	Én grundfilosofi – syv afdelinger
39	Investeringsforeningen C WorldWide



Leder

Kære investor

COVID-19 tvang aktiemarkedene i knæ

For første gang i 10 år siden finanskrisen har Coronapandemien (COVID-19) skabt panik på aktiemarkedene og et dramatisk kursfald. Vores økonomier er gået i stå pga. den samfundsmæssige nedlukning for at inddæmme spredning af virusen. I USA forudser nogle en vækstnedgang på ca. 20 pct. i andet kvartal! Vi står i en situation uden nyere historisk sammenligning. Dette skaber usikkerhed. Vi vil i denne kvartalsorientering belyse udsigterne (afsnittet ”Forventninger til aktiemarkedet” på side 23), samt hvordan vi ser de langsigtede samfunds- og investeringsimplikationer af COVID-19 (afsnittet ”Tematiske konsekvenser af COVID-19” på side 6).

Kort fortalt afhænger udsigterne af, hvor hurtigt vi genvinder kontrollen med Corona-virusen. Denne afklaringsperiode kan måske tage 3-6 måneder, hvor aktiemarkedene vil være præget af usikkerhed med svingende kurser. Herefter tror vi, at investorernes fokus skifter med forventningen om en normalisering af økonomierne i 2021 og 2022 og en mere stabil og positiv udvikling. Det er muligt, at afklaringsperioden bliver kortere, da aktieinvestorer som regel forsøger at forudsigte begivenhederne. Med de massive finans- og pengepolitiske tiltag, der skaber rigelig likviditet, kan stemningen potentielt vende hurtigere.

Også kursfald i vores afdelinger

Når aktiemarkerne tager en dukkert som i første kvartal, er det umuligt at undgå tab for vores afdelinger. Dog kan vi med en vis tilfredshed se, at den langsigtede strategi i afdeling Globale Aktier med fokus på velkapitaliserede vækstsekskaber drevet af tematisk medvind er blevet belønnet i denne periode med markedsuro. Afdelingen faldt 13 pct., hvor verdensindekset faldt 20 pct. Når der er stress, og kreditmarkederne fryser til, så rammer

det oftest de svageste og mest gældsatte selskaber. Fremadrettet tror vi også, at solide vækstsekskaber med tematisk medvind i en verden med lave renter og beskeden økonomisk vækst vil være eftertragtede investeringskandidater.

Afdeling Stabile Aktier kåret til bedste globale aktiefond

I Morningstars årlige evaluering af de danske investeringsfonde er C WorldWide Stabile Aktier kåret som Danmarks bedste globale aktiefond. Morningstar har evalueret udviklingen på 3 og 5 år, men lagde særlig vægt på et godt resultat i 2019, hvor afdelingen med lav volatilitet skabte et afkast på 30,7 pct., hvilket var 4,5 pct. højere end konkurrenternes gennemsnit. Afdelingen har ligeledes fået de såkaldte fem stjerner af Morningstar.

Vi er naturligvis glade for denne anerkendelse, om end vi i samme moment også må erkende, at afdelingens afkastudvikling i indeværende år med et betydeligt fald ikke lever op til vores målsætning. Tabet er på linje med nedgangen i verdensindekset, men strategien er lagt an på at dæmpe faldet i nedgangstider. Du kan læse nærmere om den konkrete udvikling i afdelingen på side 30, men kort fortalt har den drastiske nedlukning af samfundsøkonomien gjort, at selv stabile selskaber er blevet ramt på aktiemarkedet. Det drejer sig f.eks. om sol- og vindselskaber, selv om de har langsigtede prisaftaler og langfristet finansiering på plads. Det samme gør sig gældende for ejendomsselskaber, hvor ellers tidligere stabile lejere nu ønsker henstand. Vi har i praksis undervurderet risikoen for, at butikker fra den ene dag til den anden lukker ned. Afdelingens investeringer består dog af kapitalstærke selskaber, som kan modstå en længerevarende krise, hvorfor vi ser dem kunne genvinde det tabte, når vi kommer ud på den anden side.

Afdeling Danmark lukkes

Bestyrelsen har i samarbejde med investeringsforvalteren C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S evalueret resultatudviklingen i afdeling Danmark. De langsigtede resultater siden opstart lever op til foreningens målsætning om merafkast i forhold til markedsafkast, men afdelingens afkast har de senere år ikke været høje nok i forhold til markedet.

Bestyrelsen har desuden drøftet den langsigtede kundeinteresse for en afdeling med danske aktier og foreningens muligheder for at skabe merafkast i forhold til markedet. Konklusionen er, at det langsigtede kundebehov er begrænset, og samtidigt gør det relativt snævre danske aktieunivers det sværere for en aktiv forvalter at skabe merafkast.

På denne baggrund er det besluttet at afvikle forvaltningen af danske aktier i C WorldWide, og derfor vil bestyrelsen foreslå investorerne, at afdeling Danmark fusionerer med en af foreningens øvrige strategier. Bestyrelsen vil derfor snarest indkalde investorerne i afdeling Danmark til en ekstraordinær generalforsamling. Den hidtidige investeringspleje i de danske aktier fortsætter naturligvis, indtil en fusion er gennemført.

Ny datoer for årets investorkonference

Udbredelsen af Corona-virussen og myndighedernes retningslinjer betød desværre, at vi måtte aflyse forårets investorkonferencer i hhv. Aarhus og i København. Heldigvis er det i samarbejde med vores arrangementssteder lykkedes at finde nye datoer til efteråret, hvor vi håber at kunne afholde arrangementerne i Aarhus den 5. nov. og i København den 12. nov. Vi udsender nye invitationer, i første omgang til dem som allerede er tilmeldt, når vi kommer tættere på.

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

Bo Knudsen Tim Kristiansen

Resultat 1. kvartal 2020

Afdeling	Afkast 1. kvrt.	Benchmark 1. kvrt.
Globale Aktier KL	-13,2%	-19,7%
Globale Aktier Akk. KL	-13,5%	-19,7%
Globale Aktier Etik KL	-12,4%	-19,7%
Globale Aktier Stabil KL	-19,3%	-14,2%
Danmark KL	-14,6%	-12,8%
Asien KL	-20,9%	-16,6%
Emerging Markets KL	-22,1%	-22,0%



Tematiske konsekvenser af COVID-19

Af Morten Springborg,

Temaspecialist, C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S.



Nøgleindsigter

- Det har været på vej i årevis, men nu kommer den monetære og finanspolitiske fusion i form af ekspanderende finansunderskud finansieret af centralbankerne.
- Komplekse forsyningskæder har øget skrøbeligheden i den globale økonomi, og deres fragmentering vil accelerere, hvilket fører til mere lokaliserede forsyningskæder.
- Verden vil blive mindre optimeret, mindre global og mere regional og national – men også mere robust.
- Digitaliseringen af selskaber og samfund såvel som overgangen til det kontantløse samfund vil blive fremskyndet, og der vil ske en grundlæggende revurdering af rejser, og af hvordan arbejdet er organiseret.

Der skrives i øjeblikket historie på de finansielle markeder. Corona-virussen (COVID-19) var i sig selv kun en udløsende faktor – ikke den bagvedliggende årsag. Der er ikke tale om en traditionel krise – men en krise, som rammer enkeltpersoner, familier, lokalsamfund, selskaber, regioner og lande verden over. Der er også tale om et efterspørgselschok samt et udbudschok. Vi har aldrig tidligere befundet os i en tilsvarende situation, hvilket gør det udfordrende at foretage en kortsigtet analyse. Konsekvenserne kan blive kortvarige og afdæmpede, men de kan også blive længerevarende og mere alvorlige. COVID-19 udfordrer imidlertid opfattelsen af, hvordan et kriseforløb almindeligvis forløber, og nedlukningen af skoler, virksomheder og byer har affødt de første tegn på negative økonomiske og finansielle effekter. Det kræver aggressive tiltag at udrydde virussen, hvilket bl.a. forhindrer fri bevægelse, og samtidigt rammes økonomien og finansmarkederne hårdt.

Når vi skal vælge mellem alternativer til bekæmpelse af virussen og dens konsekvenser, bør vi ikke alene spørge os selv, hvordan vi kan overvinde den øjeblikkelige trussel, men også hvilken verden, vi ønsker på den anden side af stormen, da COVID-19 for evigt kan ændre vores økonomiske og sociale systemer. Husk f.eks. Milton Friedmans ord om, at intet er så permanent som et midlertidigt regeringsprogram.

Som så ofte før, er det formentligt lettere at vurdere de længerevarende konsekvenser. I det følgende ser vi nærmere på de største tematiske konsekvenser af COVID-19, når det værste er ovre.

Fusion af finanspolitik og pengepolitik

Centralbankerne kan trykke penge, men de kan ikke udvikle vacciner. Pengepolitikken mister effekt, når renten når 0 pct. Krisehåndtering via centralbankerne er derfor ikke længere den ideelle løsning. Det har længe været undervejs, men der er nu et behov og en undskyldning for at anvende finanspolitikken langt mere aktivt for at imødegå de økonomiske udfordringer af COVID-19. Nu får vi en cocktail af penge- og finanspolitiske tiltag i form af større budgetunderskud, som finansieres af centralbankerne – starten på det, der er blevet kaldt Moderne Monetær Teori (MMT), helikopterpenge eller kvantitative lempelser for folket, som det også omtales. Et eksempel på dette er behovet for økonomisk støtte til små og mellemstore selskaber inden for rejse- og underholdningsbranchen samt andre svækkede selskaber. Vi har allerede set de første uddelinger af penge til befolkningen i Hongkong samt aggressive finanspolitiske tiltag i USA, Storbritannien og andre lande verden over.

De nye uortodokse finanspolitiske løsninger giver, i hvert fald på kort sigt, ikke grund til bekymring, da krisen ikke har nogle fortilfælde, og der er behov for nye værktøjer. På længere sigt kan man dog frygte, at politikerne ikke frivilligt afgiver deres nye beføjelser. Dette baner vejen for en ny politisk ageren, hvor staten vil få mere økonomisk magt på bekostning af en fri kapitalistisk markedsøkonomi.

Hjælpepakker med stramme betingelser

Mange brancher oplever, at efterspørgslen stort set er forsvundet, og at de har akut behov for støtte fra staten. Historien har vist, at der vil være hårde betingelser tilknyttet en sådan støtte. Nogle selskaber vil måske blive nationaliseret, andre vil skulle afgive ejerandele til staten eller ende med at fortsætte under hård regulering.

Det er luftfartsindustrien et godt eksempel på. Som de fleste andre luftfartsselskaber, herunder SAS og Norwegian, har de amerikanske luftfartsselskaber anmodet om støtte på 50 milliarder USD, hvilket

er tæt på det samlede beløb, som selskaberne har anvendt på aktietilbagekøb siden finanskrisen. Hvis vi skal sammenligne situationen med tidligere forløb, er der eksemplet med de restriktioner den finansielle sektor blev pålagt efter finanskrisen, og selv dem, der ikke havde behov for støtten, blev pålagt restriktioner. Under finanskrisen blev der i USA også brugt offentlige midler til at redde bilproducenterne, der efterfølgende blev pålagt væsentlige forretningsmæssige restriktioner, hvor de blev nødt til at indstille visse aktiviteter som f.eks. at udbyde bilforsikringer.



Nu får vi en cocktail af penge- og finanspolitiske tiltag i form af større budgetunderskud, som finansieres af centralbankerne.

Når vi på et tidspunkt har lagt COVID-19-krisen bag os, og der kommer en samfundsanalyse af krisehåndteringen, er det sandsynligt, at selskaberne vil blive pålagt at polstre deres balancer, så de bliver bedre i stand til at kunne håndtere fremtidige kriser uden at være en byrde for staten. Det kunne medføre begrænsede muligheder for at foretage aktietilbagekøb for de berørte brancher, hvilket kan lede til lavere afkast på den investerede kapital, hvilket ikke er godt for PE-værdiansættelsen af disse selskaber.

