



WORLDWIDE

ASSET MANAGEMENT

Molnet Läget i halvtid?

PERSPEKTIV

Molnet

Läget i halvtid?

David Rindegren

Portföljförvaltare, C WorldWide Asset Management.

Viktiga lärdomar

- Vi är nu 20 år in i molnövergången, en övergång från att lagra data och köra beräkningar på företagens egna servrar till en modell för att hyra centraliserad IT-infrastruktur. I detta perspektiv beskriver vi sambandet mellan de stora marknadsvärdena för *hyperscale*-leverantörer¹⁾ deras stora adresserbara marknad, den starka tillväxten, deras dominerande marknadsposition och höga marginaler. En stigande vinsttillväxt, delvis på grund av pandemin som stärker den digitala ekonomin, och starka kursutvecklingar för våra innehav Amazon, Microsoft och Alphabet, har gjort att vi tittat djupare på läget på molnmarknaden. Efter att ha genomfört intervjuer med analytiker, it-chefer och konsulter är vår uppfattning att marknadsaktörer kan underskatta den totala adresserbara marknaden, och därmed varaktigheten i tillväxten hos molnleverantörerna. Utvecklingen drivs både av teknologier som IoT och självkörande bilar, men också av att de äldre systemen börjar flytta till molnet. Dessutom är riskerna, om än stigande, fortfarande hanterbara.

År 2003 samlades några Amazonchefer i Jeff Bezos hus för att brainstorma kring bolagets kärnkompetenser.

De kunde nog inte föreställa sig att det mötet skulle bli början på en omvandling av hela IT-branschen och det största infrastrukturprojekt som någonsin genomförts. Ett par år tidigare brottades Amazon med ineffektiv programvaruutveckling och förseningar i utvecklingen av tredjepartsplattformen Merchant.com. Problemet löstes inte förrän bolaget började dela ett antal API:er (Application Programming Interface) mellan sina team. Den viktigaste slutsatsen från brainstormingen var att bolaget nu – tre år senare – snabbt och effektivt klarade av att utveckla programvara med hjälp av gemensamma verktyg. Den här kompetensen kanske kunde skalas upp och säljas utanför bolaget? 2006 lanserades Amazon Elastic Compute Cloud, föregångaren till det som idag kallas Amazon Web Services (AWS). Resten är, som man brukar säga, historia.



**2006 lanserades
Amazon Elastic Compute
Cloud, föregångaren till
Amazon Web Services.
Resten är historia.**

En del av det ursprungliga namnet blev kvar, och de tjänster vi idag kallar "Cloud Services" har blivit en marknad värd 370 miljarder dollar. Det har snabbt förändrat det traditionella sättet att använda programvara, det vill säga på lokala servrar. Molnmarknaden kan i princip delas in i den mindre, privata molnmarknaden som värderas till 70 miljarder USD (där ett bolag anställer resurser som inte delas med något annat bolag

1) Hyperscale hänvisar till infrastrukturen som krävs för att effektivt skala upp från ett fåtal servrar till tusentals.

för att sammanställa och lagra data) och marknaden för publika moln värd 300 miljarder USD. I ett publikt moln levereras tjänsten via Internet och olika bolag delar framför allt resurser. Ofta kör de programvaran på samma server, men i separata "instanser". Detta gör det till en mycket skalbar verksamhet som också är kärnverksamheten för de tre molnjättarna Amazon, Microsoft och Alphabet. De brukar ofta kallas hyperscale-leverantörer på grund av deras enorma verksamhet. Det publika molnet kan i sin tur delas in i Software-as-a-Service (SaaS), en fragmenterad marknad där pionjärer som Salesforce.com och Adobe levererar helhetslösningar till slutkunderna, med allt från hårdvara till SaaS-leverantörernas egen programvara för slutanvändare. SaaS-leverantören kan antingen äga allt själv eller köpa hårdvara och nätverkstjänster från exempelvis en hyperscale-leverantör. Det Amazon lanserade var Infrastructure-as-a-Service (IaaS), en typ av stomme där nätverk och servrar kombineras med en programvarufunktion där olika bolags data körs på gemensam hårdvara. På så sätt kan slutkunden bygga sin egen programvara ovanpå infrastrukturen. Någonstans mitt emellan de här två olika systemenservinuerMicrosoft dominerarPaaS(Platform-as-a-Service). Här tillhandahåller den hyperscale-leverantören ännu mer programvara, till exempel ett operativsystem, som slutkunden kan köra sina egna applikationer på.



