

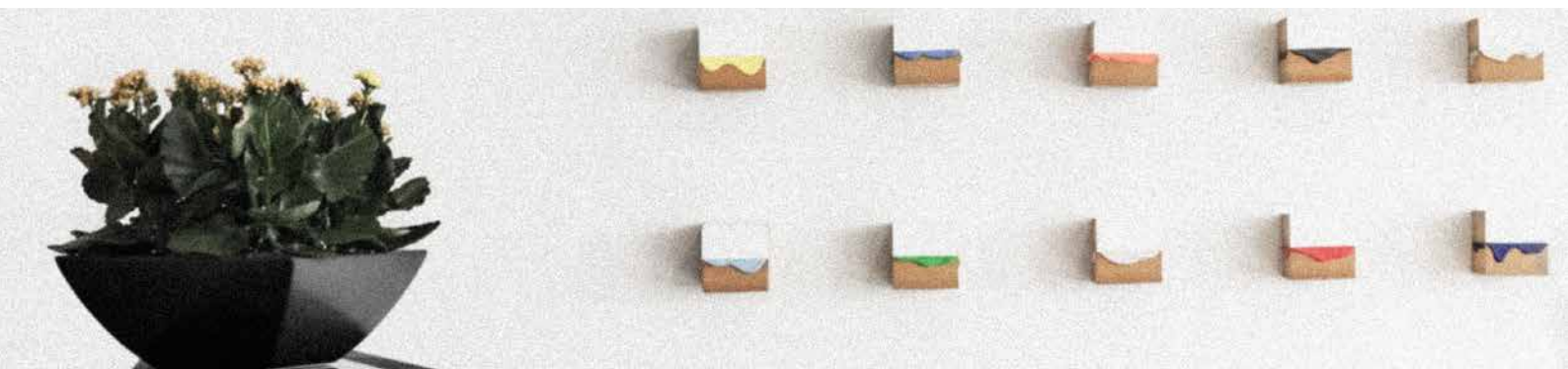
TEKTONISKE PLADEFORSKYDNINGER I ENERGI- OG TRANSPORTSEKTOREN

FØDEVAREINDUSTRIEN UNDER PRES

KVARTALS-ORIENTERING
NR 1 | 2017

Indholdsfortegnelse

03	Leder
04	Tektoniske pladeforskydninger i energi- og transportsektoren
10	Vækst i indisk e-handel
14	Fødevareindustrien under pres
16	Forventninger til aktiemarkedet
18	Globale Aktier KL
20	Globale Aktier Etik KL
22	Stabile Aktier KL
24	Danmark KL
26	Asien KL
28	Emerging Markets KL
30	Én grundfilosofi – syv afdelinger
31	Investeringsforeningen C WorldWide



Leder

Kære investor

Positiv start på 2017

Aktiemarkedene er i niende år af lang opgangsperiode. Fra foråret 2015 til medio 2016 oplevede vi stagnerende aktiemarkeder, men nu er kurserne igen stigende. Dette skyldes, at indtjeningsudviklingen i virksomhederne stiger, og meget tyder på, at indtjeningsvæksten i de amerikanske virksomheder i år kan nå op på 15-20 pct., og i resten af verden opjusteres forventningerne. Generelt ser vi, at de ledende indikatorer peger opad for verdensøkonomien, og dette understøtter indtjeningsudviklingen.

På den baggrund oplevede vi en positiv start på 2017. Verdensindekset steg ca. 5 pct., mens emerging market-aktierne steg ca. 10 pct. I fjerde kvartal 2016 var det de cykliske aktier, som drev markedet, men nu er stigningen mere bredt funderet. Det er således positivt, at seks af C WorldWides syv afdelinger skabte merafkast i forhold til markedet i første kvartal og dermed har vendt udviklingen fra 2016. Eksempelvis gav afdeling Globale Aktier KL et afkast på 7,8 pct., mens afdeling Asien KL toppede med 14,7 pct.

Vi tror, at de positive tendenser kan fortsætte gennem 2017. En afgørende faktor bliver dog centralbankernes reaktion på de bedre vækstudsigter. Den amerikanske centralbank står over for at skulle hæve renterne og samtidigt nedbringe deres store obligationsbeholdning. Det bliver ikke en let balancegang, og det vil utvivlsomt skabe turbulens på aktiemarkedene.

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

Tre spændende artikler

Vi har denne gang tre interessante temaartikler. Vores temaspécialist og medlem af regeringens energikommission, Morten Springborg, giver en opdatering på den grønne omstilling i energisektoren og sætter i artiklen ”Tektoniske pladeforskydninger i energi- og transportsektoren” fokus på konsekvenserne for transportsektoren, hvor udbredelsen af elbiler og selvkørende biler nok sker hurtigere, end mange venter. Derudover sætter vi fokus på e-handel i Indien, som alene på grund af markedets størrelse har et kæmpe potentiale. Den sidste artikel beskriver en ny og vigtig tendens inden for fødevarerindustrien, hvor fokus nu er

på at skabe sundere fødevarer frem for billige og ofte også usunde fødevarer.

Se indlæg fra årets investorkonference

I marts afholdte vi investorkonferencer, hvor ca. 1.500 investorer over to dage kom og hørte om vores investeringstanker og udsigterne. Vi har lagt to af hovedpræsentationerne på cww.dk, så du kan se eller gense indlæggene. Vi glæder os over den store deltagelse, da det er en god mulighed for os til at dele vores tanker med dig som investor. Vi holder investorkonferencer igen til næste forår, hvor du er meget velkommen til at deltage. Du modtager automatisk din invitation.

Slutteligt har vi skiftet navn til C WorldWide. Selv om det bare er et navneskifte, er det en stor ting for os efter mere end 25 år med Carnegie WorldWide. Vi håber, at du vil tage godt imod vores nye navn og logo. Du kan evt. læse mere om navneskiftet på cww.dk.

Har du spørgsmål eller kommentarer, er du altid velkommen til at skrive eller ringe til os.

Bo Knudsen Tim Kristiansen

Resultat 1. kvartal 2017

Afdeling	Afkast 1. kv.	Benchmark 1 kv.
Globale Aktier KL	7,8%	5,4%
Globale Aktier Akk. KL	7,8%	5,4%
Globale Aktier Etik KL	6,5%	5,4%
Stabile Aktier KL	2,9%	4,3%
Danmark KL	9,2%	8,0%
Asien KL	14,7%	11,8%
Emerging Markets KL	12,3%	9,9%

Tektoniske pladeforskydninger i energi- og transportsektoren

Af temaspecialist Morten Springborg

I dette perspektiv kan du læse om omstillingen i energi- og transportsektoren, og i forlængelse af vores tidligere perspektiv "Sol og batteriteknologi vil udspille fossile brændstoffer" skærper vi samtidigt vores konklusion, da meget i dag peger i retning af, at en science fiction-lignende fremtid inden for vores transportsystem er nært forestående og realiseres langt tidligere, end hvad de fleste tror i dag.

Vores hovedpointer fra december 2015 var:

1. Energi er ikke længere en ressource men en (semiconductor) teknologi
2. Prisen på ny teknologi falder med tiden (jf. Moores lov)
3. Solenergi er nu omkostningsmæssigt på niveau med - eller lavere end fossile brændstoffer
4. Omkostningen for solenergi vil fortsætte med at falde, og marginalomkostningen er nul
5. Det er uundgåeligt, at vores transportsystem bliver elektrificeret
6. Elektriske biler vil tage det meste af markedet i anden halvdel af 2020'erne
7. Ovennævnte teknologiske trends stiller fundamentale spørgsmål ved bilproducenternes forretningsmodeller

Solenergi er nu verdens billigste energi

Verdens billigste energi leveres i dag af solpaneler i Mellemøsten. Dubai holdt i 2016 en kapacitetsauktion, der blev vundet med en pris på under USD 25 per MWh. Mellemøsten er selvfølgelig begunstiget med masser af sol, men de faldende energiomkostninger her er også pejlemærke for, hvilken pris resten af verden vil kunne opnå i årene fremover. I takt med at produktionsprocesserne forbedres, en øget produktion skaber omkostningsreduktioner og panelernes energieffektivitet forbedres, vil det meste af verden kunne "høste" billig solenergi.

I perspektivet fra 2015 beskrev vi udviklingen i Indien, hvis økonomi formentligt er den, der i de kommende 20-30 år vil påvirke den globale energiefterspørgsel mest. Dette skyldes landets størrelse med en befolkning på snart 1,3 mia. mennesker og en af de højeste vækstrater globalt. Hvis vi skal have nogen forhåbning om, at væksten i CO₂-udledning kan reduceres, er det alfa og omega, at en økonomi som Indiens aggressivt forfølger en udbygning af vedvarende energikilder. Og det er netop, hvad Indien

har gjort under premierminister Modi. Du kan læse mere om dette her: "Modi-nomics giver Indien håb". I 2015 leverede en teknologineutral energiauktion på 500 MW i delstaten Andhra Pradesh Indiens hidtil laveste energipris på 46,3 INR per MWh (USD 71). I begyndelsen af 2017 vandt Solar Energy Corp of India en endnu større auktion på 750 MW i Madhya Pradesh med en pris på 35,9 INR per MWh (USD 53), et fald på 22,5 pct. på godt et år. Et prisfald på godt 22 pct. på godt et år, som oplevet i Indien, er sandsynligvis på linje med, hvad omkostningen ved solenergi er faldet med globalt gennem denne periode. Ingen anden energikilde kan præstere samme omkostningsfald. Men det, der nok har været den største overraskelse, har været udviklingen i Danmark. Efter tidligere års forsøg med div. støtteordninger har den konventionelle tankegang i Danmark været, at Danmark er et vindland (og det er jo ikke løgn). Stort set alle har indtil 2016 afskrevet Danmark som et land, hvor solenergi har en fremtid pga. af den lave solintensitet.

Men Moores lov har det med at udfordre konventionel tankegang. I december 2016 vandt det danske firma European Energy en fælles dansk-tysk auktion på 50 MW fordelt på 5 forskellige steder i Danmark. Vinderprisen på 40 øre per kWh eller EUR €53 per MWh(USD56) er billigere end de seneste rekordlave priser for havvindparker i Danmark (justeret for omkostningerne for offshore parkernes tilslutning til nettet), og udfordrer landvind som den billigste energikilde i Danmark. Selv i Danmark og andre lande med lav solindstråling, vil solenergi have sin plads, fordi omkostningsudviklingen drives af Moores lov.

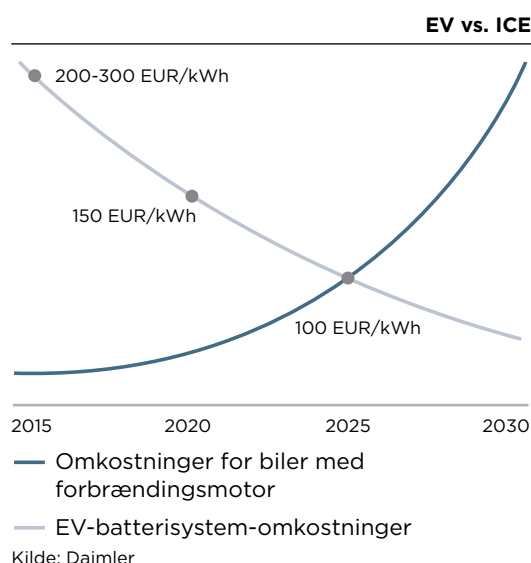
De senere år er elprisen i Europa og de fleste andre markeder i verden faldet meget kraftigt og i dag typisk til under, hvad der kræves for at understøtte nye kapacitetsinvesteringer. Dette prisfald har været drevet af dels faldende kulpriser, faldende CO₂-kvote-priser samt en stigende andel af vedvarende energikilder som sol og vind. Sol og vind er jo netop karakteriseret ved at have marginalomkostning på nul og vil altid producere, når de kan, uanset hvilken pris de aflønnes til. Dermed er gammel kul-, gas- og a-kraft-kapacitet, der har højere driftsomkostninger, blevet virkelig udfordret. Det store spørgsmål er, hvad der sker de kommende 10 år, hvor Tyskland og Sverige udfaser en væsentlig andel af deres A-kraft. Umiddelbart skulle man tro, at dette ville lede til meget mindre kapacitetsoverskud. Men omvendt udbygges vedvarende energikilder med marginalomkostninger på nul, og

hvordan denne "tug-of-war" mellem mindre overskudskapacitet og meget mere vedvarende energi vil spille sig ud i forhold til energipriser er svært at vurdere. Derfor har vi meget lidt appetit på energiselskaber, der er eksponeret til elprisen. Eneste rimeligt sikre bud er, at priserne vil svinge mere i fremtiden, end de gør i dag. Dette skaber behov for, at det ikke kun er udbudssiden, altså el-produktionen, der tilpasser sig, men også efterspørgselsiden, der skal reagere på prisændringer. Vi skal som forbrugere – privat som i forretningsøjemed, blive bedre til at tilpasse vores elforbrug hen over døgnet afhængigt af elprisen. Dette kræver investeringer i det såkaldte smarte netværk (Smart Grid), hvor sensorer i de yderste tentakler af netværket automatisk reagerer på prissignaler.