Omvendt vil de selskaber med solide forretningsmodeller, og som kan klare sig igennem krisen uden støtte fra det offentlige, skille sig ud fra konkurrenterne, og vil ikke være underlagt de samme restriktioner i forhold til anvendelsen af deres kapital.

Komplekse forsyningskæder gør den globale økonomi mere sårbar

Generelt vil verden blive mindre optimeret, mindre global og mere regional og national. Desto mere optimeret et system er, desto skrøbeligere bliver det samtidigt. Porcelæn fra Ming-dynastiet er indiskutabelt finere og smukkere end en tinkop, men

hvad tinkoppen ikke har i skønhed, har den derimod i holdbarhed. Usikkerheden forårsaget af den aktuelle COVID-19-situation afslører det globale samfunds skrøbeligheder.

I tiden efter finanskrisen har vi oplevet en styrkelse af nationalstaten og de første spæde tegn på en aftagende globalisering. COVID-19 vil medføre, at forsyningskæderne bliver endnu mere fragmenterede og mere regionale og lokale. Mentaliteten om i krisetider at have et ekstra varelager er igen blevet aktuelt. Igennem de seneste dekader er virksomhedernes forsyningskæder blevet længere og mere komplekse på tværs af landegrænser. En amerikansk detailbutik får måske sine varer fra ét kinesisk firma, men denne fungerer ofte som hovedleverandør og indkøber komponenter fra mange forskellige underleverandører. F.eks. var der i 2018 mere end 1.000 producenter involveret i fremstillingen af Apples produkter. Det vil være en udfordret forretningsmodel i fremtiden. I dag er forretningsmodellerne blevet optimeret til det yderste, og med de dominerende platformbaserede forretningsmodeller og de lange og komplekse forsyningskæder er verdensøkonomien blevet langt mere sårbar gennem de seneste 20-30 år. Denne sårbarhed bliver synlig, når en handelskrig og en pandemi rammer verdensøkonomien.



Der en risiko for, at selskaberne vil blive pålagt at polstre deres balancer, så de bliver bedre i stand til at kunne håndtere fremtidige kriser uden at være en byrde for staten.

Den fjerde industrielle revolution med 3D-print og udbredelsen af automatiske smarte fabrikker samt stigende lønninger i Kina og internationale handelskrige har betydet, at forskellen i produktionsomkostninger mellem Kina og Vesten er indsnævret. Kinas igangværende teknologikrig med

USA medfører desuden, at Kina bliver mere selvfor-synende inden for centrale teknologiområder.

I bakspejlet kan vi konstatere, at globaliserings-trenden toppede omkring finanskrisen, og den psykologiske og praktiske konsekvens af problemerne i forsyningskæderne som følge af COVID-19 vil accelerere afviklingen af de mest globaliserede forsyningskæder.

Vil COVID-19 afsløre megabyernes underliggende sårbarhed?

Efterhånden som verdensbefolkningen fortsætter med at stige, og folk rykker mod byerne, vil der komme flere og flere megabyer (med over 10 mio. indbyggere). Ifølge FN vil der være 43 megabyer i 2030.

Forskere har lært os, ligesom Geoffrey West i sin bog ”Scale” har populariseret den teori, at byer på samme måde som organismer udviser universelle skaleringslove og har samtidig introduceret den såkaldte ”15 pct.-regel”. Hvis befolkningen i en megaby fordobles, har man kun brug for 85 pct. mere infrastruktur – f.eks. benzinstationer, veje og elektriske kabler. Omvendt er byerne kendetegnet ved højere skalering, når det handler om socioøkonomiske faktorer såsom menneskelig interaktion, herunder lønninger, patenter, sygdomme og voldskriminalitet, som alle stiger med omkring 115 pct. ved en fordobling af antallet af indbyggere.

Sagt på en anden måde, så vil både de gode og de dårlige socioøkonomiske faktorer ved en fordobling af byernes størrelse stige med ca. 115 pct. samtidigt med, at der spares 15 pct. på omkostninger forbundet med byens infrastruktur. Ergo er store byer – ud fra en økonomisk betragtning – mere optimale og effektive enheder end mindre byer.

I forbindelse med det stigende antal megabyer har der været stort fokus på de samlede positive nettoeffekter af stadigt større byer, men en ny virus som COVID-19 tydeliggør også vores økonomiers stigende sårbarhed, når byerne vokser. I skrivende stund har COVID-19 allerede inden for en kort periode spredt



sig fra en megaby, nemlig Wuhan, til andre storbyer rundt om i verden, både i Asien, Europa og USA. Til trods herfor tror vi, at mennesket fortsat vil søge mod byernes velstand og muligheder, og tendensen mod megabyer ventes derfor at forblive intakt.

Det digitale samfund

I skrivende stund, hvor vi står midt i pandemiens udvikling, står det klart, at de digitale forretningsmodeller er langt bedre til at håndtere de udfordringer, som COVID-19-krisen indebærer. Karantæne og isolation har selvsagt en kæmpe indvirkning på udbud og efterspørgsel, og COVID-19 ser ud til at blive endnu et søm i kisten for den butiksbaserede detailhandel. Digitale ydelser og produkter er derimod ikke så følsomme over for forandringerne. Som eksempel kan nævnes, at sportsfaciliteter og spillesteder lukkes ned verden over, men som man sagde i det gamle Rom, skal der "brød og cirkus til folket", og selskaber som Amazon og Netflix erobrer formentligt lige nu store markedsandele.

I Kina opfattes pengesedler og mønter i dag som virus-transmitterende objekter, og derfor vil COVID-19 også fremrykke udviklingen mod et kontantløst samfund.

Digitale økonomier er formentlig også bedre rustet til at håndtere situationer som den nuværende, herunder højdigitale samfund som i Norden, hvor den offentlige sektor fortsat synes at fungere så gnidningsløst, som man nu kan forvente, under disse omstændigheder. COVID-19 vil sandsynligvis føre til en hurtigere digitalisering af såvel virksomheder som samfund.

Erhvervsejendomsmarkedet risikerer at få varige mén, når medarbejdere og arbejdsgivere evaluerer erfaringerne fra nedlukningen af arbejdspladser og udbredelsen af hjemmearbejde under COVID-19, samt som følge af at den butiksbaserede detailhandel nok aldrig rigtig kommer sig over COVID-19, jf. afsnittet ovenfor. Efterhånden som flere og flere digitaliserede virksomheder oplever, at det kan være effektivt og fungerer godt at arbejde hjemme, kan de længerevarende konsekvenser meget vel blive en aftagende efterspørgsel på erhvervsejendomme.

På tilsvarende vis er arbejdsstyrken ved at vænne sig til nye arbejdsprocesser. For eksempel kan afholdelsen af videokonferencer i stedet for fysiske møder helt klart få en varig indvirkning på omfanget af forretningsrejser og deltagelse på konferencer, da virtuelle møder er billigere, mindre tidskrævende samt bedre for klimaet.



COVID-19 ser ud til at blive endnu et søm i kisten for den traditionelle detailhandel. Digitale ydelser og produkter er imidlertid ikke så følsomme over for forandringerne.



Sundhedssektoren

Uanset hvad der sker med forsyningskæderne fremadrettet, ændrer det ikke ved, at vi fortsat lever i en tæt forbundet verden, og at den igangværende pandemi ikke bliver den sidste af slagsen. Sundhedssektorens håndtering af de aktuelle udfordringer vil få konsekvenser for den måde, sektoren vil være organiseret på fremover. Der vil formentlig ske en yderligere centralisering af sundhedssektoren, da centraliserede enheder bedre kan koordinere indsatser på tværs af geografiske områder, og samtidig vil der være et behov for flere investeringer i sundhedssektoren. Det store spørgsmål i denne sammenhæng er formentlig, hvordan det decentraliserede og private sundhedssystem i USA vil håndtere udfordringen. Dette vil blive et politisk emne igennem 2020'erne, og meget vil afhænge af USA's håndtering af COVID-19.

Øvrige aspekter på kort sigt - turisme og fødevarerikkerhed

Den helt store faktor inden for turisme har i de senere år været eksplosionen af udrejsende kinesiske turister. Denne udvikling vil i hvert fald på mellem-langt sigt vende, da kineserne vil være mindre rejse-lystne på grund af frygt for helbredsfarer. Den indenlandske turisme i Kina vil derimod opleve et boom, når pandemien er ovre, og det vil formentlig tage tid, før det globale forbrug af luksusvarer retter sig, da dette gennem mange år har oplevet høj vækst drevet af udrejsende kinesiske turister.

Der vil være behov for en ny debat om fødevarerikkerhed og madkultur. SARS-epidemien i 2003 blev sat i forbindelse med desmerkatte, som blev solgt som fødevarer på et marked i Guangzhou. Forskere er generelt enige om, at COVID-19 formentligt

er opstået på et marked med levende dyr i Wuhan i Kina. Fødevarer af høj kvalitet, forarbejdede fødevarer og frostvarer købt i supermarkeder vil opleve et markant stigende salg, mens lokale markeder på længere sigt formentlig vil blive kraftigt reduceret eller direkte forbudt for at sikre fødevarerens sikkerhed. Da Kina har en befolkning på knap 1,4 mia., vil ændrede fødevarerpræferencer få globale konsekvenser.

COVID-19 vil i bund og grund forstærke eksisterende tendenser

Som vi har argumenteret for, er det tvivlsomt, at en virus som COVID-19 vil få længerevarende indvirkning på byers vækst, men vi tror, den vil få betydelige konsekvenser for den fremtidige økonomiske politik og betyde ændrede forsyningskæder. Det skyldes, at virussen reelt set blot forstærker en igangværende tendens mod øget politisk indgriben i økonomiske forhold samt mindre effektive, men samtidigt mere robuste forsyningskæder. Udviklingen mod det digitale samfund vil blive forstærket af COVID-19 og vil føre til yderligere digitalisering af betalinger og fremskynde det kontantløse samfund. Arbejdsrutinerne vil blive radikalt tilpasset, og på længere sigt vil det formentlig medføre, at flere mennesker får mere fleksible og effektive arbejdsrutiner. Sundhedssektoren bliver testet, og der vil formentlig blive investeret markant i sundhedspleje samt opstå drøftelser om behovet for en radikal omlægning af systemet baseret på erfaringerne med COVID-19.

Kampen mod virussen kan udføres på flere måder. En måde for regeringerne er at masseovervåge befolkningerne ved anvendelse af teknologi og straffe dem, der bryder reglerne. En vellykket anvendelse af undertrykkende masseovervågning ville være skelsættende for en mere generel anvendelse af befolkningskontrol og gå helt imod liberale demokratiske principper. Moderne teknologi kan hjælpe os enormt i denne kamp, men må gøres ved at give en selv-motiveret og velinformeret befolkning med tillid til sine institutioner mulighed for selv at gøre det rigtige for at bekæmpe virussen. Ellers vil prisen for vores demokratier være for stor.

Politikerne er nødt til at handle, og da politikere vælges lokalt, vil de foretrukne løsninger som regel være lokalt tilpassede. Globale udfordringer kræver desværre en global reaktion. Verden står i dag over for mange udfordringer med en global dimension. Ud over pandemier som COVID-19 er global opvarmning og migrationsproblemer blot nogle af de udfordringer, som kun kan håndteres, hvis man danner fælles front.

Som med alle globale udfordringer skelner coronavirus ikke mellem nationalitet eller religion. De rammer vores mest grundlæggende menneskelige træk og menneskets frygt. Det vil kræve omfattende internationalt samarbejde at forstå sygdommen, bremse dens udbredelse og udvikle en vaccine. Vi står her over for en fælles udfordring.



Turbulens og investeringsprincipper

Af Bo Knudsen, Adm. direktør og porteføljeforvalter,
&

Morten Springborg, Temaspecialist,
C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S

I hårdere tider er det centralt at søge tilbage til kernen, hvor kernen er holdbar langsigtet vækst. Sådan skabes høje langsigtede aktieafkast. Omvendt er simple kortsigtede mål for aktieværdi som regel en usikker smutvej.