SaaS-leverantören kan antingen äga allt själv eller köpa hårdvara och nätverkstjänster från exempelvis en hyperscale-leverantör.

Varför behöver den här trenden då omprövas nu, 20 år in i en period av övergång till molnet? För det första måste vi som portföljförvaltare ständigt se över våra antaganden för att kunna avgöra om våra investeringar fortfarande ser attraktiva ut på sikt, särskilt som de här bolagens aktier har ökat kraftigt under de senaste åren.

För det andra, eftersom både Microsoft och Alphabet har ökat sina investeringar i molnet under de senaste fem eller sex åren, så är det bara under de senaste åren som marknadsdata, affärsmodeller och marginaler har börjat utkristallisera sig. Slutligen har omsättningen accelererat för alla stora molnleverantörer efter utbrottet av pandemin, och vi måste förstå om detta är ett tillfälligt fenomen eller en strukturell förändring i tillväxttakten. För att ta reda på var i trenden vi befinner oss har vi genomfört ett antal intervjuer med branschexperter, analytiker, konsulter och IT-chefer som ansvarar för att flytta över programvara till molnet, i syfte att försöka modellera våra egna antaganden om varaktigheten i övergången till molnet.

Molnmarknadens och molnföretagens styrkor kopplade till deras börsvärde

Ett bra verktyg för att försöka förstå de konkurrens-mässiga motsättningarna mellan bolagen, fördelarna som de genererar och de hinder de sätter upp för nya konkurrenter är ramverket "7 Powers". I sin bok "7 Powers – The Foundations of business strategy"²⁾, beskriver den före detta konsulten och numera portföljförvaltaren Hamilton Helmer detta. Boken förtjänar egentligen en mer ingående text, men vi använder den som guide för att visa varför de börsvärden på flera triljoner dollar som hyperscale-leverantörer har ter sig rimliga. I boken får Hamilton fram följande ekvation:

$$NPV = M_0 g \bar{s} \bar{m}$$

M_0 \equiv marknadsstorlek

g \equiv tillväxt

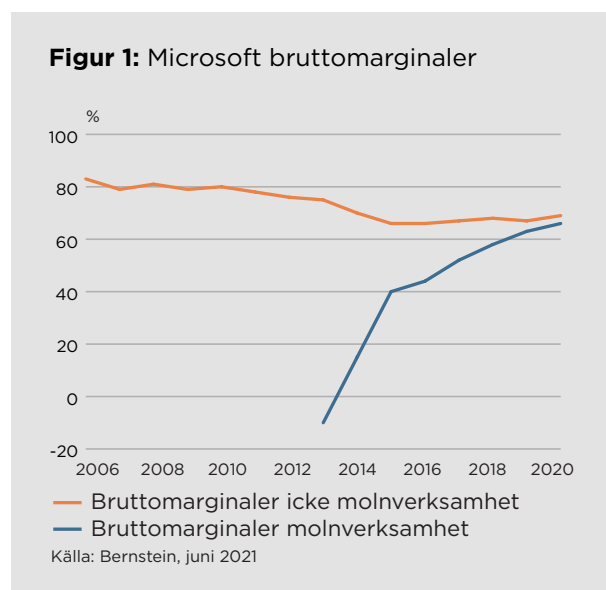
\bar{s} \equiv marknadsandel

\bar{m} \equiv marginaler

²⁾ 7 Powers - The Foundation of business strategy, Hamilton Helmer, Oct 2016

I boken förklaras endast de sju ”krafterna” och hur de påverkar de två sista variablerna, marknadsandel och marginaler. För att fullt ut förstå nettonuvärdet, eller helt enkelt ett bolags börsvärde, måste man emellertid göra en analys av marknadsstorlek och tillväxt.