2016 var gennembrudsåret for elbilen

I Danmark går det pt. den gale vej mht. udrulningen af elbiler (EV - Electric Vehicle). Den korte forklaring er, at de er for dyre. Elbilproducenterne investerer ikke i salg og markedsføring i Danmark, da de kan tjene mere på elbiler på andre markeder, hvor der gives tilskud. Dette vil ændre sig i løbet af de tidlige 2020'ere, når elbilen bliver billigere end traditionelle biler med forbrændingsmotorer (ICE - Internal combustion Engine). Dette betyder, at Danmark først i løbet af 2020'erne for alvor tager elbilen til sig.

Figur 1:



2016 blev gennembrudsåret af flere grunde. Dels har VW/dieseltgate-skandalen ført til en erkendelse af, at diesel vil blive udfaset, og at dette kommer til at gå væsentligt hurtigere end forventet. På papiret er diesel 20 pct. mindre CO₂-udledende, men de utilsigtede sideeffekter har været enorme i form af partikel- og NO_x-forurening (summen af kvælstof-oxider), hvilket er en usynlig befolkningsmæssig massemander. Dette har ført til, at byer som Madrid, Paris, Mexico City og Athen har besluttet at forbyde dieslbiler fra 2025, og mange andre byer overvejer at følge efter bl.a. København. Samtidigt har diesel gateskandalen ført til en skærpet testpraksis af nye biler, hvilket betyder, det bliver sværere og dyrere at efterleve den kommende emissionsregulering med traditionelle forbrændingsmotorer.

” Selv i Danmark og andre lande med lav solindstråling, vil solenergi have sin plads, fordi omkostningsudviklingen drives af Moores lov.

Men det måske mest skelsættende for EV i 2016 var Tesla Model 3's enorme succes. Teslas nyeste model blev sat til salg i foråret, og i løbet af en uge modtog Tesla forud-reservationer (med betaling af depositum på ca. USD 1.000) på 400.000 biler. Tesla har herefter stoppet offentliggørelsen af reservationer. Ingen bil har nogensinde oplevet samme massive efterspørgsel omkring lanceringen af en ny model. Tesla 3 er blevet den bedst sælgende model i sin prisklasse i USA. Man må formode at bestyrelserne for BMW, Mercedes etc. har spurgt deres respektive udviklingsafdelinger, om de skulle have noget tilsvarende på tegnebrættet. Svaret har været et svagt nej. De gamle bilproducenter står derfor med et kolossalt problem. Dels er den teknologiplatform, de har baseret deres motorsystemer på, ved at blive reguleret ud af markedet, og dels har de intet at tilbyde til erstatning, som samtidigt vil kunne leve op til skærpede emissionskrav. Hermed bliver den traditionelle bilindustri vidne til, at nye konkurrenter som Tesla, er i stand til at tage store markedsandele i lukrative segmenter.

Hen over sommeren 2016 reagerede de tyske bilproducenter over for risikoen for at blive overflødiggjort på den lange bane. Både Daimler Benz og VW lancerede troværdige og meget væsentlige

satsninger på elektriske biler. Begge producenter planlægger lancering af et stort antal nye modeller over de kommende tre år. F.eks. udtaler VW, at de vil producere en e-Golf i 2019, der prismæssigt vil kunne konkurrere med den tilsvarende forbrændingsmotormodel og have en rækkevidde på 400 km. Herudover vil 20-25 pct. af VW-produktionen i 2025 være elektrisk. Daimler siger 25 pct., men at selskabet skal være forberedt på, at det kan være 50 pct. 2025. Hvad end tallet bliver er det en skælsættende erkendelse. For det betyder, at verdens største bilproducenter nu retter deres udviklingsressourcer mod en accelereret udrulning af elektriske biler. Derfor bliver alle andre producenter nødt til at komme til den samme konklusion, fordi kombinationen af skærpet regulering af emissioner og prisparitet mellem EV og ICE betyder, at efterspørgslen på ICE vil kollapse i løbet af 2020'erne. Vi vurderer derfor fortsat, at hovedparten af de godt 500 mio. biler, der sælges i 2025-30, vil være elektriske.

” De gamle bilproducenter står derfor med et kolossalt problem; dels er den teknologiplatform, de har baseret deres motorsystemer på, ved at blive reguleret ud af markedet, og dels har de intet at tilbyde til erstatning.

Selvkørende biler kommer – meget tidligere end de fleste tror

Flere og flere automatiske sikkerhedssystemer bliver i dag lovgivningsmæssigt inkluderet i nye biler. Dette er systemer, som automatisk bremsesystem, adaptiv cruise control, beskyttelsessystem for fodgængere, baneskift advarsel og mange flere. Man kan se disse forskellige systemer som fundamentet til den fuldt selvkørende bil. Teknisk set opereres der med forskellige niveauer af Advanced Driver Assistant Systems eller ADAS. Niveau 1 er ”feet off”, niveau 2 er ”Hands off”, niveau 3 er ”Eyes off”, level 4 er ”Brain off” og niveau 5 er ”No Driver”, hvor der hverken er rat eller pedaler i bilen. De mest avancerede løsninger på markedet i dag tilbydes af Tesla samt Mercedes, hvis (top)-systemer er mellem niveau 2 og 3. Ingen biler tilbyder endnu fuldt selvkørende tjenester. Dog har nogle delstater i USA og andre byer verden over tilladt tests af mindre flåder af førerløse biler (niveau 4) herunder Californien, hvor aktiviteten i dag synes størst.



Google er pioneren og har arbejdet med førerløse biler siden omkring 2009. For nyligt har Google skiftet forretningsmodellen og udskilt deres aktiviteter i selskabet Waymo, der i dag er verdensledende inden for førerløs kørsel. Waymo har kørt fuldkommen førerløst over 3 mio. km i Californien – en distance, der nok er 10 gange længere end konkurrenterne tilsammen. Denne erfaring er afgørende, fordi det, der i sidste ende styrer en førerløs bil, er kunstig intelligens. Og kunstig intelligens bliver bedre og bedre i takt med, at den fodres med data. Ligesom nyfødte individers forståelse af verden øges med de indtryk de får gennem opvæksten, vokser kunstig intelligens med den data, den bliver trænet med – læs mere i perspektivet ”Den kunstige fremtid”. Derfor er adgangen til store mængder af data en stærk konkurrenceparameter, og her er Waymo uden sidestykke. Indtil videre. Dog er der mange andre, der forsøger at øge datamængden gennem testkørsler. Tesla har et stort forspring, når det gælder data fra almindelig kørsel med autopilot (niveau 2). Dels er Tesla den bilproducent, der har proppet mest ADAS teknologi i sine biler, og dels er en Tesla altid online, og afgiver data om bilens performance til Tesla’s datacentre. Intet andet selskab har registreret flere kørte kilometer på niveau 2 end Tesla. Teslas kunstige intelligens på basis af stadigt mere data bliver derfor accelererende avanceret og gør systemet bedre og bedre. Tesla har i modsætning til de fleste andre bilproducenter fra starten tænkt, at en bil er et ”connected device”, der opsamler data online. Dette er en enorm konkurrencemæssig fordel, der gør, at Tesla vil være et af få selskaber, der driver udviklingen mod førerløse biler. Der er god sandsynlighed for, at Tesla relativt hurtigt vil kunne indhente Waymo’s forspring, da Tesla opsamler meget mere data, end Waymo gør, alene fordi Waymo ikke har nær så mange biler på gaden. Det er i dette lys, man skal

se, hvorfor Waymo's (google) ændrede forretningsmodel. Til at begynde med ville Google bygge sine egne biler. Dette er nu ændret til, at Waymo ønsker at være et platformsselskab, der tilbyder førerløse teknologier og styresystemer til verdens transport-system. Et eksempel herpå er aftalen, Waymo fornyligt lavede med Fiat Chrysler om at montere sine systemer i 200 Chrysler Pacifica Vans og introducere en delebilstjeneste baseret på disse biler – a la det, som Uber, Didi og Lyft i dag tilbyder – blot uden fører. Waymo arbejder med tilsvarende modeller med Honda, og ønsker at samarbejde med så mange bilproducenter som muligt. Målsætningen er, at ”skabe bedre bilister, ikke bedre biler”.

” Derfor er adgangen til store mængder af data en stærk konkurrenceparameter, og her er Waymo uden sidestykke.

Det er med dette i baghovedet, skal man se taxaselskabets Ubers reaktion. Google var en af de tidlige investorer i Uber men må nok i dag betegnes som en af de største trusler for Ubers fremtid. Uber har ingen planer om at producere sine egne biler, men ønsker at udvikle førerløse løsninger sammen med alverdens bilproducenter. Uber lancerede i 2016 tests i Pittsburgh, med en førerløs kommerciel delebilstjeneste med anvendelse af 100 Volvo XC90 biler. Ligeledes har Uber købt Otto, en af de førende selskaber inden for løsninger til førerløse lastbiler – segmentet, der formentligt kommer til at køre førerløst først. Uber er tvunget til at opsamle data, der kan anvendes til træning af sin kunstige intelligens, således at selskabet vil være parat, når andre konkurrenter tilbyder førerløse deletjenester. Hvis Uber ikke lykkes med at overflødigøre chaufføren, vil selskabet ikke være konkurrencedygtigt, da omkostningen til chauffører udgør 50 pct. af de samlede omkostninger ved en tjeneste som Uber. Faktisk er det ikke kun danske lovgivere, der angriber Uber men de fleste bilproducenter. Tesla har f.eks. offentliggjort, at delekørsel i en førerløs Tesla i fremtiden kvit og frit kan anvendes af familie og venner, men at al kommerciel delekørsel med en Teslabil skal ske på et kommende ”Tesla netværk”. Tesla går således i kødet på Uber, og Tesla bliver ikke den sidste bilproducent, der gør dette.

Når man tænker over effekterne af disse tektoniske pladeforskydninger mellem de globale bilproducenter og teknologiselskaberne, kan man ikke andet end forundres over den danske debat om taxa-lovgivningen. Sandsynligheden for at den nye danske taxalov overlever de kommende ti år er tæt på nul, fordi den ikke forholder sig til, at et stort antal bilproducenter kommercielt samt et umådeligt meget større antal privatpersoner, inden for 10 år vil tilbyde førerløse deletjenester. Det eneste, der er garanteret er, at antallet af taxachauffører – ligesom kørelærere – vil gå asymptotisk mod nul på en 10-15 års horisont.

Enorme samfundsmæssige gevinster ved førerløs transport

Der er efterhånden en del beviser for, at dagens teknologiniveau for førerløs kørsel er bedre end vores menneskelige køreegenskaber, og at det vil være rationelt at skubbe mest muligt på for at accelerere udrulningen af førerløse biler. At undlade at gøre dette vil koste unødige ulykker og dødsfald. Waymo's biler har aldrig været involveret i en dødsulykke, og den overordnede skadesfrekvens er ¼ af det amerikanske gennemsnit. Af de 22 mindre ulykker Waymo har været involveret i på sin 3 mio. km lange rejse indtil i dag, har 21 af dem været forårsaget af modparten. Data fra Tesla viser, at ulykkesfrekvensen på Tesla'er er faldet 40 pct. med introduktionen af Autosteer – Tesla's autopilot-system. Vores førerløse robotter, for det er jo egentligt det, vi taler om, er allerede i dag bedre bilister end vi. Der er faktisk også indicier for, at vi mennesker bliver dårligere bilister i disse år. I 2015 (seneste statistik) så USA den største stigning i dødsulykker i 50 år. Og der er en sammenhæng med stigningen i antallet af bilister, der bruger deres smartphones, mens de kører.

” Førerløse biler fuldt udrullet, vil kunne reducere antallet af trafikdødsfald med 90 pct. – andelen af trafikdrab, der er menneskeligt forårsaget.

Amerikanerne har god statistik på dette. Op mod 2,5 pct. af trafikanterne bruger på et givent tidspunkt synligt deres smartphones, mens de kører bil. Når man ved, at en kunstig intelligens ikke bliver distraheret af, at skulle SMS'e eller er påvirket af

træthed, alkohol eller stoffer, er spørgsmålet ikke, om vi skal til-lade førerløse biler, når de ved et uheld kan komme til at dræbe uskyldige mennesker. Derimod er spørgsmålet, hvor længe der skal gå, før vi accepterer, at robotten er en bedre og mere sikker bilist end mennesket, og at førerløse biler fuldt udrul-let, vil kunne reducere antallet af dødsfald i trafikken med 90 pct. – andelen af trafikdrab, der er menneskeligt forårsaget.

Et kig frem mod 2030

Udviklingstendenserne beskrevet ovenfor har meget forskellige tidsdimensioner og solceller er i dag allerede en etableret og ind-flydende energikilde, der betyder, at energipriserne i fremtiden vil tendere til at falde. Vi har endnu ikke fundet selskaber, der er i stand til at udvise en evne til vedvarende at tjene penge i dette segment, der i høj grad har været understøttet af offentlig støtte, hvilket ikke kan forventes meget længere.