Spekulation og investering

Aktiemarkeder kan ikke lide usikkerhed. I disse dage ser vi stor usikkerhed og markedspåvirkning drevet af Corona-virus. Det afhænger ikke bare af omfanget af denne epidemi, men også af kort- og langsigtede reaktionsmønstre på situationen. Der er ikke direkte sammenlignelige historiske tilfælde. Dog havde eksempelvis udbruddet af SARS i 2003 og udbruddet af H1N1 i 2009

og andre større sygdomsudbrud over de sidste 20 år kun kortsigtet markedseffekt. Vi ved i dag ikke, hvad de dynamiske effekter af denne globale pandemi bliver.

Finansielle markeder har en tendens til at tage et kortere perspektiv, der sjældent rækker ud over 12 måneder – specielt under kriser. Der er en bred kreds af markedsdeltagere, der bevidst eller ubevidst, driver denne kortsigtethed – denne spekulation. Det er fristende, men sjældent en lønsom disciplin. De fleste taber på lang sigt ved at gå hyppigt ind og ud af markedet. Risikoen for at sælge og derefter ikke nå med på toget igen er betydelig.

Dette emne blev belyst i vores indsigt fra november 2018 [“Aktier – køb, sælg eller behold?”](#). Her sammenlignede vi, hvad en investor i det amerikanske aktiemarked ville have opnået ved at være investeret kontinuerligt

over de sidste 50 år (omkring 10.000 handelsdage på børsen) – sammenlignet med afkastet, såfremt man ikke havde været med de bedste dage. Her var det massive positive afkast, såfremt man var ude af markedet de 10 bedste dage over denne periode, halveret, mens al afkast var væk uden de bedste 75 dage (hvilket er mindre end 1 pct. af alle handelsdagene). Effekten af at miste rentes-rente-effekten er markant. Det er en usikker disciplin at spekulere, og vi anbefaler at tage et investeringsperspektiv i stedet.



Vi bruger det meste af vores tid på at analysere hvilke selskaber, vi skal eje på langt sigt frem for upræcise værdiberegninger.

Hvordan findes holdbar vækst?

De bedste investeringer er selskaber, der vokser sig større over tid. Vi prioriterer holdbar langsigtet vækst fremfor høj, kortsigtet vækst. Vi bruger det meste af vores tid på at analysere hvilke selskaber, vi skal eje på langt sigt frem for upræcise værdiberegninger. Vores sikkerhedsmargin, når vi investerer i selskaber, drejer sig om selskabets langsigtede konkurrencemæssige fordele, og om de bliver stærkere over de næste tre til ti år. Vores fokus på forretningsmodellen og indtjeningspotentialer over så lange perioder øger sandsynligheden for at finde fremtidens vindere og samtidig bidrager det til at beskytte værdien af investeringen over tid. Der er mange analytikere der følger verdens større selskaber og prøver at sætte den korrekte pris. Men de fleste følger selskaberne med et kortsigtet perspektiv. Visa, et af verdens største selskaber, følges af 35 analysehuse, som giver estimater på 2020-indtjeningen til Bloomberg, som udbyder finansielle data og nyheder. Dette tal falder til et par analysehuse, når det handler om 2022- og 2023-indtjeningen. Dette illustrerer den kortsigtede markedsorientering. Det skaber muligheder for den strategiske investor. Det skaber mulighed for C WorldWides perspektiv og måde at investere på.

Hvad med prisfastsættelsen?

Højvækstaktier handles typisk til høj kurs/indtjening (P/E-værdier), hvilket skaber et dilemma for prisbevidste investorer. Historiske analyser viser, at hvis højvækstselskaberne leverer den forventede vækstrate, vil et højt P/E-niveau falde til et meget attraktivt niveau inden for en kortere årrække. Dette viser, at et højt P/E-niveau ikke er en større udfordring, hvis blot selskabet indfrier vækstforventningerne.

Vi prioriterer derfor at finde de rigtige selskaber først. Værdiansættelsen er en central faktor i vores beslutningsproces, men det er sjældent udgangspunktet. Faktisk indgår værdiansættelsen typisk først, når alle andre aspekter af selskabet er analyseret. Vores investeringsanalyser tager udgangspunkt i selskabets strategiske position frem for at fokusere på en eventuel rabat i forhold til en værdiansættelse af selskabets bogførte værdier. Der er nemlig langt større potentiale i at forstå styrken og holdbarheden af forretningsmodellen. Dette gøres ved at fokusere på mulighederne og identificere fremtidens vindere, styret af ledelser som forstår, at samfundsansvar og holdbare forretningsmodeller går hånd i hånd.

Mange af vores succesfulde investeringer var ud fra P/E-værdien højt prissat på købstidspunktet. Men denne optiske illusion undervurderede rentes-rente-effekten ved selskaber, som kan øge indtjeningen år efter år. Et eksempel er Alphabet (Google), som vi købte tilbage i 2009, og som løbende har været handlet til høje kortsigtede P/E-værdier. På trods af dette har investeringen givet et højt afkast.

Tid er magisk

Det er vores vurdering, at tid ofte undervurderes på de finansielle markeder. Effekten af rentes-rente-princippet stiger eksponentielt, jo længere tid, vi kan indregne. Vækst har dog kun værdi, hvis selskabet har en komparativ fordel, som gør, at selskabet kan forrente den investerede kapital over markedsniveauet – jo længere tid, desto bedre. Jo flere attraktive investeringsmuligheder et selskab har, desto bedre. Rentes-rente-effekten påvirkes positivt af en lang tidsperiode, samt jo mere den investerede kapital kan øges, uden at forrentningen mindskes.



**Det er vores vurdering,
at tid ofte undervurderes på
de finansielle markeder.
Effekten af rentes-rente-
princippet stiger eksponentielt,
jo længere tid, vi kan
indregne.**

Økonomisk teori tilsiger, at et selskabs komparative fordele over tid vil blive konkurreret bort, men i praksis ser vi, at en række selskaber er i stand til at opretholde/udbygge disse fordele over længere tid. Dette særligt i dagens digitale samfund, hvor netværkseffekter styrker de dominerende selskaber. Albert Einstein er citeret for at udtale, at rentes-rente-effekten er universets mest magtfulde kraft. Aktiekurser drives på langt sigt af indtjeningsudviklingen, og den hellige gral inden for investering er at finde de selskaber, som over tid kan fortsætte med at overraske positivt. Det langsigtede fokus på rentes-rente-effekten er efter vores vurdering den bedste og mindst risikable måde at slå markedet på. Dette har været vores tilgang i tre årtier, og vi tror også, det er den rigtige strategi fremadrettet.

Hvordan forholder vi os i denne turbulens?

Når de kortsigtede bekymringer dominerer, er det vigtigt at holde fast i det langsigtede perspektiv. I den aktuelle situation omkring Corona-virus er det naturligvis relevant at bruge tid på at forstå eventuelle vedvarende langsigtede konsekvenser, som denne tragiske sygdomsepidemi har i et investeringsmæssigt perspektiv. Ligeledes forholder vi os til, om visse langsigtede meget interessante selskaber bliver udsatte for kortsigtet salgspres, der ikke har langsigtet relevans. Vi sammenligner løbende disse potentielle investeringskandidater med de selskaber, der allerede er i porteføljen.

I grunden er det vores opfattelse, at der kun er få virkeligt unikke selskaber, som man kan investere i på langt sigt. Derfor har vi gennem 30 år holdt fast i princippet om kun at have få aktier i porteføljen og kontinuerligt holde de nye kandidater op som konkurrenter til dem, vi allerede har. Det gør vi også i den aktuelle situation – i gode og mindre gode tider – for konstant at have det hold af aktier, der er bedst rustet til at levere holdbar vækst til glæde for vores kunder.



Aktier

forankrede i globale trends og temaer

Af Morten Springborg,

Temaspecialist, C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S.

Hvilken rolle spiller trends og temaer?

Vi bruger trends og temaer til at forstå og forudse, hvordan samfundet udvikler sig.

Vores trendbaserede, tematiske investeringstilgang gør, at vi kan skelne markedsstøj fra dét, der reelt er varig viden, som kan akkumuleres og over tid skabe grobund for en dybere investeringsindsigt. Aktiemarkedet agerer ofte kortsigtet og snævert, ligesom det afspejler tendenserne i den menneskelige adfærd. Gennem årene er dette blevet mere udtalt, hvorfor en langsigtet investeringstilgang er den bedste måde for en aktiv kapitalforvalter at skabe alpha (merafkast).

Vi ser trends som adfærdsmæssige forandringer i samfundet, som folder sig ud over flere generationer. Trends kan derfor ikke bruges i direkte investeringsøjemed. Derimod er de til stor nytte i organiseringen af tankeprocesser.

Temaer er afledt af de langsigtede trends og er mere konkrete i forhold til, hvilke aktier der vil klare sig godt i fremtiden. Et tema kan udvikle sig over flere årtier, men oftest udvikles og modnes temaer typisk i løbet af 3-10 år. Siden 1990 har vi identificeret mere end 50 temaer forankret i fem større trends.

En trendbaseret, tematisk investeringstilgang skaber en ramme for at forstå den fremtidige langsigtede



Nøgleindsigter

- Hos C WorldWide håndplukker vi først og fremmest holdbare enkeltaktier. Den aktiespecifikke dimension er det primære element, men vores valg er forankret i de trends og temaer, vores forvalterteams identificerer – en metode vi har gennemtestet og forfinet siden vores etablering i over tre årtier.
- Vi bliver ofte spurgt, hvordan vi anvender trends og temaer i vores arbejde? Dette vil vi give en beskrivelse af i dette Perspektiv.

Du kan også læse om vores specifikke tematiske investeringer i vores Indsigter og Perspektiver, vi har publiceret gennem årene på cww.dk.

udvikling. Den identificerer de mest lovende investeringsområder og leder os dermed væk fra benchmarktilgangen – benchmark er en refleksion af fortiden, ikke fremtiden. Det er en tilgang, der sikrer en effektiv anvendelse af vores tid og ressourcer.

Værdiansættelse i tematisk perspektiv

Den klassiske måde at vurdere en akties værdi på kan være nyttig, når vi vurderer, hvordan trends og temaer påvirker værdien af et givet selskab. En akties værdi afspejler den risikostregerede nutidsværdi af fremtidige udbytter/frie cash flow, og det understreger betydningen af de centrale faktorer tid, vækst og risiko.

Tid – varighed

De finansielle markeder undervurderer ofte betydningen af tid. Rentes-rente-effekten har en enorm betydning for den langsigtede investor og er afhængig af varigheden af de strukturelle forandringer. Naturligvis har en lang varighed en positiv indvirkning på prisfastsættelsen af en virksomhed – jo længere en tematisk medvind varer ved, jo bedre. Således kan en langsigtet tematisk medvind retfærdiggøre en høj værdiansættelse i dag.

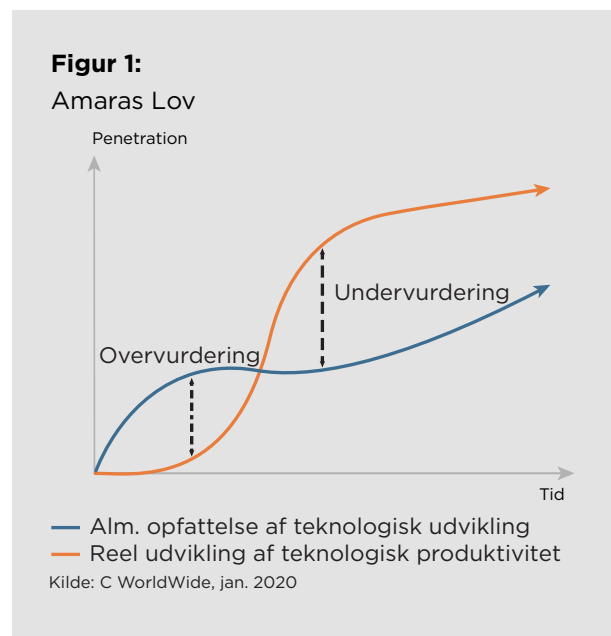
I 1970'erne observerede IT-forskeren og leder af Institute for the Future ved Stanford University i USA Roy Amara: "Vi har det med at overvurdere effekten af ny teknologi på den korte bane, mens vi undervurderer teknologien på længere sigt". Udtrykket er senere blevet kendt som Amaras lov.