Låt oss först titta på de två sista komponenterna. Vi börjar med marginaler. Ingen av de tre hyperscale-leverantörerna vill avslöja marginalerna för sina molnverksamheter och Alphabet började endast nyligen lämna information om försäljningssiffror, vilket gör att vi måste förlita oss på uppskattningar. De tre molnleverantörerna försöker röra sig uppåt i värdekedjan och tillhandahålla mer programvaruinhåll, med högre marginaler, vilket resulterar i fastare kundrelationer. Det kan därför vara rimligt att använda Microsoft, med sin mer programvarutunga PaaS, som måttstock för var marginalerna kan komma att hamna. Bilden som framträder är att hävstångseffekten för marginalerna, efter flera år av allt större investeringar, börjar slå igenom och bruttomarginalen för molnverksamheten ligger nu på samma nivå som den för icke-molnverksamheten (se figur 1). Amazons rörelsemarginal för AWS uppskattas till cirka 30 procent, vilket är ungefär samma marginal som för hela Alphabet. Det tyder på att det finns en stor uppsida för Alphabets marginal, eftersom deras molnverksamhet fortfarande går med förlust.



Under de senaste fem åren har Microsoft vuxit fram som ledande inom PaaS. Uppskattningar tyder på att bolaget har mer än en fjärdedel av marknaden och dessutom är försprånget gentemot AWS ännu större idag än för fem år sedan. Amazon är den fortsatt klart dominerande leverantören av IaaS, långt före Microsoft och Alphabet. Alphabet ligger på en tredjeplats, långt efter tvåan, som leverantör på de västerländska bolagens båda delmarknader. Se figur 2 på nästa sida.

Om man utgår från ramverket ”7 Powers”, vad är det som gör att de här bolagen kan ha höga och snabbt ökande marginaler samt dominerande marknadsandelar? Av de sju krafterna är det två som sticker ut. I våra intervjuer med branschexperter blev vi något förvånade över att *lojaliteten* man kan se för programvara ”on-premise” också verkar gälla för molnlösningar. När ett programvaruföretag väl har fått en dominerande ställning på marknaden, är höga kostnader för att byta leverantör fortfarande en viktig anledning till att de ofta tenderar att behålla den här ställningen under en längre tid. Slutkunderna blir inlåsta genom att integreringen i molnleverantörernas specifika programvaruverktyg ökar. Den enskilt viktigaste kraft som de här bolagen har är helt klart ”skalbarhet”, eftersom den infrastruktur som de ledande bolagen har byggt upp är oöverträffad och kan anses vara det största infrastrukturprojektet någonsin.



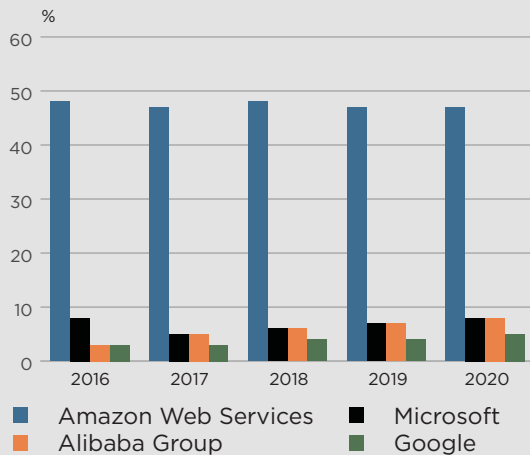
Kostnaden per kvadratmeter för att bygga datacenter är densamma som kostnaden för att bygga en skyskrapa, men intäkterna per kvadratmeter är fem gånger så höga.

Enligt Mark Mills, författaren till *The Cloud Revolution*, finns det idag 5000 företagsdatacenter i världen³⁾. Som jämförelse har det byggts 1500 skyskrapor. Kostnaden per kvadratmeter för att bygga datacenter är densamma

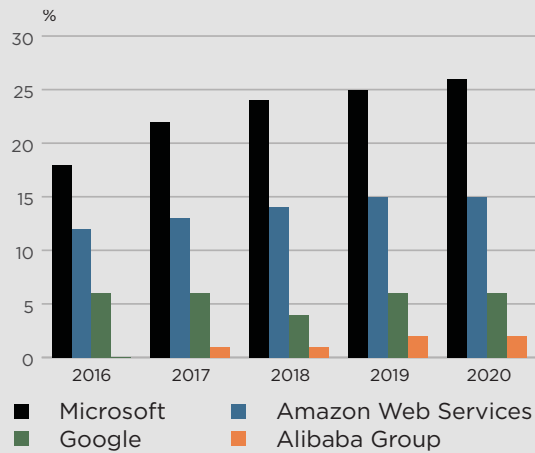
3) *The Cloud Revolution – How the Convergence of new Technologies will unleash the next economic boom and a roaring 2020s*, Nov 2nd 2021, Mark P Mills.