Vores transportsystem står over for fundamentale forandringer, der nok bedst sammenlignes med de forandringer man så for over 100 år siden, da Ford introducerede samlebåndsfabri- kation og dermed masseproduktion. Over en relativ kort periode vil motorsystemet i vores biler blive skiftet. Men det er ikke oplagt at se andre vindere end forbrugeren og miljøet. Et område kunne være batteriproduktion, men det er ikke sandsynligt, at producenterne har det, vi kikker efter – ”pricing power”. Selv dominerende producenter som LG Chem og Samsung taber i dag penge på batteriproduktion, og selv om dette skulle ændre sig de kommende år, er der ikke udsigt til andet end negativt frit cash flow, da sektoren skal investere enorme summer i at ekspan- dere kapaciteten. Endelig er der en betydelig teknologirisiko, for vi ved ikke, hvad den rigtige batteriteknologi er om 10 år.

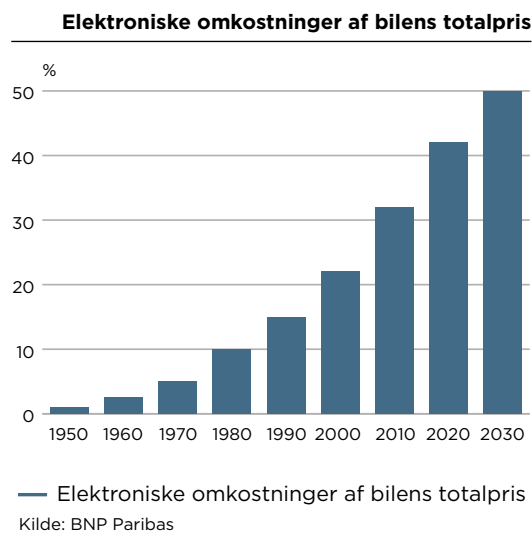
” Værdiskabelsen ligger i udvikling- en af software og platforme, og ikke i den egentlige bilproduktion.

Bilproducenterne står overfor massive udfordringer. Dels skal de håndtere en transition fra profitabel ICE- produktion til (i hvert fald i begyndelsen) tabsgivende EV-produktion. Men denne tran- sition betyder også tab af ”pricing power”, da EV er et meget mere

enkelt produkt end ICE. Og oven i købet skal bilproducenterne indlede et veritabelt våbenkapløb med nogle af de dybeste lommer i de globale erhvervsliv, nemlig amerikanske teknologiselskaber, der har kastet deres kærlighed over fremtidens transportsystem. Disse selskaber ønsker ikke at sælge biler men derimod transport og styresystemet i bilerne. Fremtiden vil vise, hvor værdien i bil- sektoren ligger. Vi mener, det uundgåeligt trækker i retning af, at værdiskabelsen ligger i udviklingen af software og platforme, og ikke i den egentlige bilproduktion. Derfor skal de traditionelle bilproducenter ændre forretningsmodel, og det er kompliceret, når man i dag tjener penge på det, man skal skille sig af med.

Et oplagt område for struktur, vækst og investeringsmuligheder er inden for elektronikken i bilerne. Overgangen fra ICE til EV betyder en kraftig forøgelse i andelen af elektroniske komponenter, hvilket yderligere accelereres af overgangen til mere og mere selvkørende køretøjer.

Figur 2:



Over de kommende 10-15 år vil der ske en stor udskiftning i underleverandørerne til bilproducenterne. Hovedparten af under- leverandører er i dag producenter af komponenter og teknologier til understøttelse af ICE. Det er ikke oplagt, at disse selskaber er i stand til at foretage skiftet til EV. Man har f.eks. ikke brug for en turbo, når bilen er elektrisk. I stedet vil halvledere (semicon- ductors), sensorer som kameraer, radarer, lasers etc. udgøre en meget større andel af bilens samlede omkostninger – kompo-

” Deletjenester vil blomstre, og nogle af disse vil blive kontrolleret af bilproducenterne, men det er uundgåeligt, at transport i fremtiden vil blive meget mere kommodidiseret, og at forbrugerne vil få mere for pengene.

nenter, som bilproducenterne vil skulle købe og ikke selv producere. En Tesla er udstyret med otte kameraer, og vi mener, at dette er en god indikation for brug af kameraer i biler i fremtiden. Virksomheder som Sunny Optical og Largan Precision er begge førende aktører på dette voksende segment. Antallet af halvledere i nye køretøjer vil vokse eksplosivt i de kommende år, som elbiler

og stadig mere autonome køretøjer tager over. Infineon har taget markedsandele i en række år, og er i dag verdens største leverandør af el-chips til den globale bilindustri. Ligeledes er et selskab som TSMC som verdens største semiconductor-producent godt positioneret til at drage fordel af væksten i semiconductors i biler og alle andre ”Internet of Things”- opkoblinger. Så en større og større andel af værdiskabelsen ved bilproduktion vil tilgå selskaber, som ikke producerer biler. Yderligere vil forbrugerne i mindre og mindre grad købe deres egen bil, men derimod købe transport, når de har brug for det. Desuden vil færre og færre forbrugere købe deres egne biler og i stedet satse på at købe transportydelse, når de har brug for dem. Deletjenester vil blomstre, og nogle af disse vil blive kontrolleret af bilproducenterne, men det er uundgåeligt, at transport i fremtiden vil blive meget mere kommodidiseret, og at forbrugerne vil få mere for pengene, selv om nogle af os vil savne lyden af en kraftig V8.

Vækst i indisk e-handel

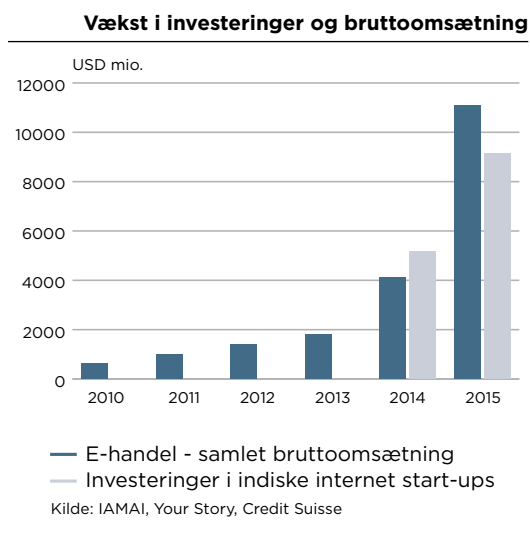
Af porteføljeformanager Aman Kalsi

Den indiske e-handel fik en brat opvågning i 2016, da de foregående års kraftige tilstrømning af kapital pludselig svandt kraftigt ind. Bekymringer om selskabernes fortsatte kapitalforbrug, de langsigtede vækstforventninger samt lovpligtige reguleringer fik venture- og kapitalfonde til at skrue ned for kapitaltilførslen og sænke værdiansættelsen af deres investeringer i indiske e-handelsvirksomheder. På trods af disse kortsigtede bekymringer forventer vi fortsat store muligheder og vedvarende vækst inden for e-handel i Indien. Dog er det ikke alle selskaber i denne sektor, der vil få succes. Vi tror, at selskaber med langsigtede strategier og stærke banebrydende forretningsmodeller vil kunne skabe sig en dominerende markedsposition. Derudover vil det være afgørende, at selskaberne på den indiske e-handelsplads har stærkt fokus på landområderne.

Kæmpe investeringspotentiale

Kapitalfonde, ventureinvestorer og globale e-handelselskaber investerede massivt i indisk e-handel i perioden 2013-2015. Mange var tiltrukket af det store potentiale i opstartsfasen af landets e-handelsplatform med en forventning om eksplosiv vækst på kort tid, som det skete i Kina. Bl.a. oplevede Indiens førende netdetailbutik, det privatejede selskab Flipkart, en syv-dobling af sin værdiansættelse i perioden fra maj 2014 til juli 2015, mens den samlede værdi af virksomhedens varer (bruttoomsætningen) kun blev fordoblet.

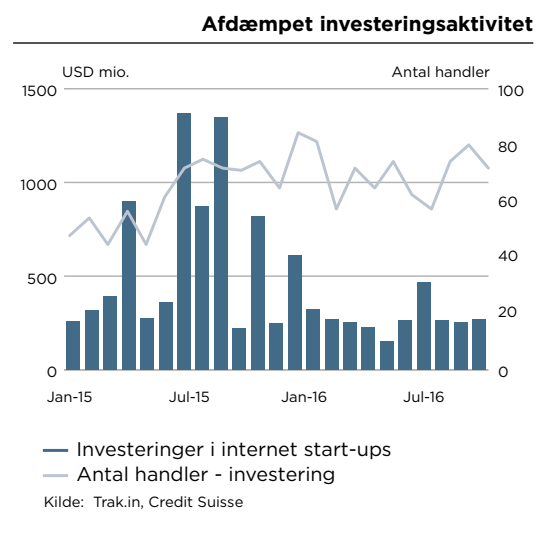
Figur 1:



I takt med at investorerne sænkede deres optimistiske vækstforventninger og gradvist erkendte, at for store rabatter, gratis fragt eller nedsatte forsendelsesgebyrer og store mængder returvarer var ved at gøre netbutikkernes forretningsmodeller uholdbare, tørrede finansieringen ud i 2016, og værdien på investeringerne blev nedskrevet.

I de første 11 måneder af 2016 faldt de samlede investeringer i sektoren med 55 pct. ift. året før.

Figur 2:



De neddrølede investeringer var med til at sætte fokus på rentabilitet. Dette gav de stærkere spillere som f.eks. Flipkart (landets største e-handelselskab) og Amazon mulighed for at styrke deres markedspositioner. Når kapitaltilstrømningen aftager, er det dog ikke ensbetydende med, at tingene står stille. De selskaber, der har midlerne til det, investerer massivt i udbygning af deres markedsdækning og distributionscentre over hele Indien i kampen om at positionere sig og tage markedsandele på det hastigt voksende og underudviklede indiske e-marked.

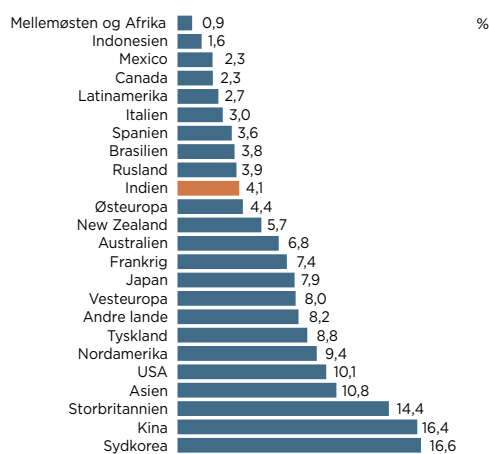
Selvom Indien ikke bliver et nyt Kina med eksplosiv vækst i e-handelssektoren, er det utvivlsomt et marked med et stort potentiale. Målt på e-handel pr. indbygger har en inder i gennemsnit et e-handelsforbrug, der svarer til 2 pct., 6 pct. og 19 pct. af det,



som henholdsvis en gennemsnitlig amerikaner, kineser og russer har. Derudover er det indiske detailhandelsmarked hovedsageligt et fysisk marked, der i meget høj grad er kendetegnet ved små familieejede butikker, som står for omkring 90 pct. af den samlede omsætning i fysiske butikker, omend tallet er forbundet med en vis usikkerhed. Ifølge Euromonitor udgør e-handlen i Indien ca. 4 pct. af den samlede officielle detailhandel, hvilket derfor svarer til mindre end 0,5 pct. af landets samlede detailhandel.

Figur 3:

E-handelspenetration af detailhandel i 2016



Kilde: Euromonitor, BofA Merrill Lynch

De stærke netbutikker er i stand til at tilbyde bedre priser, bekvemmelighed og et meget større vareudvalg end de fysiske butikker. Derfor er der stor sandsynlighed for, at e-handlen fortsat vil tage markedsandele. Ifølge en række estimater har e-handelsmarkedet i Indien potentiale til at nå en omsætning på USD 50-100 mia. i 2020.

Snarere end at sætte tal på markedets mulige størrelse, bør man fokusere på og forstå de faktorer, der vil være med til at skabe

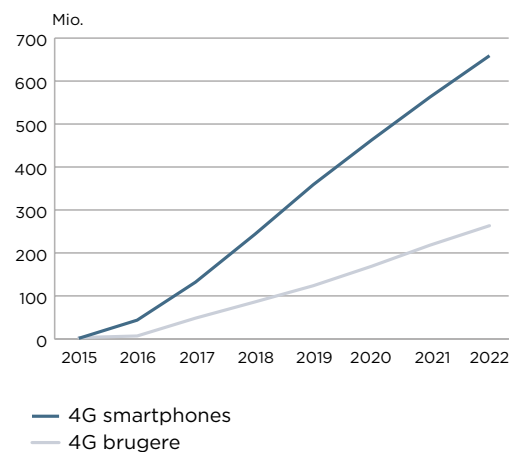
dette kæmpe investeringspotentiale i løbet af de næste ti år. Den indiske middelklasse består af mere end 300 millioner mennesker, og den bliver større år for år. Det indiske e-handelsmarked vil vokse i takt med, at indkomsten pr. indbygger stiger. Faktisk er det selve størrelsen af den indiske befolkning, der gør potentialet i e-handlen interessant. For at sætte tingene i perspektiv, udgjorde Indien i 2015 verdens næststørste e-handelsmarked målt på antal brugere, til trods for at landets internetpenetration var på 35 pct., mod Kinas 53 pct. og USA's 89 pct. E-handelspotentialet bliver endnu større, når man tager i betragtning, at kun 12 pct. af Indiens internetbrugere handlede på nettet i 2014.