Vores trendbaserede, tematiske investeringstilgang gør, at vi kan skelne markedsstøj fra dét, der reelt er varig viden, som kan akkumuleres og over tid skabe grobund for en dybere investeringsindsigt.

Vi mener, at denne observation beskriver en temabaseret tankegang og er en god måde at forstå adfærdsmæssige tendenser på aktiemarkedet. Det forklarer også, hvorfor tanken om 'mean reversion', dvs. en tilbagevenden til gennemsnittet, på aktiemarkedet i mange tilfælde blot er en myte, og en faktor, som den langsigtede investor kan udnytte.

Når et nyt tema dukker op, bliver investorerne ofte optimistiske og overvurderer udviklingstakten. Som regel tager udviklingen længere tid, og pessimisterne begynder at påstå, det hele er en overvurderet boble. Det er på dette tidspunkt, vi har erfaring for, at vendepunktet indtræffer, og temaet bliver vidt udbredt og disruptivt – se figur 1



Vi har en vækstorienteret tilgang, men samtidigt sætter vi holdbarhed før vækstpotentiale. Typisk anser vi den tidlige "hype"-fase for at være for risikabelt at investere i. Vi investerer hellere, når den første begejstring har lagt sig, og det er tydeligt, at det ikke er et midlertidigt fænomen samtidigt med, at de ledende spillere nu begynder at skille sig ud. Det er denne fase, som er den mest lukrative, da markederne har en tendens til at være for hurtige til at tro, at væksten har toppet og vil falde tilbage til det gennemsnitlige niveau.

I denne fase vil man typisk skulle betale for en høj værdiansættelse, men hvis selskabet har solid tematisk støtte, vil investor blive belønnet ved en stigende indtjening i meget længere tid, end markedet indregner. Vi bruger mest tid på at vurdere, hvad vi skal eje. Værdiansættelsen indgår som en vigtig del af beslutningsprocessen, men det er meget sjældent vores udgangspunkt. Den sikkerhedsmargin, vi indregner, siger mere om den tiltro, vi har til, at et selskab kan fastholde eller øge sin konkurrenceevne, end et givent estimat for en rabat i forhold til selskabets underliggende værdi. Vi mener, at det er nemmere at vurdere en forretningsmodels styrke og varighed end at estimere virksomhedens underliggende værdi.

Når et tema står ved sit modningspunkt, opstår risikoen for, at man mister – ikke blot indtjeningsgrundlaget – men også det tematiske værdiansættelsesgrundlag. Det er vores erfaring, at den generelle holdning til et tema ændrer sig langsomt, og at der skal en dramatisk udvikling til, som f.eks. en nedjustering af selskabets forventninger, før det påvirker aktiekursen. Man har således tid til at reagere.

Det kan være vanskeligt at vurdere, hvor længe et tema vil vare ved. Derfor er det vigtigt at kunne vurdere, om et tema svækkes eller styrkes, og i bund og grund at kunne forstå, om den tematiske udvikling går i den rigtige eller forkerte retning.

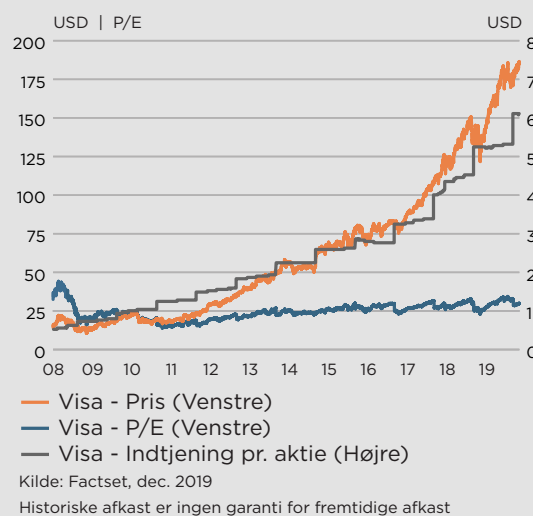


De finansielle markeder undervurderer ofte betydningen af tid. Rentes-rente-effekten har en enorm betydning for den langsigtede investor og er afhængig af varigheden af de strukturelle forandringer.

For at minimere investeringsrisikoen søger vi altid efter selskaber med en stærk markedsposition og en høj indtjening, som kan geninvesteres til det samme

Figur 2:

Indtjeningsvæksten driver aktiekursen



eller et højere afkast. Her er Visa et godt eksempel. Selskabet nyder godt af en række temaer som f.eks. Cash2Card (faldende anvendelse af kontanter og stigende anvendelse af elektroniske betalingsformer), økonomisk inklusion (de økonomisk svagest stillede får adgang til finansielle tjenester), e-handel og den voksende middelklasse i emerging markets. Vi købte Visa i 2012 på et tidspunkt, hvor selskabet allerede var dominerende inden for globale betalingssystemer. Som det fremgår af figur 2 øverst, har Visa været en god investering.

Vores positive forventning til væksten i Visas indtjening er blevet opfyldt, og samtidigt er aktiekursen – og værdiansættelsen – steget. På den lange bane er forretningsmodellen og temaets styrke dog vigtigere end værdiansættelsen, og vi forventer, at der fortsat vil være tematisk medvind i de kommende år.

Vækst

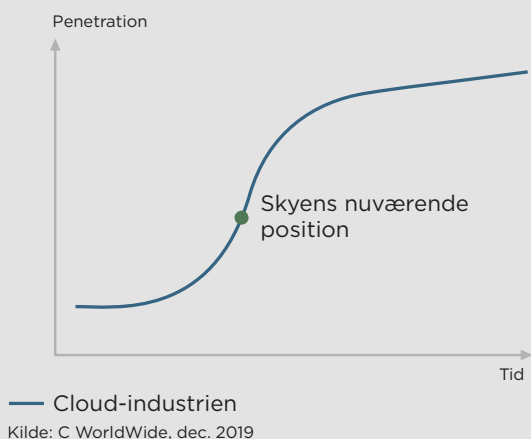
I sagens natur er vækstraten afgørende for, hvor hurtigt et selskab vokser sig større. Jo stærkere temaet er, jo større er sandsynligheden for, at selskabet vil vokse, hvilket vil drive aktiekursen gennem vækstperioden. Det betyder med andre ord, at man ideelt set skal vide, hvor hurtigt og hvor længe selskabet kan fortsætte med at udvide sin forretning. I denne analyse



er det centralt at have en idé om, hvor stort det samlede marked kan blive. Et tema kan have en meget kraftig accelerationsfase, men det er samtidigt vigtigt at vide, hvor langt denne fase strækker sig, og hvad der følger

herefter. Temaer har forskellige S-kurver, som afhænger af varigheden samt vækstraten. Nogle er lange, nogle er korte, stejle eller flade. Hvis vi f.eks. ser på temaet "Transition til cloud" – se figur 3, er det vores forventning, at vi her investerer i et af de måske stærkeste temaer, da cloudselskaberne oplever nogle af de kraftigste vækstrater, der nogensinde er set blandt større selskaber. Vi mener samtidigt, at potentialet for disse cloudselskaber er markant undervurderet, og at vækstfasen vil vare meget længere, end markedet forventer i dag.

Figur 3:
Transition til cloud



Diskonteringsatsen

Man har ofte større tiltro til nogle temaer end andre, hvilket påvirker diskonteringsatsen. Teknologier i en tidlig fase, som f.eks. "augmented reality", har højere risiko og dermed højere diskonteringsats, da vi endnu ikke ved, hvem der bliver markedsledende eller kender deres forretningsmodeller. Derimod er temaet "Transition til

cloud” så veletableret, samtidigt med at vi ved hvem, fremtidens dominerende spillere er, hvorfor risikoen er mindre. Her diskonterer vi fremtidige pengestrømme med en lavere diskonteringsats end den, markedet indregner i dag.

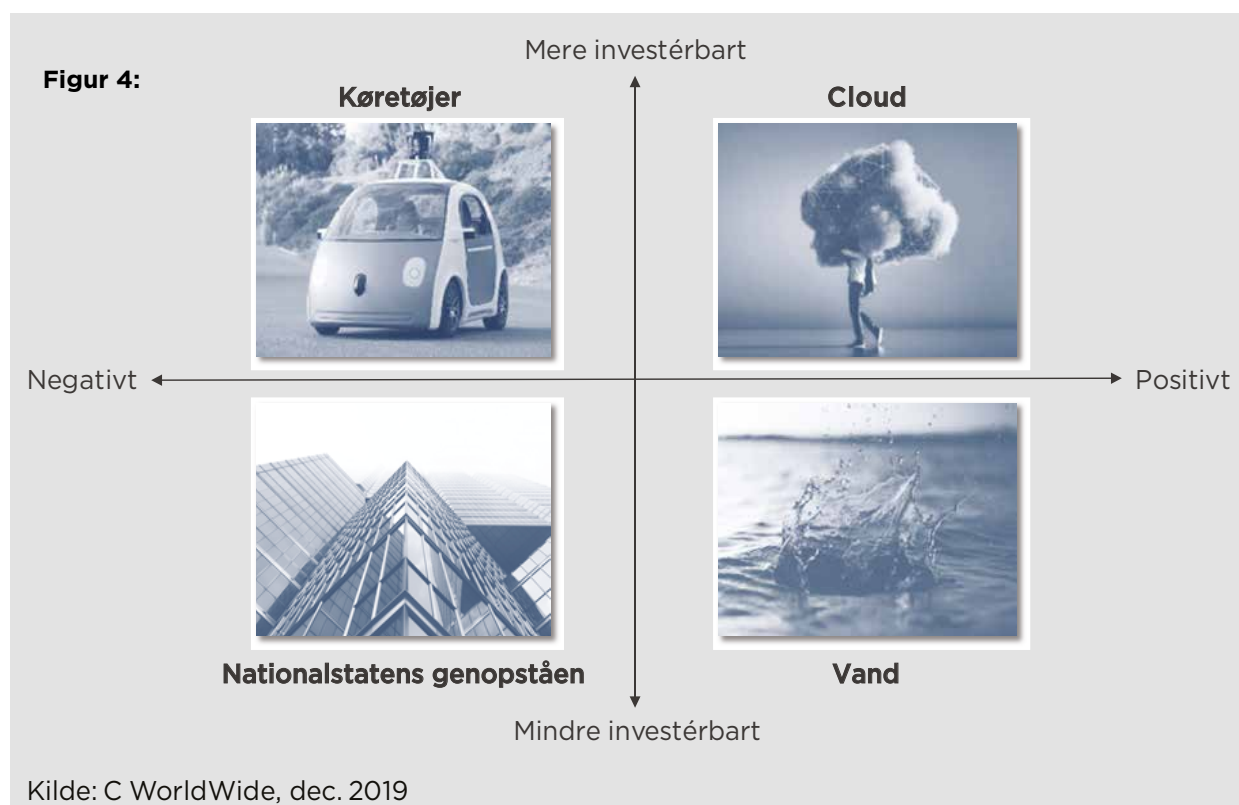
Endvidere bør nogle selskaber have lavere diskonteringsatser end andre, selvom de er i samme faser af deres livscyklus. Det drejer sig om de såkaldte “winners-take-all”-platformsselskaber, der, fordi de kontrollerer store og skalérbare kunde- eller forbrugernetværk, har meget robuste forretningsmodeller, som det er vanskelige at udfordre.