Figur 2:

IaaS domineras av Amazon



... medan Microsoft leder inom PaaS



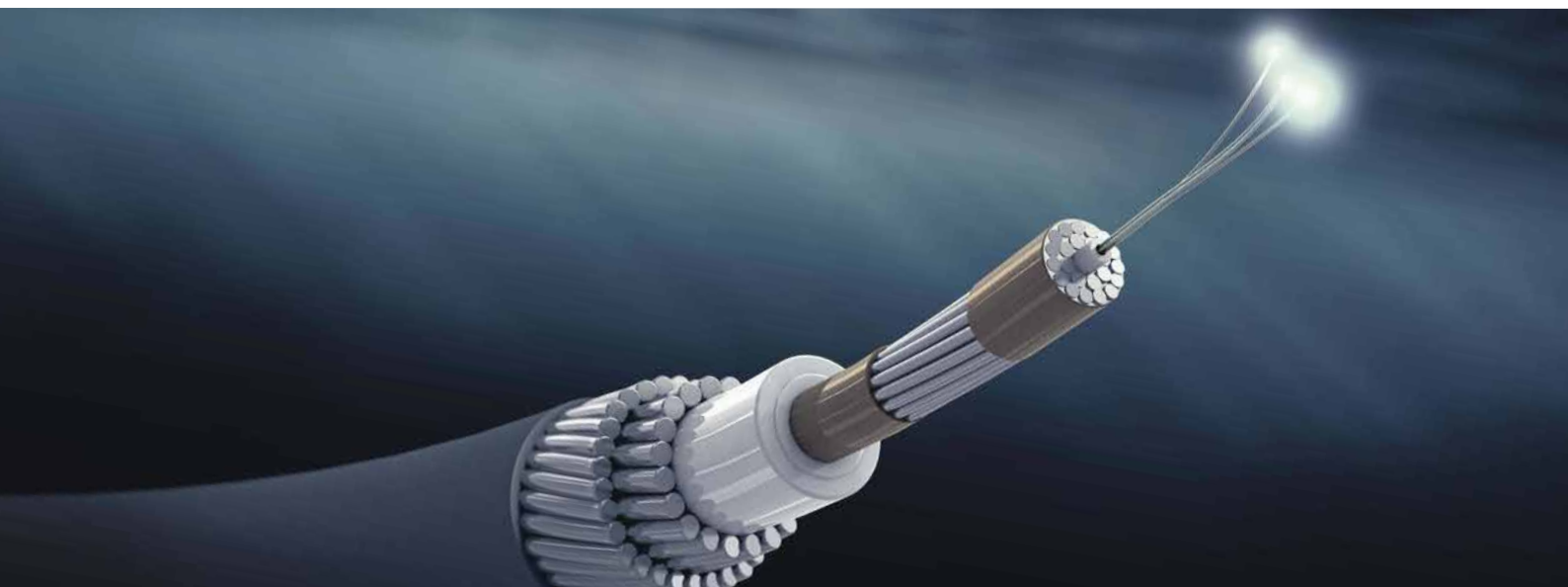
Källa: Bernstein, augusti 2021

som kostnaden för att bygga en skyskrapa. Den stora skillnaden i den här jämförelsen är intäktspotentialen – ett datacenter ger fem gånger större intäkter per kvadratmeter än en skyskrapa. Det finns cirka 650 storskaliga datacenter som har byggts av hyperscale-leverantörerna för att leverera molntjänster. Tänk dig en bild av Manhattan och att ett fåtal utvalda bolag ägde mer än 10 procent av alla skyskrapor. För många branscher är det av avgörande betydelse att ha stora och lokala datacenter. UBS, den största banken i Microsofts Azure-moln, har varit tydliga med att den främsta anledningen till valet av Microsoft var möjligheten att ha två datacenter i Schweiz istället för bara ett, som konkurrenterna erbjöd.