Digital infrastruktur

Der sker i dag en gradvis forbedring af den digitale infrastruktur, og den store konkurrence blandt teleselskaberne er med til at øge udbredelsen af 3G og 4G mobile netværk. I dag er penetrationsgraden af 3G/4G på ca. 15 pct., og udbredelsen af 4G stiger voldsomt, som det fremgår af nedenstående figur.

Figur 4:

Forventet udvikling i antallet af Indiens smartphones og brugere



Kilde: IDC, Counterpoint, BotA Merrill Lynch Global Research estimeres

Den stigende penetration af 3G/4G tegner godt for væksten inden for e-handel, særligt fordi omkring 200 millioner af Indiens omkring 220 millioner bredbåndsbrugere tilgår internettet fra en mobil enhed.

Fysisk infrastruktur

Med behovet for levering af pakker er det også afgørende, at den fysiske infrastruktur udbygges i Indien – særligt fordi befolkningen i landområderne udgør omkring to tredjedele af den samlede befolkning og mere end en tredjedel af landets internetbrugere. Derfor er det positivt, at vejnettet og jernbaneinfrastrukturen har meget høj prioritet hos regeringen. Det er samtidig positivt at se den hastighed, hvorved udbygningen af infrastrukturen rent faktisk eksekveres. Ifølge den indiske finansminister Arun Jaitley er den daglige udbygningstakt på 133 km. landevej pr. dag i 2016/17, mens den i perioden 2011-2014 var på 73 km pr. dag. Det forbedrede vejnet vil sammen med indførelsen af det fælles moms-system på tværs af Indien (GST), som træder i kraft i juli 2017, frigøre logistik-selskaberne for visse flaskehalse og sikre nemmere transport af varer på tværs af de indiske delstatsgrænser.

Elektroniske betalinger

Foruden den fysiske udbygning af infrastrukturen vil også ”formaliseringen” af økonomien hjælpe Indien til at realisere sit potentiale. Afskaffelsen af 500 og 1.000 rupee-sedler i november 2016 var et væsentlig led i den plan. Selvom beslutningen sendte chokbølger gennem det indiske samfund, kan det måske få positiv virkning på e-handlen, at man på den måde fjernede ca. 86 pct. af landets beholdning af kontanter. Det udløste nemlig et skift mod elektroniske betalinger, som sandsynligvis vil få flere forbrugere til at handle på nettet. Bl.a. melder den indiske betalingsformidler og e-handels-selskab Paytm om en femdobling i tilgangen af fysiske butikker, der knyttede sig til platformen, i de sidste to måneder af 2016.

Den strukturelle vækstbølge

Der ligger et meget spændende potentiale i Indiens e-handelsmarked, da de nævnte væsentlige elementer lidt efter lidt falder på plads. Vi ser dette som en af de mest lovende langsigtede vækstområder i Indien. Inden for vores forskellige temaer er vi direkte eksponeret mod dette tema – bl.a. gennem Vakrangee samt de to

multinationale selskaber Amazon og Naspers, som begge har stor finansiell styrke, stærke aktiver og en langsigtet strategi, hvilket, som også tidligere nævnt, er nødvendigt for at blive en strukturel vinder på den indiske e-handelsplads.

Amazon er kommet til forholdsvis nyligt, men selskabet har indikeret, at Indien kan blive det næststørste marked inden for de næste ti år. Amazon har vist en aggressiv tilgang til Indien med udbygning af sin logistikinfrastruktur og har løbende indgået aftaler med nye kundegrupper. Amazons beslutning om at skabe en markedsplads i Indien (i modsætning til selskabets model på andre internationale markeder) samt en tydelig fokusering på Indiens landområder. Dette fokus har sammen med en støt kapitaltilførsel hurtigt ført til Amazons succes på det indiske marked. Med henblik på at skabe adgang til Indiens mindre byområder og i landområder har Amazon også indgået en eksklusiv aftale med Vakrangee, som fra sine salgssteder i mindre byområder og i landområder leverer bank- og andre finansielle ydelser – bl.a. bestilling af varer på internettet og afhentningssteder. Dette samarbejde giver faktisk Amazon mulighed for at tiltrække forbrugere i mellem- og lavindkomstgruppen, som endnu ikke har en internetadgang hjemmefra. Selvom Amazon løbende har udbygget sin markedsandel, er selskabet fortsat næststørst på markedet efter Flipkart, som syd-afrikanske Naspers har en 18 pct. ejerandel i. Naspers er desuden stærk positioneret mod væksten i internettet i Indien gennem sine interesser i den førende rejsearrangør MakeMyTrip, annonceudbyderen OLX og betalingstjenesteudbyderen PayU.

” Der er et spændende potentiale i Indiens e-handelsmarked, og vi ser det som en af de mest lovende langsigtede vækstområder i Indien.

Alene størrelsen gør det indiske marked særdeles attraktivt, og det vil også tiltrække andre stærke lokale og internationale spillere. Vi leder efter investeringsmuligheder og anser det strukturelle vækstpotentiale i Indiens e-handelssektor som en af de bedste muligheder på globalt plan over de næste ti år, særligt i takt med at de vigtige forudsætninger for vedvarende vækst gradvist falder på plads.



INVESTORKONFERENCE 2017

GENHØR BO KNUDSEN OM
INVESTERINGSMULIGHEDER
OG MORTEN SPRINGBORG OM
TEMAER & INDSIGTER

CWW.DK



Fødevarerindustrien under pres

Af porteføljeformaler Lars Wincentzen

Fødevarerindustrien har set faldende vækstrater de senere år, og sektoren oplever stigende konkurrence, hvor der typisk konkurreres på enten pris eller sundhed. Vi tror, at selskaber med forretningsmodeller, der kan udvikle nye produkter med sundere ingredienser har bedre muligheder for at skabe langsigtet vækst end mere priskonkurrerende selskaber. Derfor tyder meget på, at forskning og udvikling af sundere produkter er vejen frem.

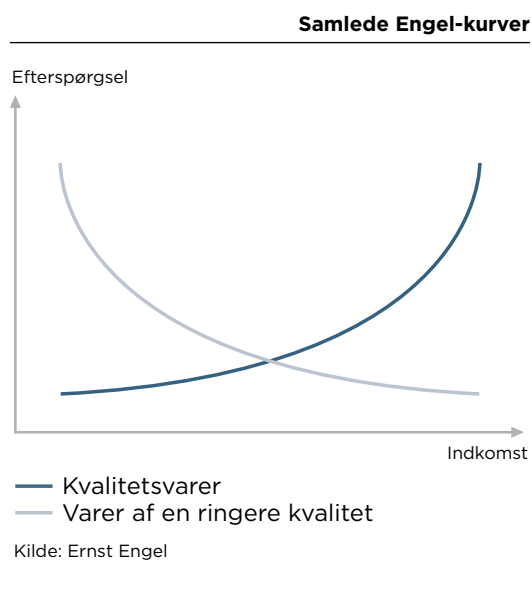
Prispresset er bl.a. drevet af det amerikansk/brasilianske selskab 3G Capital, som via opkøb og fusioner (Burger King, Heinz og Kraft Foods) har konsolideret industrien, og senest så vi selskabet byde USD 143 mia. for Unilever. 3G's overordnede forretningsplan går ud på at opkøbe selskaber, konsolidere dem og skære drastisk i omkostningerne, så fremstillingen af fødevarerne kan blive så billig og profitabel som mulig. Innovation og produktudvikling får derved sekundær prioritet.

På sundhedssiden ser vi en tendens inden for udvikling af sundere fødevarer, hvor en reduktion af indholdet af bl.a. sukker og salt er i fokus. For at skabe tiltrækkende sundere alternativer til det billigere fødevalg investeres der i dag enorme summer i forskning og udvikling.

Meget taler for at udvikling af sundere produkter er vejen frem. Dels er prisen presset så meget i bund og råvareprisen så lav, at det fremadrettet kan være svært at finde nye veje til at reducere produktionsomkostningerne yderligere. Samtidigt er efterspørgslen stadig drevet af bl.a. emerging markets hastigt voksende middelklasser, der med en fortsat øget velstand vil

aspirere efter vestens mærkevarer og sundere alternativer. Som den tyske statistiker og økonom Ernst Engel har argumenteret for, bliver prisen mindre afgørende, når indkomsten stiger, og efterspørgslen efter kvalitetsvarer øges. Dette er skitseret i figur 1 nedenfor:

Figur 1:



I dag står vi over for en global fedme- og diabetesepidemi, der vejer tungt på sundhedsbudgetterne. Derfor udviser mange landes regeringer regulatorisk vilje til at fremme en sund livsstil. Dette har bl.a. betydet, at det sunde alterna-



tiv har bredt sig til mange normalvægtiges livsførelse, og at efterspørgslen efter denne type fødevarer er stigende.

Af disse strukturelle årsager tror vi, at selskaber med forretningsmodeller, der kan udvikle produkter med sundhedsfremmende ingredienser har større mulighed for at skabe langsigtet vækst drevet af efterspørgsel fra disse forskellige segmenter end mere priskonkurrerende selskaber.

” Den globale fedme- og diabetes-epidemi vejer tungt på flere landes sundhedsbudgetter. Derfor udviser mange landes regeringer regulatorisk vilje til at fremme en sund livsstil.

Banebrydende kaloriereduktion

Verdens største fødevarerfirma Nestlé har gennem de senere år investeret ca. 14 mia. kr. i forskning og udvikling, der skal dreje selskabets produkter i en sundere retning. På baggrund af resultaterne fra de ca. 30 laboratorier og ca. 5.000 forskere verden over producerer selskabet bl.a. energiberigede drikke til kemopatienter, da disse ofte har svært ved at spise og holde maden i sig. Herudover har man investeret i udviklingen af økologiske produkter bl.a. kaffe, saucer og bouilloner.

Senest har Nestlé fundet frem til at kunne fjerne kernen i sukkerkrystallet og reducere kalorieindholdet i sukker med ca. 40 pct. uden at smagen reduceres. I dag anbefales det, at den daglige kost højst må bestå af 5 pct. sukker. Til sammenligning er vores gennemsnitlige daglige indtag af sukker i den vestlige verden omkring 11-15 pct., så alene her vil et reduceret sukkerindtag være ønskværdigt for langt de fleste. Dette er banebrydende i fødevarerindustrien og betyder, at Nestlé med deres patenterede formel har en konkurrencemæssig fordel, da man kan bevare smagen og reducere kalorieindholdet uden at tilføje kunstige sødemidler. Nestlé regner med at introducere deres nye kaloriereducerede produktportefølje i 2017, og lægger sig hermed i spidsen for afsætning af denne type varer. Nestlé forsøger nu at gøre noget tilsvarende med salt og har

samtidigt visioner om at skabe en form for sensor, der kan måle, hvornår kroppen har brug for hvad og i hvilke mængder.

For at øge fokus på sundhed har selskabet for første gang siden 1922 ansat en ny CEO, Mark Schneider, der kommer fra det tyske selskab Fresenius Group – verdens største dialyseselskab. Derfor har der også været spekulationer om, hvorvidt Nestlé skulle til at være mere et pharma- end et fødevarerfirma. Vi ser, at Nestlé har valgt Mark Schneider, fordi han netop forstår vigtigheden af sundere fødevarer, og vi tror, at selskabet fremadrettet vil investere og innovere i sundhedstrenden snarere end at prøve at blive billigst.

Nestlé omsætter for over 620 mia. kroner, og væksten er gennem de sidste tre år primært kommet fra divisionerne ”Nutrition” og ”Health Science”. Det er især disse divisioner, der skal drive Nestlés mål om en 4-6 pct. omsætningsvækst. Markedet i USA udgør omkring 30-35 pct. af salget og er et af de vigtigste markeder. Nestlé har her lokale fabrikker og har tidligere købt forskellige amerikanske selskaber bl.a. dyrefoderfirmaet Ralston Purina. Så til trods for Trumps importskatter vurderer vi, at Nestlé står stærkt med lokalt forankrede datterselskaber.