Samtidigt mener vi, at en af de vigtigste trends i disse år – demografi og den aldrende befolkning – har markant indflydelse på diskonteringsatser på grund af realrenten, som vil forblive lav i en længere periode. Dette har vi beskrevet i temaartiklen [Demografi, realrenter og aktiemarkedet](#) (juli 2018). Dette er en vigtig trend, da diskonteringsatsen de næste par årtier vil blive styret af demografi til gavn for ejere af aktiver med lang varighed som f.eks. vækstaktier.

Temaers relevans varierer

Som en langsigtet aktieforvalter er de temaer, vi fokuserer på, som udgangspunkt positive drivkræfter for de berørte selskaber. Temaer kan dog også påvirke negativt og lede til et aktivt fravalg. Samtidigt kan visse temaer have en omfattende indflydelse på samfundet, om end de så også kan være investerbare. Således kan man betragte temaer i forhold til to akser, nemlig 1) investérbarhed, og 2) graden af positiv forandring – se figur 4.

Vi har for nyligt igen investeret i Microsoft, da vi er blevet mere overbeviste om, at transitionen til cloud endnu er i en tidlig fase, hvor cloud-ydelser og hybrid clouds i stigende grad indgår i virksomhedernes IT-budgetter. Cloud computing er et eksempel på et meget positivt og investérbart tema. Det er et koncentreret marked, som domineres af blot en håndfuld spillere (primært Amazon, Microsoft og Alphabet på de vestlige markeder). Med tilføjelsen af Microsoft har vi på nuværende tidspunkt investeret i de tre største cloud-selskaber: Amazon, Microsoft og Alphabet. Vi har i tidligere publikationer skrevet om



[Skyens tidsalder](#) (september 2016) og for nyligt i [Cloud Computing – En strategisk nødvendighed](#) (oktober/december 2019).

Som eksempel på et negativt og investérbart tema kan man se på udviklingen i den globale bilindustri. Bilindustrien gennemgår en forandring af hidtil uset omfang som følge af overgangen til elektriske og selvkørende biler samt til transport som en (app)-service. Det skaber enorme investeringsbehov for de etablerede selskaber. Samtidigt er det stort set umuligt at vurdere den langsigtede lønsomhed i sektoren bortset fra, at den formentligt vil være lavere end det historiske niveau. Derfor anser vi temaerne vedrørende bilindustrien som både meget investérbare, men også meget negative. Vi har en stærk forventning om, at de fleste selskaber med eksponering mod den traditionelle forbrændingsmotor, udgør såkaldte "value traps", dvs. lavt prifsatsatte selskaber, der dog ikke går en bedre fremtid i møde. Disse selskaber bruger vi ikke meget tid på at analysere. Vi har skrevet om bilindustrien i temaartiklen [Den europæiske bilindustri](#).



Vi vil aldrig investere i en aktie, vi har lav tiltro til, selv om den er understøttet af et tema, som vi har en stærk overbevisning om. I sidste ende er det altid aktievalget, der er vigtigst. Det er jo her afkastet skabes.

Vand er et eksempel på et potentielt positivt tema, da man skulle tro, at stigende vandmangel kunne føre til nogle interessante investeringsmuligheder. Vi ser dog vand som et eksempel på et ofte mindre investérbart tema, da vand-relaterede selskaber enten i høj grad er gennemregulerede forsyningsselskaber med et lavt afkast eller ekstremt fragmenterede teknologi-/udstørsproducenter, der typisk ejes af konglomerater, hvilket medfører en mindre fokuseret eksponering mod vand.

Endelig anser vi nationalstatens stigende betydning som et eksempel på et både mindre investérbart, men også negativt tema. Det er vigtigt at overveje konsekvenserne af nationalstatens stigende betydning, da det i bund og grund er et angreb på globaliseringen og dermed indirekte påvirker den overnationale økonomiske struktur, der er opbygget siden de tidlige 1980'ere. Den kan potentielt have meget alvorlige følger for handel, sikkerhed og forsyningskæder. Vi har på det seneste udsendt to temaartikler om disse emner: [Kina træder ind på verdensscenen](#) og [5G-teknologikapløbet](#).

Til sidst er det vigtigt at gøre opmærksom på, at selvom vi bruger temaer til at finde interessante vækstområder og dermed understøtte vores porteføljeopbygning og optimere vores tidsforbrug, så vil vi aldrig investere i en aktie, vi har lav tiltro til, selv om den er understøttet af et tema, som vi har en stærk overbevisning om. I sidste ende er det altid aktievalget, der er vigtigst. Det er jo her afkastet skabes. Omvendt er der er større sandsynlighed for ramme rigtigt, når vi har kombinationen af et tema og en aktie, vi har stor tiltro til – se figur 5.

Figur 5:

Interaktion mellem temaer og aktier

	Stærkt tema	Svagt tema
Stærk aktie	"Hvor magien sker"	Af og til
Svag aktie	Aldrig	Aldrig

Kilde: C WorldWide, dec. 2019

Afkastdekomponering

Det er vanskeligt at adskille afkastet, der skabes gennem aktieudvælgelse, og bidraget fra vores tema-udvælgelse. Det skyldes, at vores dokumenterede merafkast i sidste ende ikke skabes af temaer, men af de aktier, vi investerer i. Vi er dog af den overbevisning, at vi med vores fokus på temaer kan styre i den

rigtige retning, når det gælder aktieudvælgelse. Vi har gennem de sidste 15 år opnået et årligt merafkast på vores globale strategi, der har været væsentligt bedre end markedet. De temaer, der har leveret den bedste resultatudvikling i forhold til markedet, har været Emerging Markets, Forbundne liv, Det amerikanske boligmarked, Energi og Demografi. Blandt de temaer, hvor vi ikke har klaret os så godt, er bl.a. Energieffektivitet, Finansiell genopretning og Abenomics/Japansk restrukturering. Den vigtige erfaring, vi har gjort os i løbet af de seneste 30 år med temabaseret aktieudvælgelse, er generelt, at aktier og temaer, som er afhængige af politiske beslutninger og/eller offentlig regulering for at en investering kan forløses, indebærer større risiko end investeringstemaer, der kan udvikle sig uafhængigt af disse faktorer.



Vi har gennem de sidste 15 år opnået et årligt merafkast på vores globale strategi, der har været væsentligt bedre end markedet.

Kombinationen af en tematisk tankegang og aktieudvælgelse er afgørende

Temabaseret aktieudvælgelse er ikke en dille, men noget vi har praktiseret gennem de sidste 30 år, og som udgør en grundpille i vores aktieudvælgelse. Vi tror, at vores trendbaserede tematiske investeringstilgang udgør en vigtig del af vores evne til at generere merafkast, fordi det i vores optik er med til at skærpe vores opmærksomhed på områder med størst sandsynlighed for værdiskabelse og samtidigt gøre os i stand til at udforske adfærdsmæssige tendenser på markeder, hvor fokus er blevet for kortsigtet. Vi tillægger forretningmodellens holdbarhed høj værdi frem for alene at fokusere på den kortsigtede vækstrate. Vi tror på, at vi gennem tematisk analyse kan finde unikke selskaber, der kan akkumulere indtjeningen over en lang årrække og derigennem arbejde på at slå markedet, ligesom vi har gjort i mere end 30 år.

For yderligere oplysninger om de forskellige C WorldWide-afdelinger, se venligst det aktuelle prospekt, Central investorinformation, og den seneste årsrapport samt halvårsrapport for hver afdeling på www.cww.dk.



Forventninger til aktiemarkedet

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

Pandemien COVID-19 har ændret alle prognoser. Hvor vi tidligere frygtede en mindre økonomisk tilbagegang, er spørgsmålet nu, hvor dyb og lang recessionen bliver. Vi ved allerede nu, at nedgangen bliver ganske brat, hvor nogle forudser et faldt i den økonomiske aktivitet på ca. 20 pct. i USA i andet kvartal. Udsigterne for andet halvår og 2021 er på denne baggrund derfor meget usikre.

Aktiemarkedet har reageret voldsomt, hvor verdensindekset faldt med mere end 30 pct. fra toppen medio februar, om end det rettede sig lidt i slutningen af kvartalet til et faldt på ca. 20 pct. i år. I et historisk perspektiv er dette voldsomt. Over de seneste 80 år har der været 17 nedgangsperioder, hvor aktiemarkedet er faldet mere end 20 pct. Dette hurtige fald har allerede overgået 2/3 af disse fald målt på faldets størrelse. Dette kunne indikere, at bunden i denne nedtur blev sat medio marts, om end det stadig er for tidligt endeligt at afgøre.

Hvem, kontrollerer hvem?

Det afgørende spørgsmål for aktiemarkedene, er ”hvem, der kontrollerer hvem?”. Er det virussen, der kontrollerer os, eller har vi overtaget kontrollen? For nuværende har vi ikke kontrol. Centralbankerne har søsat ekstraordinære hjælpepakker, men lidt populært sagt kan centralbanker trykke penge, men ikke producere testudstyr og vacciner. Vi tror derfor, at aktiemarkedene først vil stabilisere sig og starte en mere positiv udvikling, når vi har genvundet kontrollen – og kan se lyset for enden af tunnelen.

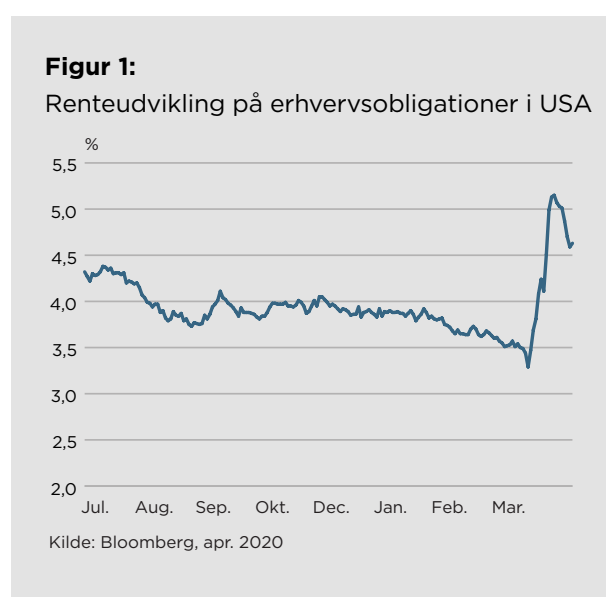
Når vi ikke har kontrol, stiger frygten, og vores tidshorisont som individer og investorer indsnævres voldsomt. Siden finanskrisen har gældsætningen været stigende, og centralbankernes opkøbs-



**Er det virussen,
der kontrollerer os,
eller har vi overtaget
kontrollen?**

**Aktiemarkedene
vil stabilisere sig og
starte en mere
positiv udvikling,
når vi har genvundet
kontrollen
– og kan se lyset for
enden af tunnelen.**

programmer har undertrykt volatiliteten på kapitalmarkederne, både på aktie- og rentemarkederne. I denne tid blev gearede investeringer og låntagning belønnet og skabte illusionen af "gratis gevinster". Den lave volatilitet slørede dog den reelle risiko, og mange hedgefonde og andre gearede aktører må i dag sande, at deres anvendte risikomodeller havde "slør i rattet". COVID-19-krisen har fået volatiliteten til at eksplodere, vi har set kreditmarkederne fryse til, renterne stige og kreditspændene blive udvidet. Se bl.a. figur 1, som viser renteutviklingen på erhvervsobligationer med Baa-rating. (Obligationer med laveste "Investment grade"-rating).



Tid er afgørende, hvis du har gæld

Dette har ramt gældssatte selskaber - særligt dem som er afhængige af kortfristet finansiering. Når de daglige værktøjer til virksomhedernes likviditetsstyring sættes ud af spil, skaber det et voldsomt pres i særligt de gældssatte virksomheder. Derfor har investorerne også solgt disse selskaber kraftigt ned.

I normale tider er gæld sjældent et problem, men i stresstider kan det være livstruende. Hvis et selskab med en driftsmarginal på 20 pct. mister omsætningen i 2-3 måneder, så forsvinder et helt års indtjening alt andet lige. Mange af de hårdest ramte sektorer som detailhandlen og restauranter har driftsmarginaler på under 10 pct. Derfor er det ikke underligt, at aktiekurserne på disse er faldet voldsomt.

Dette er baggrunden for, at politikerne og centralbankerne har taget den store bazooka i brug. Globalt er der iværksat finanspolitiske tiltag i omegnen 10-20 pct. i forhold BNP, men reelt er effekten endnu højere, da hjælpepakkerne iværksættes inden for en meget kort periode. Centralbankerne har taget nye værktøjer i brug, og vi ser nu den amerikanske centralbank optø de frosne kreditmarkeder ved at agere bank gennem særlige selskabskonstruktioner og yde lån til nødstedte virksomheder. Dette har også fået renter og kreditspænd til at falde igen.

Inflation eller deflation?

Studier af konsekvenserne af tidligere pandemier (bl.a. "Longer-run economic consequences of pandemics" af Jordà, Singh og Taylor, marts 2020) viser, at renter og realrenter i lange perioder efter en pandemi typisk forbliver meget lave. Nogle af forklaringerne er en øget opsparelseskvote som følge af forsigtighed i lyset af den stigende usikkerhed om fremtiden samt et rigeligt kapitaludbud. Andre vil måske modsat argumentere for, at aflivningen af den finanspolitiske budgetdisciplin uundgåeligt vil få inflationære effekter.



Globalt er der iværksat finanspolitiske tiltag i omegnen 10-20 pct. i forhold BNP, men reelt er effekten endnu højere, da hjælpepakkerne iværksættes inden for en meget kort periode.

Vores holdning er dog, at vi fortsat står over for en lang periode med lave renter. Der er allerede stærke virkefulde deflationære kræfter i gang fra digitaliseringen af vores samfund, og stigende opsparelseskvoter er også inflationsdæmpende. De stor finanspolitiske hjælpepakker vil formentligt blot opveje disse kræfter. Desuden, i lyset af det høje gælds niveau og vores samfundsmæssige afhængighed af høje aktivpriser på bl.a. boligmarkedet, har vi ikke råd til højere renter.

Dette bliver centralbankernes opgave. Resultatet bliver i princippet en nationalisering af gælden, og prisen bliver en væsentlig større statslig indblanding i erhvervslivet. Dette har vi beskrevet nærmere i artiklen ”Tematiske konsekvenser af COVID-19”.

Lave renter giver medvind til holdbare vækstselskaber

Vi forventer, at aktiemarkederne vil være svingende de næste par kvartaler, indtil vi har genvundet kontrollen over COVID-19. Denne afklaring kan være i form af udsigten til en vaccine eller en inddæmning af spredningen kombineret med stigende flokimmunitet, hvor hospitalsvæsenet kan følge med. Der eksisterer en mulighed for, at denne afklaringsperiode kan blive kortere, da aktiemarkederne som regel prøver at forudsige begivenhederne, og, med den rigelige likviditet, kan stemningen potentielt vende hurtigere.



Vores præference for såkaldte kvalitetsselskaber bliver særligt belønnet i perioder med markedsstress. Men vi tror også, at dette er den rigtige strategi fremadrettet.

Efter afklaringsfasen ser vi en normaliseringsperiode med grobund for stigende aktiekurser, hvor investorernes fokus vil være på udsigterne for 2021 og 2022. Der er muligt, at den første del af denne fase vil give et løft til de cykliske og gældsatte selskaber, som i øjeblikket er hårdt pressede både fundamentalt og kursmæssigt. Vi ser dog ikke dette som en langsigtet investeringsmulighed - men mere en form for kortsigtet spekulation.

Vores globale afdeling er faldet en del mindre end markedet i dette turbulente kvartal, fordi vi har fokus på velkapitaliserede vækstselskaber drevet af tematisk medvind. Denne præference for såkaldte kvalitetsselskaber bliver særligt belønnet i perioder med markedsstress. Men vi tror også, at dette er den rigtige strategi fremadrettet. Vi er i et miljø med lave renter og generelt lave kapitalafkast. Der kommer ikke et varigt cyklisk opsving og redder de pressede virksomheder. På den anden side skaber krisen ændrede adfærds- og investeringsmønstre. De udvalgte selskaber som tematisk er positionerede til at drage fordel af dette, vil - i en verden med lav generelt vækst - blive endnu mere værdifulde. Det at være en aktiv forvalter kommer derfor til at blive endnu mere vigtigt. Alle selskaber er ikke lige velpositioneret i disse turbulente tider.



Globale Aktier

Du kan investere i Globale Aktier udloddende eller akkumulerende:

Globale Aktier Udl. DK0010157965

Globale Aktier Akk. DK0060655702

Status på kvartalet

I første kvartal har vi været vidne til den mest dramatiske ændring på de globale finansielle markeder i mange år. Dette skete, da det stod klart, at COVID-19-virussen ikke kunne kontrolleres og derfor udviklede sig til en pandemi. Myndighederne verden over slog til med omfattende nedlukninger. Centralbankerne har tilført nærmest ubegrænset likviditet for at forhindre et totalt sammenbrud, særligt på kreditmarkederne, og regeringerne har åbnet den store finanspolitiske sæk for at støtte befolkningerne og virksomhederne. Disse hjælpepakker burde have en reel effekt, men for at aktiemarkederne skal stabiliseres, skal vi se tegn på, at virusspredningen aftager, og at myndighederne har genvundet kontrollen. Vi har fastholdt strategien på unikke vækstselskaber med god indtjening og generelt lav gæld – faktorer, som er afgørende ved langsigtet investering.

I kvartalet faldt afdelingens indre værdi 13,2 pct., mens verdensindekset faldt med hele 19,7 pct. Årsagen til det lavere kursfald for afdelingen kan tilskrives en god aktieudvælgelse samt vores fokus på selskaber med lav gæld. Selskaber med høj gæld er faldet voldsomt i takt med, at kreditmarkederne frøs til, og kreditspændene blev udvidet. E-handel og selskabet Amazon har gjort det godt i dette miljø, men også strukturelle vækstselskaber som Novo Nordisk, Visa, MSCI og Keyence har udviklet sig fornuftigt. På negativsiden var den indiske realkreditbank HDFC pga. svag vækst i Indien samt olieselskabet Shell og Siemens, der er følsomme over for økonomisk nedgang.

Investeringsstrategi og porteføljeændringer

Strategien er uændret med en afbalanceret kombination af selskaber med forskellige vækstprofiler. Resultatet af denne krise vil blive en verden med endnu mere gæld, og renterne vil formentlig forblive meget lave i årevis. I dette miljø vil selskaber med holdbar vækst fortsat være attraktive. Med hensyn til risiko tænker vi primært på risikoen for et permanent tab. Dette er årsagen til, at vores investeringsfokus er på vækstselskaber, der i normale tider kan vokse 5-25 pct. Vi undgår således de mere risikable højvækstselskaber og undgår value-aktier, der typisk har det svært i nedgangstider. Vi investerer i ledende selskaber, der har lav gæld og en høj forrentning af den investerede kapital – dette viser sin værdi særligt i turbulente perioder som nu.

Vi har ikke foretaget nogle porteføljeændringer i kvartalet, men vi overvåger nøje kursudsvingene for at finde nye investeringsmuligheder til attraktive priser.



Se porteføljen på cww.dk

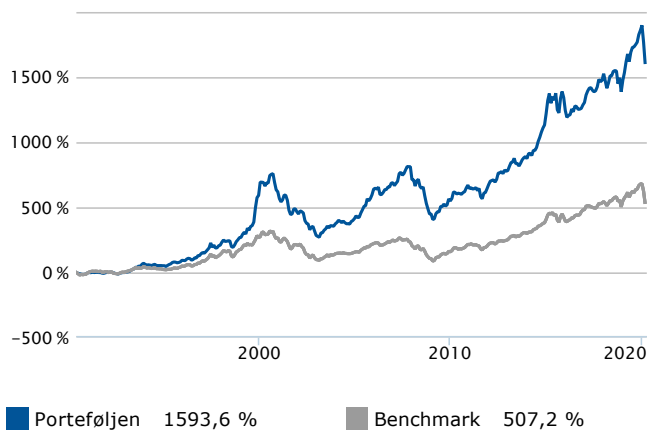
C WORLDWIDE GLOBALE AKTIER

PR. 31. MARTS 2020

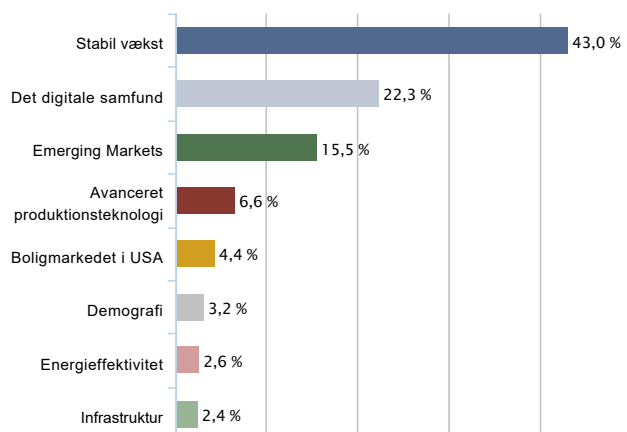
FAKTA

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

AFKASTUDVIKLING



TEMA



AFKAST & RISIKO

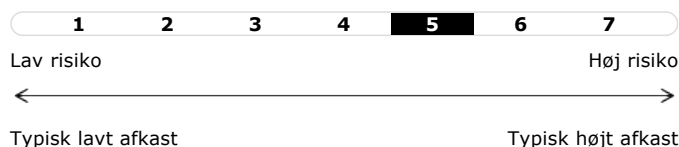
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	-0,8	13,8	15,3	136,7	1.593,6	10,0
Benchmark (%)	-9,2	2,3	12,5	118,8	507,2	6,2
Aktivt afkast (%)	8,4	11,5	2,8	17,9	1.086,4	3,7

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. p.a. porteføljen (%)	12,3	12,7	11,4	15,4
Std. afv. p.a. benchmark (%)	14,4	13,7	11,6	15,1
Beta	0,8	0,9	0,9	0,9

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
Visa	7,7 %
HDFC	6,1 %
Amazon.com	5,2 %
AIA Group	4,9 %
Keyence	4,4 %
Alphabet	4,4 %
The Home Depot	4,4 %
Thermo Fisher Scientific	4,3 %
Microsoft	4,2 %
Ecolab	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

Vi har i årets første kvartal været vidne til en af de mest dramatiske ændringer på de globale finansielle markeder i mange år. Som følge af manglende kontrol med COVID-19-virussen og deraf en verdensomspændende pandemi, iværksatte myndighederne verden over omfattende nedlukninger. Centralbankerne har, særligt på kreditmarkederne, tilført nærmest ubegrænsede midler for at hindre et sammenbrud. Samtidigt har regeringer verden over bidraget med markante hjælpepakker til såvel befolkninger som selskaber. Disse vil få en reel effekt, men aktiemarkederne vil næppe stabilisere sig, før vi ser tegn på aftagende virusspredning og genvundet kontrol fra myndighedernes side.

Blandt de største bidragsydere til porteføljens afkast i årets første kvartal var Amazon, MSCI, Microsoft og Novo Nordisk, mens den indiske realkreditbank HDFC var den mest negative investering i kvartalet, hvilket skyldes svag økonomisk vækst i Indien og frygten for konsekvenserne af COVID-19. Afdelingen skabte et negativt afkast på 12,4 pct. i årets første kvartal, hvilket var en del bedre end afdelingens benchmark, MSCI AC World, der leverede et negativt afkast på 19,7 pct.