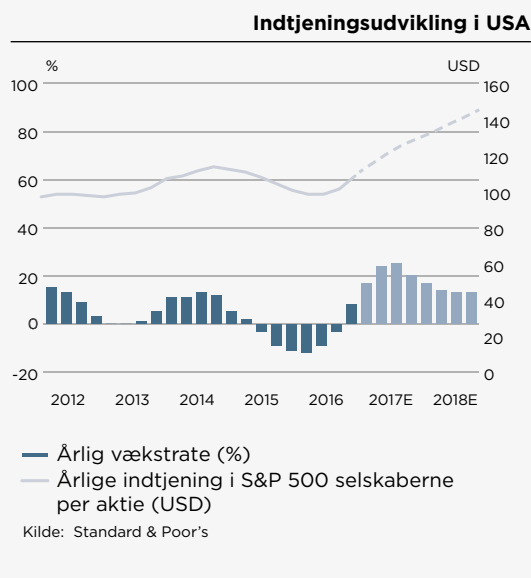
Nestlé er et selskab, vi har haft i afdeling Globale Aktier KL i 26 år, og selskabet handles i dag til ca. 20 gange den forventede indtjening i 2018. Baggrunden for vores investering er Nestlés høje stabilitet og gode vækstudsigter.



Forventninger til aktiemarkedet

Aktiemarkedene er i niende år af en opgangsperiode siden finanskrisens bund i 2008. I perioden fra foråret 2015 til medio 2016 stagnerede aktiemarkedene, men nu er tendensen stigende. Dette skyldes, at indtjeningsudviklingen i virksomhederne stiger efter to år med stagnation fra medio 2014 til medio 2016, jf. figur 1, som viser indtjeningsudviklingen i amerikanske virksomheder:

Figur 1:



Generelt ser vi, at de ledende indikatorer peger opad for verdensøkonomien. Disse bedre globale vækstudsigter understøtter indtjeningsudviklingen i virksomhederne. Dette får vi bekræftet gennem vores løbende samtaler med virksomhederne, hvor flere industricykliske selskaber som eksempelvis General Electric, Siemens, ABB udtrykker sig positivt om den aktuelle udvikling, hvor særligt Kina fremhæves som en stærk drivkraft.

I USA forventer vi, at virksomhederne jf. figur 1 kan opnå en indtjeningsvækst på 15-20 pct. i 2017. Det er især de cykliske sektorer, som driver dette, og energi- og finanssektoren står for op imod halvdelen af fremgangen. Energisektoren oplevede et kol-

laps i indtjeningen i 2016 pga. den faldende oliepris, så effekten i 2017 er en normalisering efter olieprisens stabilisering omkring USD 50 pr. tønde. Optimismen på vækst- og indtjeningsfronten er forklaringen på de stigende aktiemarkeder trods den stigende politiske usikkerhed efter valget af Trump og Berxit. Vi tror, at de positive tendenser kan fortsætte gennem 2017. En afgørende faktor er dog centralbankernes reaktion på de bedre vækstudsigter. Hertil kommer, at arbejdsmarkedet strammer til i USA, hvor arbejdsløsheden er nede på 4,5 pct. Inflationen er aktuelt lidt over 2 pct., men pilen begynder at pege opad.

De globale centralbanker fører fortsat en meget lempelig pengepolitik, hvilket er en vigtig støttefaktor for aktiemarkedene. Den amerikanske centralbank (Fed) er dog i gang med langsomt at normalisere pengepolitikken, hvor den korte styrerente i marts blev hævet med 0,25 pct. til 0,75-1,0 pct. Desuden har Fed gennem sine tre QE-operationer efter finanskrisen udvidet balancen fra omkring 6 pct. af BNP til lige under 25 pct. af BNP. Dette har skabt en pengeregighed, som er uholdbar, særligt hvis der for alvor kommer gang i økonomien, og bankernes udlån begynder at stige. Derfor har Fed en udfordring i forhold til at normalisere deres balance. Vi forventer, at Fed vil prøve at balancere renteforhøjelserne og reduktionen af deres obligationsbeholdninger i et moderat tempo, så negative påvirkninger på økonomien og aktiemarkedet begrænses. Dette bliver dog ikke en let balancegang, som utvivlsomt vil give turbulens på aktiemarkedene de kommende år.

De seneste 6-9 måneder har det særligt været de cykliske og såkaldte value-aktier, som har gjort det bedst. Dette er karakteristisk, når indtjeningen i virksomhederne tager fart, som vi ser i øjeblikket. Som figur 1 viser, tyder det dog på, at indtjeningsvæksten vil toppe i anden halvdel af 2017. Dette kan samtidigt være signalet til, at investorerne i mindre grad søger de konjunkturafhængige selskaber, men i stigende grad søger mod de mere tematiske og strukturelt voksende selskaber, som vores porteføljer typisk er overvægtet i.

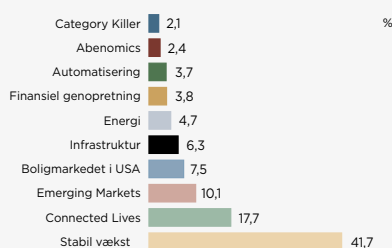
EN GOD INVESTERING KRÆVER ET GLOBALT UDSYN

Siden 1990 har vi leveret langsigtet værdi og vækst til vores kunder ved at analysere investeringer og muligheder gennem et globalt udsyn. I en stadig mere forbundet verden er dette globale udsyn nøglen til gode investeringsbeslutninger. Vores globale indsigt, kombineret med en langsigtet strategi og solid investeringserfaring, gør det muligt for os at udvælge de bedste aktier i verden. Dette er fundamentet for gode langsigtede investeringsresultater, uanset hvor mulighederne befinder sig. For holdbare investeringer - C WorldWide.



Globale Aktier

Temaoversigt pr. 31.03.2017



Status på kvartalet

Aktiemarkederne fortsatte deres positive fremmarch trods stigende politisk usikkerhed efter valget af Trump og Brexit. Årsagen er, at optimismen er høj, og de fleste nøgletal peger på økonomisk fremgang i alle de store globale økonomier. Afkast for afdeling Globale Aktier KL var 7,8 pct., hvilket var over det generelle aktiemarked (MSCI AC World), der steg 5,4 pct. Afkastet blev hjulpet godt på vej af stigninger i de to største investeringer, Visa og den indiske realkreditbank HDFC. Ligeledes var der gode afkast fra tobaksaktierne BAT og Philip Morris International samt fra Facebook, der fortsat oplever høj vækst på onlineannoncer. Eneste skuffelse var L Brands, der som resten af detailhandelsindustrien har udfordringer med svigtende salg og indtjening.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Vi har øget vægten af selskaber, der drager fordel af den stigende aktivitet, og som har udsigt til mangeårig strukturel vækst. Det gælder bl.a. CRH inden for infrastruktur, Atlas Copco inden for kompressor- og vakuumløsninger til industrien samt Siemens med deres digitale fabrik. Stigende politisk usikkerhed gør dog, at vi beholder afdelingens base af store stabile vækstselskaber, som pt. udgør knap halvdelen af porteføljen. Detailhandlens problemer er delvist opstået som følge af e-handlens eksplosive udvikling. Denne fremgang har afdelingens investorer eksponering til via væksttemaet ”Connected lives”, som omfatter Amazon, Facebook, Alphabet og nu også Priceline. På nuværende tidspunkt har afdelingens investeringer en forventet gennemsnitlig indtjeningsvækst på 11-12 pct. årligt. Det er denne indtjeningsvækst, som skal være drivfaktoren for fremtidige kursstigninger. Den vigtigste forudsætning for en positiv udvikling er en stærk amerikansk økonomi, samt at Euroen og EU ikke bryder sammen. Afdelingen har ingen investeringer inden for rendyrket telekommunikation og offentlige værker.

Omlægninger

I kvartalet blev apotekerkæden **CVS** byttet ud med **Thermo Fisher**, hvis fokus på medicinsk udstyr til forskningsindustrien er mindre udsat for politisk indblanding og har gode vækstmuligheder. Resten af tobaksvirksomheden **Reynolds** blev solgt og geninvesteret i Philip Morris og Siemens. Salg af førnævnte **L Brands** og **Vivendi** gav plads til **Atlas Copco** og onlinerejsebureauet **Priceline**, der oplever stærk vækst i bl.a. Europa, hvor selskabet har en markedsandel på over 50 pct. blandt reservationer på de uafhængige hoteller. En gammel kending i afdelingen fra 1999-2000, **Softbank**, er atter at finde i porteføljen. Deres ejerskab af Alibaba og ARM giver Softbank en unik eksponering til kinesisk e-handel og ”internet of things”, ligesom deres USD 100 mia. Vision Fund er ved at tage form.

Risikomærkning

Læs mere om risikomærkning på www.cww.dk

Fondskode Udbytte afd.	DK0010157965
Afdelingens start:	30.06.1990
Fondskode Akk. afd.	DK0060655702
Afdelingens start:	15.12.2015

Nøgletal 31.03.17

	Udbytte afd.	Akk. afd.
Formue (i 1.000 kr.)	3.845.120	197.501
Cirkulerende andele stk.	5.208.271	1.887.259
Udbytte	44,50	0,00
Indre værdi	738,27	104,65
Officiel kurs	743,00	104,50

Investeringsfilosofi

Det er muligt at investere i afdeling Globale Aktier KL via en udbyttebetalende eller en akkumulerende afdeling.

Afdelingens målsætning er at skabe langsigtet høj værditilvækst, der overstiger markedsafkastet med moderat risiko på niveau med eller under markedsrisikoen. Investeringsfilosofien adskiller sig ved at være meget fokuseret. Afdelingen investerer i 25-30 nøje udvalgte selskaber, som over en årrække har store muligheder for at udvikle sig positivt. Det er vores erfaring, at få selskaber giver mulighed for et indgående kendskab til hvert enkelt selskab, hvorved risikoen bedre kan kontrolleres. Vi arbejder målrettet på at forstå fremtidens trends. Men endnu vigtigere er det at være forberedt på fremtiden med en robust portefølje af unikke enkeltaktier.

Afdelingen investerer i børsnoterede selskaber og har ingen geografiske eller sektormæssige afgrænsninger. Afdelingens forvaltere indgår i et tæt samarbejde med forvalterne af foreningens øvrige afdelinger.

Læs mere på: www.cww.dk/ga

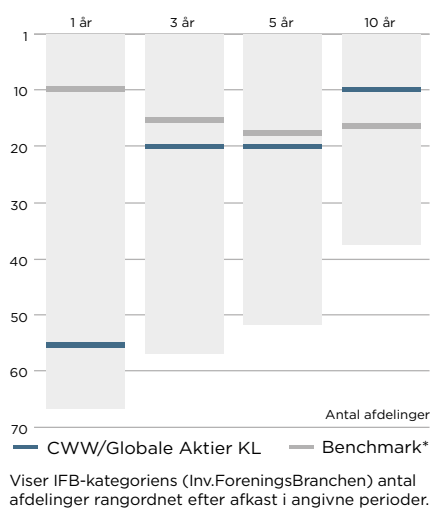
Afkast i pct./Merafkast i pct.point	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
C WorldWide Globale Aktier KL	14,3	47,2	85,4	90,6	10,6
Benchmark*	22,3	48,9	86,0	77,8	6,9
Globale Aktier KL merafkast ift. benchmark*	-8,0	-1,7	-0,6	12,8	3,7

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	13,1	11,3	13,4	15,8
Std.afv. % p.a. benchmark*	11,6	10,0	13,4	15,2
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	1,0	1,1	0,4	0,4

Afkastudvikling (start indeks 100)



Placering i IFB's afkaststatistik



Aktieporteføljen pr. 31.03.2017

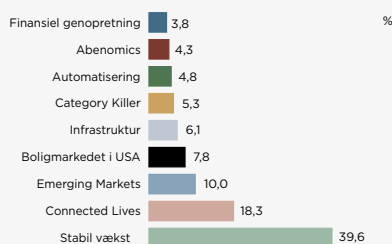
	USA & Canada	Storbritannien	Kontinental-europa	Pacific	Emerging Markets	Total	Benchmark*
Energi		Royal Dutch Shell				4,7	6,7
Råvarer	Ecolab		CRH			6,2	5,3
Industri og service			Siemens Atlas Copco			6,4	10,7
Forbrugsgoder - cykliske	Amazon Home Depot Priceline Group			Bridgestone		11,8	12,1
Forbrugsgoder - defensive	Philip Morris Intl.	British American Tobacco	Nestlé			13,1	9,5
Medicinal	Gilead Sciences Thermo Fisher Scientific		Bayer Novo Nordisk			10,3	11,1
Finans	Citigroup First Republic Bank Wells Fargo			AIA Group	HDFC	21,5	18,4
Informations-teknologi	Alphabet Facebook Visa			Keyence	Taiwan Semiconductor	22,8	16,4
Telekommunikation				Softbank		1,3	3,4
Koncessioneret service						0,0	3,2
Ejendomme				Sun Hung Kai		1,9	3,2
Total	48,8	10,1	16,4	13,5	11,2	100,0	-
Benchmark*	56,4	5,8	15,1	11,7	11,0	-	100,0

* Benchmark er pr. 1.1.2010 ændret fra MSCI World til MSCI AC World inkl. geninvesterede nettoudbytter omregnet til DKK.



Globale Aktier Etik

Temaoversigt pr. 31.03.2017



Status på kvartalet

De globale aktiemarkeder målt ved MSCI's globale indeks, gav et positivt afkast på 5,4 pct. i årets første kvartal. Globale Aktier Etik KL gav tilsvarende et positivt afkast på 6,5 pct., hvilket var 1,1 pct. bedre end benchmark. Afdelingens performance var bl.a. drevet af den fortsatte positive udvikling på aktiemarkederne. Trods stigende politisk usikkerhed efter valget af Trump og Brexit er optimismen høj, og de fleste nøgletal peger på økonomisk fremgang i alle de store økonomier.

Porteføljens investeringer i Visa og Facebook var blandt de væsentligste bidragsydere til porteføljens positive afkast, og desuden bidrog porteføljens største eksponering indiske HDFC endnu engang ganske positivt til porteføljens afkast. Eneste større skuffelse i kvartalet var L Brands, der i lighed med resten af detailhandelsindustrien har udfordringer med svigtende salg og indtjening.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Afdelingens fundament udgøres af stabile vækstsekskaber, som er karakteriseret ved en stærk markedspositionering og en stærk ledelse. Foruden de stabile vækstsekskaber investerer afdelingen i unikke sekskaber, der drager fordel af medvinden fra en række strukturelle vækstområder bl.a. inden for teknologiområdet.

Afdelingens etiske profil betyder, at vi ikke har investeret i tobaksselskaberne BAT og Philip Morris, som afdeling Globale Aktier KL har investeret i. Vi er heller ikke investeret i Royal Dutch Shell og Siemens, som afdeling Globale Aktier KL har investeret i. I stedet har vi købt Nike, Shimano, Skanska og Unilever.

Omlægninger

I årets første kvartal solgte vi **CVS**, **Vivendi**, **L Brands** samt **Roche** og købte i stedet de to amerikanske sekskaber **Thermo Fisher**, der producerer medicinsk udstyr til bl.a. forskningsindustrien og online rejsebureauet **Priceline Group**. Desuden købte vi det japanske holdingselskab **Softbank**, som har mere end 1.300 datterselskaber bl.a. Yahoo Japan og Alibaba. Endelig valgte vi at investere i den svenske industrivirksomhed **Atlas Copco**, der bl.a. producerer kompressorer.

Risikomærkning

Læs mere om risikomærkning på www.cww.dk

Fondskode

DK0060287217

Afdelingens start: 07.03.2011

Læs mere på: www.cww.dk/etik

Nøgletal

31.03.17

Formue (i 1.000 kr.)	467.559
Cirkulerende andele stk.	4.075.622
Udbytte	0,00
Indre værdi	114,72
Officiel kurs	113,60

Investeringsfilosofi

Afdelingens målsætning er at skabe langsigtet høj værditilvækst, der overstiger markedsafkastet med en moderat risiko på niveau med eller under markedsrisikoen.

Afdelingen investerer fortrinsvis i danske og udenlandske aktier eller aktiebaserede værdipapirer. Afdelingen investerer i selskaber, som, vi vurderer, har en samfundsansvarlig adfærd.

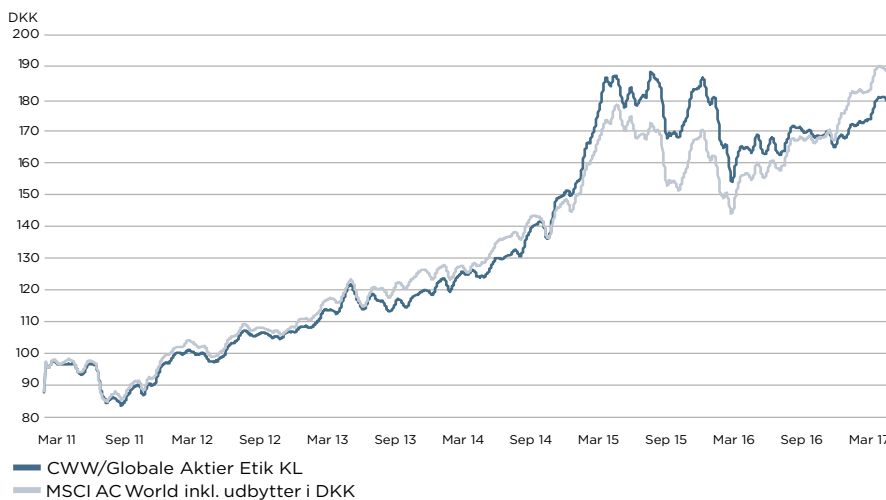
Herudover vil afdelingen ikke investere i selskaber, som har en betydelig del af deres aktiviteter inden for produktion, distribution eller salg af alkohol, tobak, pornografi, hasardspil, våben eller teknologiske produkter, som specifikt anvendes til våben.

Afdeling Globale Aktier Etik KL har samme investeringsproces som afdeling Globale Aktier KL, men inden der investeres i et nyt selskab, screenes selskabet af en ekstern konsulent, som sikrer, at selskaberne i porteføljen overholder internationale konventioner og normer samt udviser sociale- og miljømæssige hensyn.

Afkast i pct./Merafkast i pct.point	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
C WorldWide Globale Aktier Etik KL	10,3	43,6	82,8	-	10,5
Benchmark*	22,3	48,9	86,0	-	11,4
Globale Aktier Etik KL merafkast ift. benchmark*	-12,0	-5,3	-3,2	-	-0,9

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	12,9	10,8	-	11,3
Std.afv. % p.a. benchmark*	11,6	10,0	-	10,5
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	0,9	1,1	-	0,9

Afkastudvikling (start indeks 100)



Aktieporteføljen pr. 31.03.2017

	USA & Canada	Storbritannien	Kontinental-europa	Pacific	Emerging Markets	Total	Benchmark*
Energi						0,0	6,7
Råvarer	Ecolab		CRH			7,7	5,3
Industri og service			Atlas Copco Skanska			5,6	10,7
Forbrugsgoder - cykliske	Amazon Home Depot Nike Priceline Group			Bridgestone Shimano		17,0	12,1
Forbrugsgoder - defensive			Nestlé Unilever			7,9	9,5
Medicinal	Gilead Sciences Thermo Fisher Scientific		Bayer Novo Nordisk			11,5	11,1
Finans	Citigroup First Republic Bank Wells Fargo			AIA Group	HDFC Bank	21,8	18,4
Informations-teknologi	Alphabet Facebook Visa			Keyence	Taiwan Semiconductor	24,8	16,4
Telekommunikation				Softbank		1,7	3,4
Koncessioneret service						0,0	3,2
Ejendomme				Sun Hung Kai		2,0	3,2
Total	48,7	0,0	22,8	16,9	11,6	100,0	-
Benchmark*	56,4	5,8	15,1	11,7	11,0	-	100,0

* Benchmark er MSCI AC World inkl. geninvesterede nettoudbytter omregnet til DKK.



Stabile Aktier

Status på kvartalet

De globale aktiemarkeder fortsætter den positive fremgang med stigende tiltro til, at virksomhederne kan øge indtjeningen i 2017 efter to år med svag indtjeningsfremgang. Blandt de største usikkerhedsfaktorer er den øgede politiske usikkerhed ifm. valgene i Frankrig og Tyskland samt den uforudsigelige dagsorden i USA. Den positive økonomiske udvikling kan skabe grobund for stigende renter. Dette er ikke nødvendigvis negativt, så længe det sker i et moderat tempo, der ikke påvirker den økonomiske vækst dramatisk. Afdelingens afkast i kvartalet blev 2,9 pct., mens indekset med stabile aktier steg 4,3 pct. De virksomheder, som afdelingen er investeret i, har generelt leveret solide regnskaber i Q1.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Afdelingen investerer i selskaber med en stærk markedsposition og en stabil forretningsmodel. Selskabernes indtjening er derfor mindre afhængig af konjunkturudviklingen. For at sikre porteføljens stabilitet ved markedsudsving, finder vi forskelligartede investeringer. Det er baggrunden for, at porteføljen må forventes at have mindre kursudsving end det globale aktiemarked generelt. Vi har eksempelvis investeret i amerikanske Ingredion, der laver naturlige smagsingredienser til fødevarerindustrien. Selskabet er godt eksponeret ift. forbrugernes øgede efterspørgsel efter sundere fødevarer uden brug af kunstige ingredienser (e-numre). Vi forventer, at selskabet vil supplere den stabile organiske vækst med mindre opkøb de kommende år. I Hong Kong har vi investeret i et af de førende teleselskaber HKT Trust, der generer en stabil og let stigende indtjening og udbetaler over 6 pct. i udbytte.

Omlægninger

Vi lægger vægt på, at selskaberne med stor sikkerhed formår at øge indtjeningen år efter år, da det skaber fundamentet for værditilvækst. Vi har bl.a. købt den canadiske bank **Toronto-Dominion Bank**, da vi ser, at den økonomiske vækst i Canada er i bedring efter to svage år. Banken får ca. 80 pct. af indtjeningen fra detailbankaktiviteter i Canada og USA, som vil få gavn af stigende renter via stigende rentemarginaler. Banken har en stærk kapitalposition, der kan sikre udlånvækst samt betale et attraktivt udbytte. Derudover har vi købt supermarkeds kæden **Ahold-Delhaize**, der har en førende markedsandel i Holland og Belgien og ca. 60 pct. af omsætningen i det østlige USA. Fusionen mellem Ahold og Delhaize ser ud til at forløbe godt, hvilket blev cementeret ved en solid organisk vækst i det seneste regnskab. Selskabet har en høj indtjening og udbetaler over 7 pct. til aktionærerne igennem udbytter og aktietilbagekøb. Vi har valgt at sælge amerikanske **Vantiv**, der udvikler elektroniske betalingssystemer, da vi vurderede, at aktien var blevet for dyr.

Risikomærkning

Læs mere om risikomærkning på www.cww.dk

Fondskode

DK0010312529

Afdelingens start: 01.10.2014

Læs mere på: www.cww.dk/stabil

Nøgletal

31.03.17

Formue (i 1.000 kr.) 198.307

Cirkulerende andele stk. 1.390.393

Udbytte 0,70

Indre værdi 142,63

Officiel kurs 142,00

Investeringsfilosofi

Afdelingens målsætning er at skabe et højere afkast end MSCIs globale indeks for stabile aktier og samtidig holde en risiko, der er lavere end på det globale aktiemarked.

Vi håndplukker 40-60 selskaber, der hovedsageligt tilhører den fjerdedel af det globale aktiemarked med lavest kursudsving. I udvælgelsesprocessen har vi fokus på selskaber, som opfylder tre kriterier: 1) har en stabil og holdbar forretningsmodel 2) kan købes til en attraktiv pris 3) er inde i en positiv udvikling.

Den samlede portefølje er diversificeret på lande og sektorer for at skabe robusthed over for pludselige markedsudsving.

Afdelingens ansvarlige porteføljeformidlere indgår i et tæt og åbent samarbejde med formidlere af forningens øvrige afdelinger.

Afdeling Stabile Aktier KL er velegnet for den langsigtede investor, som ønsker et godt aktieafkast men samtidig en lavere risiko end på det generelle aktiemarked.

Afkast i pct./Merafkast i pct.point	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
C WorldWide Stabile Aktier KL	11,6	-	-	-	11,9
Benchmark*	14,2	-	-	-	15,6
Stabile Aktier KL merafkast ift. benchmark*	-2,6	-	-	-	-3,7

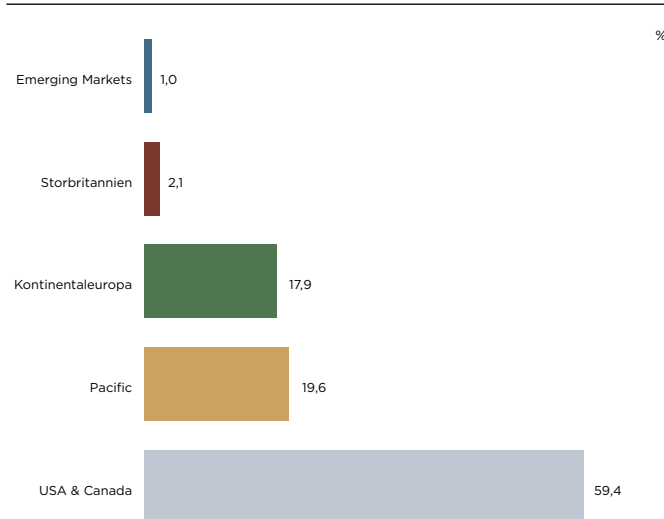
Risiko (forventet)	Stabile Aktier	Benchmark*	MSCI AC World
Std.afv. % (beregnet)	13,1	12,4	14,3
Beta i fht. benchmark*	1,0	-	-
Beta i fht. MSCI All Country World	0,9	-	-

* Benchmark er MSCI ACWI Minimum Volatility inkl. geninvesterede nettoudbytter omregnet til DKK.