Investeringsstrategi og omlægninger

Afdelingens fundament udgøres af stabile vækstelskaber, som er karakteriseret ved en stærk markedspositionering og en stærk ledelse. Foruden de stabile vækstelskaber, investerer afdelingen i 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, og våben samt teknologiske produkter, som specifikt anvendes til våben. Derudover investerer afdelingen heller ikke i selskaber relateret til fossile brændstoffer.

Vi har i årets første kvartal ikke foretaget nogle omlægninger i afdelingen, men overvåger til stadighed de globale aktiemarkeder og de store udsving for at finde nye attraktive investeringsmuligheder.



Se porteføljen på cww.dk

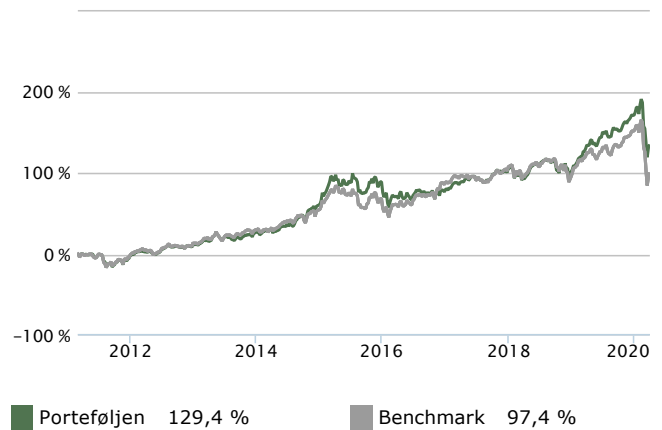
C WORLDWIDE GLOBALE AKTIER ETIK

PR. 31. MARTS 2020

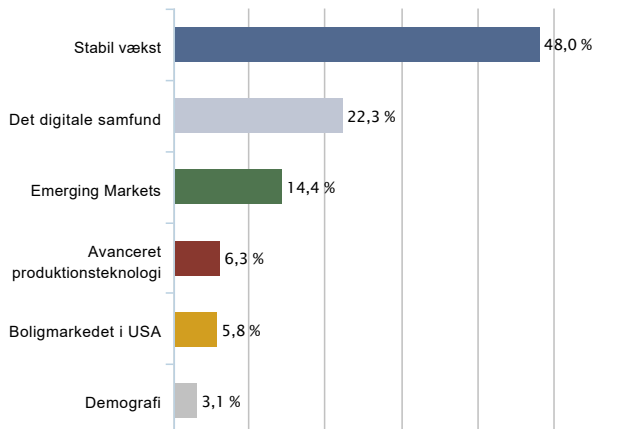
FAKTA

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

AFKASTUDVIKLING



TEMA



AFKAST & RISIKO

	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	2,2	25,1	22,1	-	129,4	9,6
Benchmark (%)	-9,2	2,3	12,5	-	97,4	7,8
Aktivt afkast (%)	11,5	22,8	9,6	-	31,9	1,8

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. p.a. porteføljen (%)	11,9	12,2	-	11,5
Std. afv. p.a. benchmark (%)	14,4	13,7	-	11,9
Beta	0,8	0,8	-	0,9

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
Visa	8,0 %
HDFC Bank	5,4 %
Nestle	4,9 %
Amazon.com	4,8 %
AIA Group	4,5 %
Alphabet	4,3 %
Thermo Fisher Scientific	4,3 %
The Home Depot	4,2 %
Sony	4,2 %
Procter & Gamble	4,2 %

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.



Stabile Aktier

Status på kvartalet

Corona-pandemien har medført kursudsving på de finansielle markeder, som i mange tilfælde har overgået finanskrisen og endda børskrakket i 1929. Der er fortsat stor usikkerhed, og fremtidsudsigterne afhænger af, hvor hurtigt og hvordan, vi får kontrollen over virussens spredning. Udviklingen i afdeling Stabile Aktier har også været turbulent i takt med, at land efter land har lukket ned for den økonomiske aktivitet. Afkastet i første kvartal blev et minus på 19,3 pct., hvor indekset for aktier med lav volatilitet faldt 14,2 pct. Verdensindekset faldt 19,7 pct. Vores ambition i nedgangstider er at dæmpe faldet i forhold til verdensindekset. Dette lykkedes ikke i kvartalet, bl.a. fordi en række af vores stabile aktier med langfristet gæld blev hårdt ramt kursmæssigt. Vi har f.eks. investeret i flere velkonsoliderede ejendomsselskaber med solide lejere, men det pludselige stop for al aktivitet har givet usikkerhed om lejernes evne til at betale. Inden for alternativ energi har vi investeret i to forsyningselskaber, der trods faste afsætningspriser og fuld projektf finansiering, er kommet i et kursmæssigt stormvejr, fordi investorerne over én kam har solgt selskaber med høj gæld i takt med, at kreditmarkederne er frosset til.

På positivsiden er afdelingen netop blevet kåret af Morningstar som den bedste globale fond i Danmark, bl.a. på baggrund af afkastet i 2019 på 30,7 pct.

Investeringsstrategi og porteføljeændringer

Afdelingen investerer i selskaber med en relativ lav økonomisk følsomhed og en stærk konkurrencemæssig position med en rimelig stabil indtjeningsvækst. Vi søger forskelligartede investeringer for at gøre porteføljen robust over for markedsudsving, men stadigvæk få gavn af den langsigtede økonomiske vækst. Vi har eksempelvis investeret i guldmineselskabet **Newmont**. Guld har historisk været en sikker havn i usikre tider. Ikke mindst øger de massive pengepolitiske stimulanspakker gulds attraktion, fordi nogle investorer frygter for papirpengenes værdi. Det giver samtidigt en god diversifikation til porteføljen. Derudover har vi investeret i **Deutsche Börse**, der er en Europas førende børser med handel af aktier, obligationer, derivater og råvarer. Selskabet er et af de få, der oplever stigende indtjening i den aktuelle krise, fordi handelsaktiviteten på deres børser er kraftigt stigende. I de kommende år forventer vi en væsentlig stigning i handel med obligationer og råvarer (energi) i takt med, at handlen flytter til børserne frem for unoterede handelspladser, hvilket understøtter myndighedernes krav om gennemsigtighed.



Se porteføljen på cww.dk

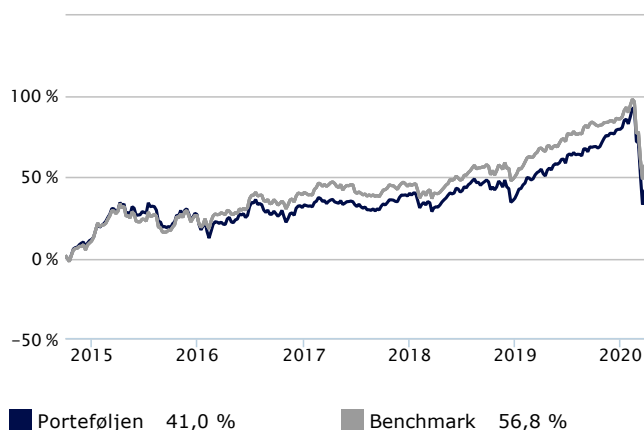
C WORLDWIDE STABILE AKTIER

PR. 31. MARTS 2020

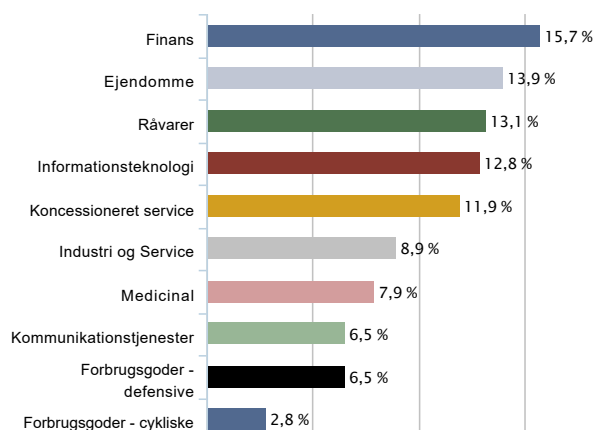
FAKTA

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

AFKASTUDVIKLING



SEKTOR



AFKAST & RISIKO

	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	-6,4	6,4	10,6	-	41,0	6,4
Benchmark (%)	-5,4	9,1	22,5	-	56,8	8,5
Aktivt afkast (%)	-1,0	-2,7	-12,0	-	-15,8	-2,1

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

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
Atlantica Yield	5,5 %
Wheaton Precious Metals	5,4 %
Intercontinental Exchange	5,2 %
Grand City Properties	4,7 %
Microsoft	4,0 %
Guangdong Investment	4,0 %
Shenzhen International Holding	3,7 %
Newmont Mining	3,7 %
Agnico Eagle Mines	3,5 %
Amdocs	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 faldt i første kvartal ca. 14,6 pct., hvilket var lidt mere end det danske aktiemarked, som faldt 12,8 pct. De største positive bidragsydere var vores undervægt i AP Møller-Mærsk, DFDS og Maersk Drilling. Omvendt trak vores overvægt i G4S, ISS og FLSmidth ned sammen med vores undervægt i Ambu.

Kvartalet startede med pæne stigninger, indtil alvoren bag COVID-19 satte sine spor i markedet. De første regnskaber for fjerde kvartal 2019 så fine ud, og udsigterne for 2020 var positive. Dette fik de danske aktier til at stige 7 pct. ind til starten af februar. Det fik dog en brat ende, da alvoren bag Corona viste sig, hvorefter de danske aktier sluttede kvartalet med et fald på ca. 20 pct. fra toppen i februar.

Mange selskaber, heriblandt defensive selskaber som Coloplast og høreapparatsektoren, har allerede justeret deres forventninger for 2020, mens andre har suspenderet forventningerne. Flere selskaber har udskudt deres generalforsamling, og nogle har tilbageholdt det planlagte udbytte og/eller aktietilbagekøb for at polstre balancen. 2020 må betragtes som et "tabt år".

Investeringsstrategi og porteføljeændringer

I første kvartal solgte vi **G4S**. Selskabet udsendte et regnskab, der resultatmæssigt var nogenlunde som forventet, men med et cash flow der var lavere og gælden højere end ventet. G4S er dermed blandt de selskaber, der kan få problemer med finansieringen, hvis COVID-19-krisen fortsætter.

Derudover har vi øget kontantandelen en smule, så vi kan handle, hvis nogle aktier bliver særligt interessante.

Vi vurderer, at stærke balancer er vigtigere end nogensinde, og at porteføljen er velstruktureret i den henseende.

Bemærk, at bestyrelsen har valgt at indstille en afvikling af afdeling Danmark gennem en fusion med én af foreningens øvrige afdelinger. Derfor frarådes det at nyinvestere i afdelingen.