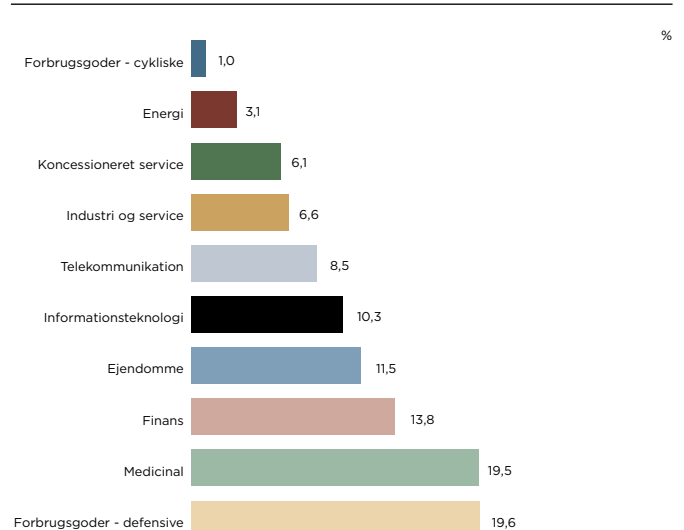
Afkastudvikling (start indeks 100)



Geografisk fordeling af porteføljen pr. 31.03.17



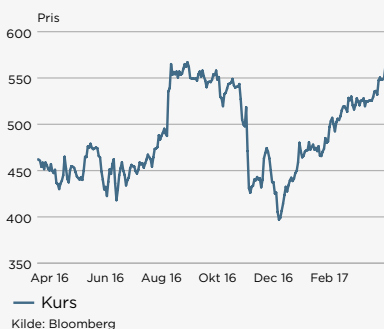
Sektorfordeling af porteføljen pr. 31.03.17





Danmark

Kursudvikling Vestas



Status på kvartalet

Det danske aktiemarked steg med 8,0 pct. i 1. kvartal. Til sammenligning steg afdeling Danmark KL 9,2 pct. og outperformede det danske aktiemarked med 1,2 procentpoint. De største bidragsydere kom fra de overvægtede positioner i Vestas, G4S, og FLSmidth. En større ordreindgang og stigende tro på, at Trump ikke ændrer ved PTC'en (støtteordning til vindmølleindustrien), drev Vestas-aktien opad. De største positive bidrag til merafkastet fra vores undervægtede positioner kom fra Københavns Lufthavne, Nets og DONG. For Nets har stigende konkurrence på elektroniske betalinger tynget aktien siden børsnoteringen. Vi er fortsat skeptiske på Nets indtjeningssevne og er derfor ikke eksponeret til selskabet. Negative bidrag kom fra Pandora, Novozymes og Lundbeck. Pandora frygter pt. for, at smykkemarkedet særligt i USA er ved at stagnere. Vi tror fortsat, at Pandora kan øge indtjeningen, hvorfor vi beholder vores overvægt i aktien. Generelt leverede selskaberne pæne helårsregnskaber. Dog skuffede Novo Nordisk ved at udvide spændet i indtjeningsforventningerne for 2017 til -1 pct. til +4 pct. fra tidligere +1 pct. til +3 pct. Dette tog investorerne negativt, og aktien har nu udviklet sig dårligere end de globale pharma-aktier. Vi tror fortsat, at Novo Nordisk vil kunne øge den langsigtede indtjeningsvækst, og at 2017 vil blive lavpunktet i væksten. Selskabets markedsposition er uforandret stærk, og med selskabets produkter under udvikling er der et potentiale for vækst fra 2019 og fremover.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Porteføljen er overvægtet med ca. 11 procentpoint i cykliske aktier og undervægtet med ca. 13 pct. i defensive aktier, mens 2 pct. er i kontanter. Den cykliske overvægt er fordelt 50/50 mellem bank- og industriaktier. Undervægten af defensive aktier stammer fra en selskabsspecifik undervægt af Dong, Lundbeck, Novozymes og TDC og er således ikke drevet af en overordnet holdning til de to aktivklasser.

Omlægninger

Vi har sænket vægten i Nordea og købt Jyske Bank og Sydbank i stedet. De mindre banker er billigere og har større potentiale. Vi har valgt fortsat at have en overvægt af aktier i banksektoren pga. de relativt store udbyttebetalinger. Vi har sænket vores eksponering til Topdanmark og Tryk pga. en høj vurdering og stigende usikkerhed om indtjeningsvnen. Især bilforsikring, tror vi, bliver udsat for øget konkurrence og lavere priser. Vi har øget beholdningen i Novo Nordisk i takt med, at aktien har underperformat markedet. Finansieringen kommer fra reduktion i Vestas og GN Store Nord. Novo Nordisk-aktien er blevet billig pga. frygten for prispresset i særligt USA. Vi tror, at markedet nu har indregnet prispresset, og derfor er vi fortsat positive på aktien.

Risikomærkning

Læs mere om risikomærkning på www.cww.dk

Fondskode

DK0010249655

Afdelingens start: 23.12.1998

Læs mere på: www.cww.dk/da

Nøgletal

31.03.17

Formue (i 1.000 kr.)	936.856
Cirkulerende andele stk.	3.221.371
Udbytte	23,70
Indre værdi	290,83
Officiel kurs	292,50

Investeringsfilosofi

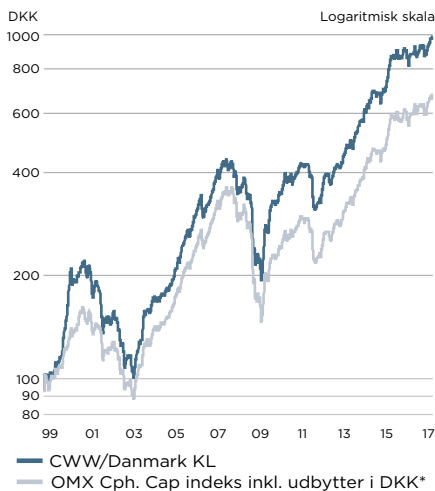
Afdelingens målsætning er at skabe en langsigtet høj værditilvækst, der overstiger markedsafkastet med en moderat risiko på niveau med eller under markedsrisikoen. Den stigende internationalisering af markederne har en betydelig effekt på det danske aktiemarked, hvilket medfører, at specielt de større danske aktier i høj grad prisfastsættes af internationale investorer. Derfor er det vigtigt at forstå de internationale trends, som påvirker de udenlandske investorers adfærd.

Afkast i pct./Merafkast i pct.point	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
C WorldWide Danmark KL	13,3	58,0	160,2	154,3	13,5
Benchmark*	15,3	55,5	156,5	111,9	11,1
Danmark KL merafkast ift. benchmark*	-2,0	2,5	3,7	42,4	2,4

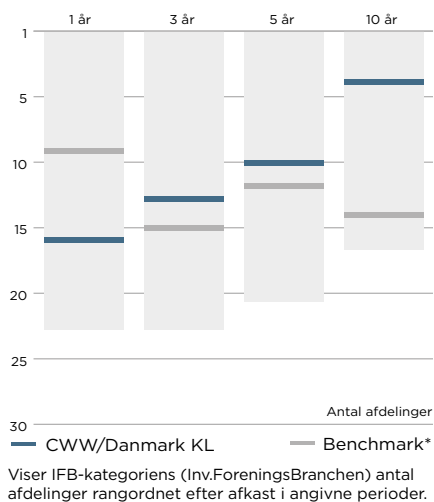
Risiko

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	11,9	11,7	18,8	19,1
Std.afv. % p.a. benchmark*	12,0	11,5	18,4	17,2
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	1,3	1,6	0,4	0,5

Afkastudvikling (start indeks 100)



Placering i IFB's afkaststatistik



Erfaringerne fra afdeling Globale Aktier KL har vist, at en portefølje med få aktier giver mulighed for et mere indgående kendskab til hver enkelt aktie. Risikoen i porteføljen kan kvalitativt holdes på et lavt niveau, når vi sikrer, at kvaliteten er høj i hver enkelt aktie. Disse erfaringer drager vi nytte af ved forvaltning af afdeling Danmark KL. Afdelingens ansvarlige porteføljeforvaltere indgår i et tæt og åbent samarbejde med forvalterne af foreningens øvrige afdelinger. Afdelingen investerer fortrinsvis i selskaber noteret på OMX Den Nordiske Børs København.

Aktieporteføljen pr. 31.12.2016

	Cyklisk vækst	Stabil vækst	Finansiell vækst	Total	Benchmark*
Energi				0,0	0,1
Råvarer				0,0	6,7
Industri og service	A.P. Møller-Mærsk DSV FLSmidth G4S ISS NKT Rockwool Intl. Vestas Wind Systems			32,3	28,6
Forbrugsgoder - cykliske	North Media Pandora			8,5	5,2
Forbrugsgoder - defensive		Carlsberg Chr. Hansen Holdning Matas		8,3	7,1
Medicinal		Coloplast Genmab GN Store Nord Novo Nordisk William Demant		25,2	26,2
Finans			Danske Bank Jyske Bank Nordea Sydbank Topdanmark Tryg	21,7	17,4
Informationsteknologi	SimCorp			3,6	2,2
Telekommunikation				0,0	1,4
Koncessioneret service		Dong Energy		0,4	4,6
Ejendomsselskaber				-	0,5
Total		44,4	33,9	21,7	100,0

* Benchmark består fra 1. januar 2004 af OMX Cph. Cap indeks inkl. udbytter i DKK. Tidligere var benchmark KAX Totalindeks ekskl. udbytter.



Asien

Status på kvartalet

Første kvartal blev en god periode for aktieinvestorer generelt og særligt for investorer i afdeling Asien KL. Afdelingen steg med 14,7 pct. i forhold til et markedsafkast på 11,8 pct., hvilket er tilfredsstillende. Positive økonomiske nøgletal fra Kina har været en af årsagerne til kursstigningerne. Også i Indien er væksten tiltaget efter den umiddelbare negative markedsreaktion på pengeombytningen i november 2016. Afdelingens merafkast er især skabt i Kina/Hong Kong og Indien. På sektorniveau har eksponeringen inden for smartphone-relaterede aktier og kinesiske ejendomsaktier påvirket det relative afkast positivt.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

I kvartalet har vi øget beholdningerne i cykliske sektorer, herunder cement, kemi og finans. I marts besøgte vi Singapore, Indonesien og Thailand. Særligt ser infrastrukturinvesteringer ud til at have momentum i både Indonesien og Thailand. Vi ser også det netop afsluttede skatte-amnesti i Indonesien som et startskud til et øget privatforbrug.

Den økonomiske usikkerhed i Indien, forårsaget af pengeombytningen i november, aftog i løbet af kvartalet. Den negative påvirkning på selskabsniveau har været lavere end frygtet af markedet, og aktiekurserne er steget kraftigt. Vi har dog efterfølgende reduceret en smule i dyre aktier. I Kina overrasker en række økonomiske nøgletal det generelt skeptiske aktiemarked, og vi ser en række positive regnskabstal fra kinesiske selskaber, hvor især ejendomsselskaber har klaret sig godt.

Omlægninger

I første kvartal har vi foretaget en del omlægninger. Vi har øget i cykliske aktier med køb af **Anhui Conch** (kinesisk cementselskab), **Lotte Chemical** (koreansk kemiselskab), **Hindustan Zinc** (indisk råvareselskab), **Ping An Insurance** (kinesisk forsikringselskab) og **CIMB** (malaysisk bank). I ejendomssektoren i Kina begynder væksten at brede sig ud til de mindre byer, og derfor har vi købt en mindre position i **China Overseas Grand Ocean**. Købene er finansieret ved salg i Kina af **Beijing Clean Energy**, da den største del af transformation til gas i Beijing er sket, **Sinopec Kanton**, **Sound Global** og en mindre reduktion i Sunny Optical oven på kraftige stigninger. I Indien har vi solgt **Voltas** pga. øget konkurrence og prispres på airconditionanlæg, **Crompton Greaves Consumer** pga. dyr prisfastsættelse og en reduktion i Eicher Motors pga. en dyr prisfastsættelse. I Korea har vi solgt **Kolao**, da selskabet leverede skuffende resultater. I Indonesien har vi solgt **Indocement** pga. et øget udbud fra kinesiske og thailandske konkurrenter. I Taiwan har vi reduceret en smule i Largan efter kraftige kursstigninger.

Risikomærkning

Læs mere om risikomærkning på www.cww.dk

Fondskode **DK0060057644**

Afdelingens start: 07.12.2006

Læs mere på: www.cww.dk/asien

Nøgletal

31.03.17

Formue (i 1.000 kr.) 791.767

Cirkulerende andele stk. 4.359.615

Udbytte 0,00

Indre værdi 181,61

Officiel kurs 182,40

Investeringsfilosofi

Afdelingens målsætning er at skabe langsigtet høj værditilvækst for den tålmodige investor. En værditilvækst, der overstiger markedsafkastet med en moderat risiko på niveau med eller under markedsrisikoen.