Se porteføljen på cww.dk

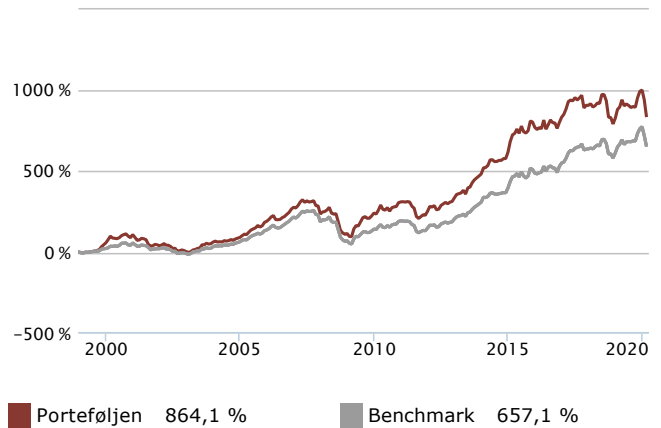
C WORLDWIDE DANMARK

PR. 31. MARTS 2020

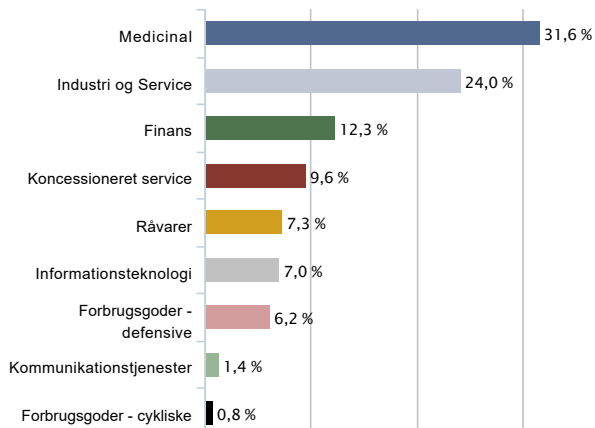
FAKTA

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

AFKASTUDVIKLING



SEKTOR



AFKAST & RISIKO

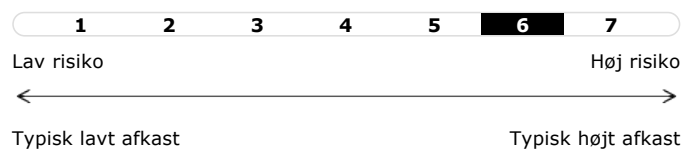
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	-6,3	-5,2	13,3	159,7	864,1	11,2
Benchmark (%)	-1,9	10,5	33,0	192,4	657,1	10,0
Aktivt afkast (%)	-4,4	-15,7	-19,7	-32,6	207,0	1,3

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. p.a. porteføljen (%)	13,7	13,1	14,1	18,5
Std. afv. p.a. benchmark (%)	12,2	12,3	13,1	16,6
Beta	1,1	1,0	1,1	1,1

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
Novo Nordisk	10,4 %
Ørsted	9,6 %
Coloplast	8,9 %
DSV Panalpina	8,7 %
Vestas Wind Systems	4,9 %
Genmab	4,7 %
Carlsberg	4,4 %
Chr. Hansen Holding	4,4 %
Danske Bank CLS	4,4 %
Demant	4,3 %

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.



Asien

Status på kvartalet

De asiatiske aktiemarkeder undgik ikke turbulensen fra COVID-19-pandemien, der har forvandlet sig til en global sundhedskrise og har skabt risiko for en alvorlig global recession, da økonomier verden over er blevet lukket ned. De kinesiske aktier var dog nogle af dem, der slap med de mindste fald globalt set.

Afdelingen faldt 20,9 pct. i første kvartal, mens MSCI AC Asia ex. Japan faldt 16,6 pct. i løbet af kvartalet. Blandt de positive bidragydere til det relative afkast var Anhui Conch Cement, Tencent og Samsung Electronics, mens de største negative bidrag kom fra ICICI Bank, IndusInd Bank og Bank Tabungan. Sektormæssigt har afdelingens overvægt i kinesiske ejendomsaktier og en undervægt i de mere defensive sektorer som sundhedssektoren og stabile forbrugsgoder bidraget negativt. Endelig trak overvægten i Indien også ned, da de indiske aktier faldt kraftigt som følge af lav indenlandsk vækst og potentielt store udfordringer med at håndtere følgerne af COVID-19.

Investeringsstrategi og porteføljeændringer

Investeringsstrategien er uændret, og vi fastholder vores fokus mod indenlandsk vækst i Asien. Porteføljen har eksponering til attraktive langsigtede temaer i regionen. Mens Asien typisk lider mere end de udviklede markeder i perioder med økonomisk tilbagegang, mener vi, at regionen denne gang er godt positioneret, hvis der kommer en længerevarende nedgang. De vigtigste grunde er 1) De asiatiske lande har større fleksibilitet med hensyn til pengepolitikken, da de ikke har tømt værktøjskassen på samme måde, som vi har set i USA og Europa over de seneste ti år. Derudover har de fleste asiatiske lande også plads til finanspolitiske lempelser, som vi allerede har set i hele regionen. 2) Selskaberne er generelt i god form, hvor indtjening og kapitalforhold er markant forbedret siden finanskrisen. Derudover har de asiatiske selskaber typisk lav gæld sammenlignet med de amerikanske, europæiske og japanske selskaber, hvor nettogælden i forhold til egenkapitalen er på ca. 27 pct. sammenlignet med ca. 70 pct. for amerikanske selskaber. Dog er deres gæld oftere af mere kortfristet karakter (ca. 35 pct. af den samlede gæld), hvilket kan gøre udvalgte selskaber mere sårbare i krisetider, 3) Værdiansættelsen er attraktiv. MSCI Asia ex. Japan handlede i slutningen af marts på en kurs/indre værdi på lige over 1,2x, hvilket er tæt på det laveste niveau siden finanskrisen i 2008/2009. Den relative værdiansættelse er også attraktiv, selvom rabatten i forhold til det brede verdensindeks er faldet en smule i år. Målt på kurs/indre værdi handler MSCI Asia ex. Japan i øjeblikket med en rabat på næsten 35 pct. i forhold til verdensindekset.



Se porteføljen på cww.dk

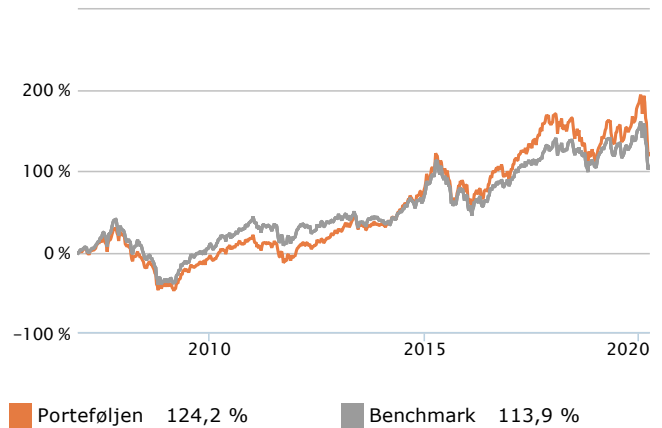
C WORLDWIDE ASIEN

PR. 31. MARTS 2020

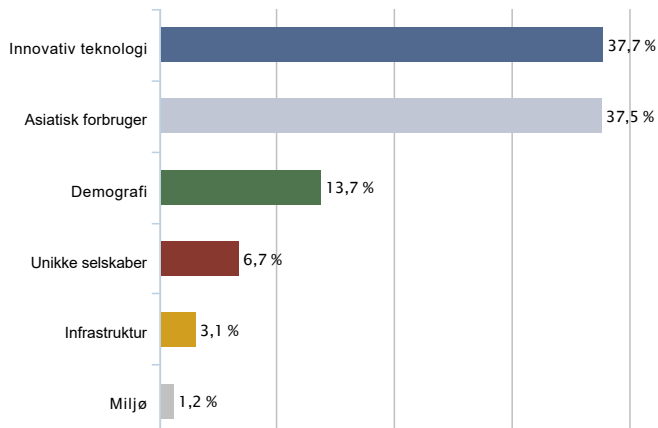
FAKTA

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

AFKASTUDVIKLING



TEMA



AFKAST & RISIKO

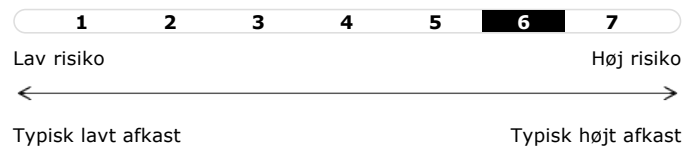
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	-12,5	-0,3	7,9	121,3	124,2	6,3
Benchmark (%)	-11,5	1,0	4,5	78,9	113,9	5,9
Aktivt afkast (%)	-1,1	-1,2	3,4	42,5	10,3	0,4

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. p.a. porteføljen (%)	18,4	18,2	16,6	19,4
Std. afv. p.a. benchmark (%)	14,5	14,9	14,0	18,0
Beta	1,2	1,2	1,1	1,0

10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
Alibaba Group	9,1 %
Tencent Holdings	8,3 %
TSMC	8,1 %
Samsung Electronics	8,0 %
China Overseas Land & Investment	3,8 %
AIA Group	3,7 %
Sunac China Holdings	3,6 %
Sunny Optical Tech	3,2 %
Ping An Insurance	3,1 %
Anhui Conch Cement	2,6 %

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.



Emerging Markets

Status på kvartalet

Aktierne i emerging markets (EM) kom i stormvejr som følge af COVID-19, et markant fald i olieprisen – som følge af faldende efterspørgsel og priskrigen mellem Rusland og Saudi Arabien – og en stærk USD. Ift. COVID-19 har Kina, Taiwan og Sydkorea tilsyneladende med succes navigeret sig igennem den første bølge og er næsten tilbage på et normalt økonomisk aktivitetsniveau. Nu er epicentret skiftet fra øst til vest, og mange EM-lande har ligesom i Danmark lukket ned. De EM-lande, som er svagest set fra et økonomisk perspektiv, og som har store uformelle sektorer, vil blive hårdt ramt af langvarige nedlukninger. På nuværende tidspunkt er det svært at vurdere, hvor store de økonomiske konsekvenser bliver. Meget afhænger af, hvor hurtigt man får styr på virusspredningen og efterfølgende gang i økonomien. Her har vi på tværs af EM-universet set regeringer levere omfattende hjælpepakker. Som følge af de store kursfald i første kvartal, er prisfastsættelsen nu generelt attraktiv på EM-aktiemarkederne. På det aktuelle niveau har EM-aktierne historisk set altid leveret et positivt afkast efterfølgende tolv måneder. I kvartalet skabte afdelingen et negativt afkast på 22,1 pct., hvilket var på linje med faldet i benchmark. De mest positive bidrag kom primært fra Longfor og Anhui Conch Cement, som følge af normaliseringen af økonomisk aktivitet og en forventning om stimuli fra den kinesiske regering. De mest negative bidrag kom fra HDFC Bank og ICICI Bank bl.a. pga. svag vækst og en forværring af virus-situationen i Indien.

Investeringsstrategi og porteføljeændringer

I kvartalet udnyttede vi de store kursfald og købte selskaber, som forventes at stå stærkere efter den nuværende krise. John F. Kennedy har tidligere udtalt: ”Kineserne bruger to børsteslag for at skrive ordet ”krise”. Første børsteslag står for fare, andet for mulighed. I en krise skal du være opmærksom på faren, men anerkende muligheden.” Vi forventer, at platformsselskaber med fokus på e-handel vil være langsigtede vindere i en række lande som f.eks. Brasilien, hvor vi også har set lukning af detailbutikker pga. Corona-krisen. Derfor har vi købt **Magazine Luiza**. Vi vurderer også, at efterspørgslen efter uddannelse fortsat vil være relativt solid, og derfor købte vi **New Oriental Education** i Kina og **Arco Platform** i Brasilien. Derudover købte vi **Parade Tech**, **Meituan Dianping**, **A-Living Services**, **Li Ning**, **Sea Ltd**, **Sberbank**, **Douzone Bizon**, **SK Hynix**, **Ayala Land** og **Amber Enterprises**. For at finansiere købene solgte vi **Linx**, **Pageseguro** (pga. øget konkurrence), **B3**, **Banco del Bajio** og **PSG Group** (pga. svage økonomiske og finansielle udsigter i deres respektive lande, forværret af COVID-19), og **Koh Young Tech** og **LG Chem** (pga. kontinuerligt lave frie pengestrømme).



Se porteføljen på cww.dk

Én grundfilosofi – syv afdelinger

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

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

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

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

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

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

C WorldWides kerne- og vækstafdelinger



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

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

Investeringsforeningen C WorldWide

Bemærkninger til afkast

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

Risikomærkning af investeringsprodukter

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

Andre praktiske oplysninger

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

Redaktionen er afsluttet den 17. april 2020. Kvartalsorienteringen for 1. 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.

VI HAR SNÆVRET 50.000 PAPIRER IND TIL 30, SÅ DU KAN NØJES MED AT VÆLGE ÉT.

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