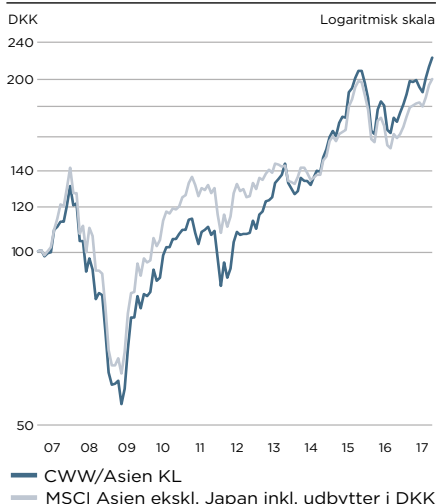
Afdelingens investeringsfilosofi er at kombinere langsigtede trends og kortsigtede temaer med dybdegående aktieudvælgelse. Grundet Asiens specielle markedsstruktur vil antallet af aktier normalt udgøre 35-70. Porteføljen vil typisk være sammensat af en række større og mindre selskaber. Det er vores erfaring, at det er vigtigt med eksponering til dette segment af markedet for at drage investeringsmæssig fordel af den asiatiske væksthistorie. Afdelingen er endvidere karakteriseret ved fokusering gennem et mindre udvalg af nøje analyserede temaer. Afdelingen investerer i børsnoterede selskaber i Asien ekskl. Japan.

Afkast i pct./Merafkast i pct.point	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
C WorldWide Asien KL	27,0	57,8	104,2	119,6	8,2
Benchmark*	24,9	47,2	57,1	100,6	7,5
Asien KL merafkast ift. benchmark*	2,1	10,6	47,1	19,0	0,7

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	16,7	14,6	20,0	19,7
Std.afv. % p.a. benchmark*	14,9	13,0	19,2	18,9
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	0,9	1,0	0,3	0,3

*Benchmark er MSCI AC Asia ex. Japan inkl. geninvesterede nettoudbytter i DKK.

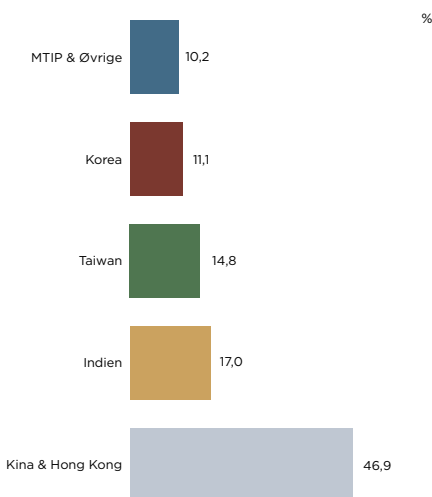
Afkastudvikling (start indeks 100)



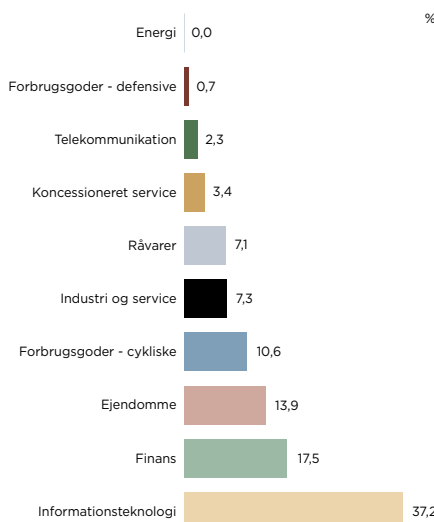
Placering i IFB's afkaststatistik



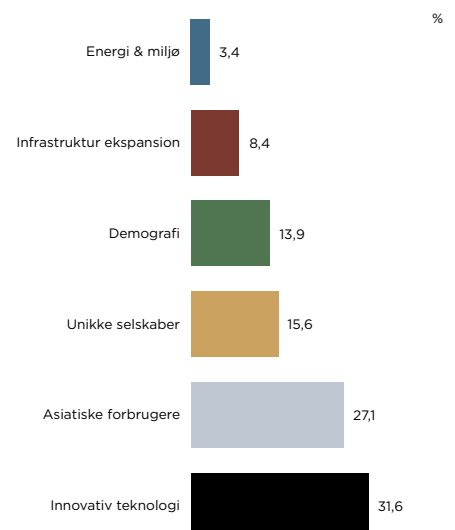
Geografisk fordeling af porteføljen pr. 31.03.17



Sektorfordeling af porteføljen pr. 31.03.17



Tematisk fordeling af porteføljen pr. 31.03.17





Emerging Markets

Status på kvartalet

Kvartalet var præget af optimisme om den globale vækst, hvilket opvejede den politiske usikkerhed om stigende protektionisme. Derudover blev afdeling Emerging Markets KL understøttet af stabiliseringen af den amerikanske dollar og den lempelige tone fra den amerikanske centralbank ifm. rentestigningen i marts.

Afdelingen leverede et afkast på 12,3 pct., hvilket var 2,4 procentpoint over markedet, der steg 9,9 pct. Den økonomiske usikkerhed i Indien forårsaget af pengeombytningen i november aftog i løbet af kvartalet. Derudover fremlagde den indiske regering et budget, der understøtter privatforbruget i Indien. Indiske aktier gav derfor et pænt afkast i kvartalet, og HDFC Bank og Bharat Financial var to af de største bidragsydere til afkastet. Det mest positive bidrag kom fra Sunny Optical. Selskabet fortsætter med at levere stærke resultater. Efterspørgslen efter kameratelefoner af høj kvalitet til smartphone-segmentet er fortsat stor. Samtidigt er der et voksende behov for kameraer til biler. Sunny Optical er stærkt positioneret ift. begge vækstområder. Sberbank var den største negative bidragsyder, som indirekte blev påvirket af den svage oliepris i kvartalet.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Porteføljen er sammensat af selskaber, der har en stærk finansiel position og ledelse samt en solid forretningsmodel, der ideelt set understøttes af strukturelle vækst drivere. Vi vurderer, at forbrugsvækst i udviklingslandene og elektrificering af biler aktuelt er blandt de mest interessante væksttemaer. Der er overordnede usikkerheder i en række udviklingsøkonomier, men vi fokuserer på de lande, hvor der er gode rammer for vækst, samt de mest solide væksttemaer og selskaber.

Omlægninger

I løbet af kvartalet købte vi bl.a. **Anhui Conch** og **Ping An** i Kina, **Ramco Cements**, **ICICI Bank**, **Adani Ports** og **Gruh Finance** i Indien samt **CIMB** i Malaysia. Anhui Conch er eksponeret til de reformer, der sker på udbudssiden. Ping An er eksponeret til øget udbredelse af forsikringer i Kina. Samtidigt ser vi mindre konkurrence og højere renter, som vil understøtte væksten i de kommende år. Vi vurderer, antallet af nødlidende lån i ICICI og CIMB er på vej ned. Ramco, Adani og Gruh er godt eksponerede til en bedring i den indiske økonomi i deres respektive sektorer. Førnævnte køb blev finansieret af salget af **Filinvest**, **Siam Cement**, **Ascendis**, **Crompton Greaves Consumer**, **Voltas**, **Moscow Exchange** og **Ienova**. Disse blev solgt pga. øget konkurrence og forringede vækstudsigter.

RisikomærkningLæs mere om risikomærkning på www.cww.dk**Fondskode****DK0015945166**

Afdelingens start: 01.10.2014

Læs mere på: www.cww.dk/em**Nøgletal****31.03.17**

Formue (i 1.000 kr.) 45.611

Cirkulerende andele stk. 194.991

Udbytte 0,00

Indre værdi 233,91

Officiel kurs 235,00

Investeringsfilosofi

Afdelingens målsætning er at skabe et langsigtet afkast, der er højere end markedsniveauet på emerging markets-aktier og samtidig holde en risiko, der er på niveau med eller lavere end risikoen på markederne i emerging markets.

Afdeling Emerging Markets KL investerer i aktier i emerging markets-lande eller aktier, hvor virksomhedens forretning relaterer sig til emerging markets-lande. Emerging markets er karakteriseret ved høje vækstrater drevet af reformer og en ung og voksende befolkning, som stræber efter at opnå den vestlige levestandard.

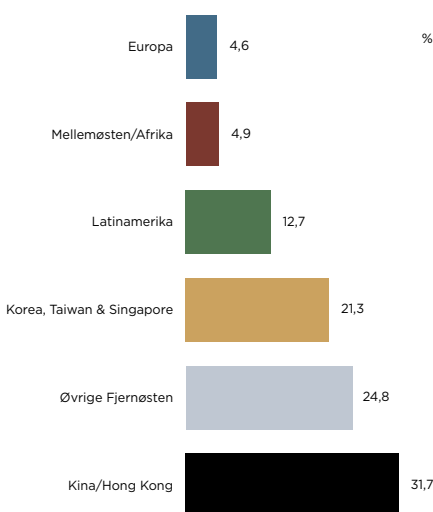
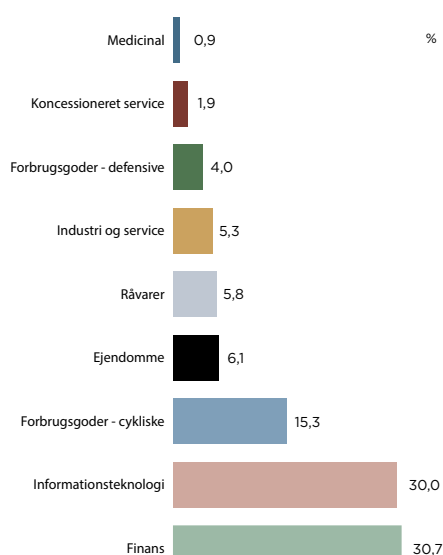
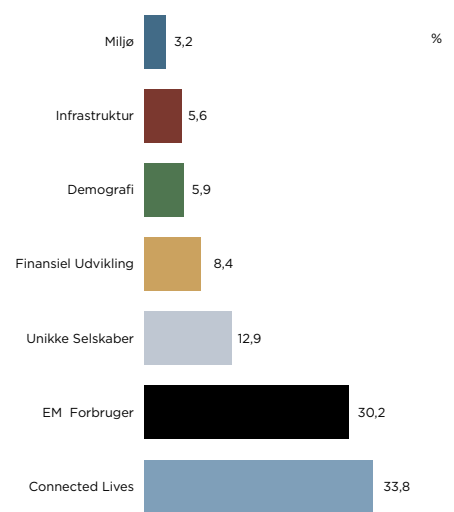
Investeringsfilosofien er at kombinere langsigtede trends og et mindre udvalg af mere kortsigtede temaer med dybdegående aktieudvælgelse. Afdelingens ansvarlige portefølje-forvaltere indgår i et tæt og åbent samarbejde med forvalterne af foreningens øvrige afdelinger.

Afdelingen er velegnet for langsigtede investorer som supplement til f.eks. afdeling Globale Aktier KL, og for investorer, som ønsker en direkte eksponering til væksttemaerne inden for emerging markets.

Afkast i pct./Merafkast i pct.point	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
C WorldWide Emerging Markets KL	21,3	-	-	-	7,5
Benchmark*	24,7	-	-	-	7,1
Emerging Markets KL merafkast ift. benchmark*	-3,4	-	-	-	0,4

Risiko (ingen data, da afdelingens levetid er under 3 år)	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	-	-	-	-
Std.afv. % p.a. benchmark*	-	-	-	-
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	-	-	-	-

* Benchmark er MSCI Emerging Markets inkl. geninvesterede nettoudbytter omregnet til DKK.

Afkastudvikling (start indeks 100)**Geografisk fordeling af porteføljen pr. 31.03.17****Sektorfordeling af porteføljen pr. 31.03.17****Tematisk fordeling af porteføljen pr. 31.03.17**

Én grundfilosofi – syv afdelinger

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

De fire globale afdelinger og afdeling Danmark KL kan generelt bruges som fundamentet i opbygningen af din aktieportefølje.

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

Modellen til højre viser, hvordan vores afdelinger kan bruges i en typisk portefølje.

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

Afdeling **Globale Aktier Etik KL** sætter etik og samfundsansvar højt. Investeringsprincipperne matcher afdeling Globale Aktier KL, men her lever investeringerne op til samfundsansvarlig adfærd efter internationale normer.

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

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

Afdeling **Asien KL** investerer i den asiatiske del af emerging markets. En investering i afdeling Asien KL giver din opsparing et solidt fodfæste i verdens p.t. stærkeste vækstlokomotiv. Kina fører an i regionen, og de gode vækstmuligheder skal især findes blandt Asiens mindre og mellemstore virksomheder. Ved at vælge

C WorldWides kerne- og vækstafdelinger



afdeling Asien KL får du fordelene af vores forvalteres store erfaring i at finde de rigtige aktier i netop denne region.

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

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

Investeringsforeningen C WorldWide

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 18. april 2017. Kvartalsorienteringen for 1. kvartal 2017 er udsendt til alle medlemmer den 31. april 2017.

Vi skal oplyse, at tallene i denne kvartalsorientering er historiske, og at tidligere afkast ikke kan anvendes som en pålidelig indikator for fremtidige afkast. Vi tager forbehold for trykfejl i kvartalsorienteringen. For yderligere oplysninger henvises til prospektet og central investorinformation for de enkelte afdelinger, som kan findes på www.cww.dk under menupunktet Publikationer.

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 C WorldWide 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 25 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 porteføljeforvaltning, 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.

STABILITET HANDLER OM FOKUS OG OM AT PRÆSTERE IGEN OG IGEN

INVESTERINGSFORENINGEN C WORLDWIDE

Dampfærgevej 26 · DK-2100 København Ø

Tlf: +45 35 46 35 46 · Fax: +45 35 46 36 00 · www.cww.dk