Möjligheten att skala upp utbyggnaden stannar inte vid datacenter. För att kunna koppla samman datacenter i olika kontinenter måste kablar dras under vatten. Enligt undervattenskartan "The 2021 Submarine cable map"⁴⁾, finns det 464 undervattenskabelsystem. En av de viktigaste utvecklingarna är att kablarna idag, till skillnad från tidigare investeringsintensiva perioder, allt oftare ägs och drivs av hyperscale-leverantörer som Amazon, Microsoft och Alphabet. På vissa sträckor såsom över Atlanten, inom Asien och över Stilla havet, står dessa leverantörer för cirka 50 procent av efterfrågan på datakapacitet. Enbart Alphabet äger helt eller delvis 20 av dessa kablar och driver världens snabbaste datakabel⁵⁾, en kabel på 350 terabit per

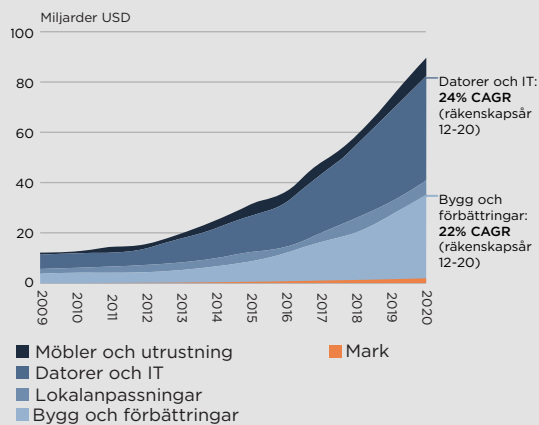
4) <https://submarine-cable-map-2021.telegeography.com/>

5) <https://blog.telegeography.com/telegeographys-content-providers-submarine-cable-holdings-list>

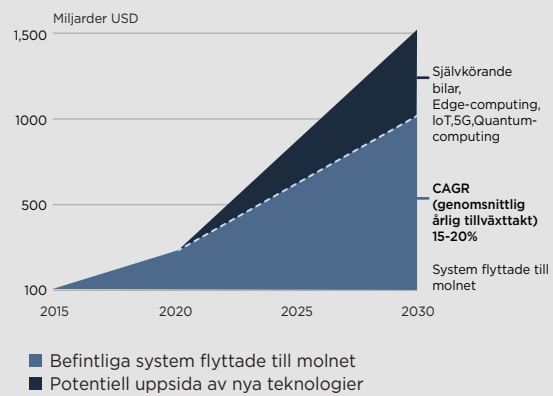




Figur 3: Microsoft – materiella anläggningstillgångar (brutto)



Figur 4: Potentiell marknad för molntjänster



sekund, uppkallad efter programmeringspionjären och konteramiralen Grace Hopper.

Medan Microsoft ligger efter med bara tre delägda kablar syns den allt snabbare molnutbyggnaden, som inleddes 2015, nu tydligt med en balansräkning som närmar sig 100 miljarder USD i anläggningstillgångar brutto och som drivs av datorutrustning, programvara och fastigheter. Se figur 3.

Om vi ser till den första delen av ekvationen, marknadsstorlek och tillväxt, är en bra utgångspunkt de antaganden vi gjorde 2019 i perspektivet “Vändpunkt för molntjänster” om dessa två variabler. Se figur 4. Vi visste förstås inte då att Covid-19 skulle bidra till att påskynda övergången till molnet.

Covid-19 – en accelerator för tillväxt

Då räknade vi med att molnmarknaden skulle uppgå till 1,5 biljoner USD år 2030. Pådrivet av mängden överföringar från lokala enheter till molnet och med nya tillämpningar såsom Internet of Things, 5G och självkörande fordon skulle den utgöra cirka en tredjedel av marknaden. När vi gick in i 2020-talet antog vi att en påskyndad tillväxt skulle börja drivas på av företagens ökade acceptans för att överföra befintlig databehandling till molnet och för ny teknik (det mörkblå i figur 4) för att skapa tillväxt. Som vi alla vet slog det nya coronaviruset till i slutet av 2019 och hela världen tvingades jobba hemifrån med effekten att e-handeln växte explosionsartat på bara några månader.

De experter vi har talat med lyfter fram det faktum att Covid-19 och de molnbaserade verktyg för samarbete som vi nu använder har bidragit till bolagens acceptans för att flytta mer avancerade system och data till molnet.

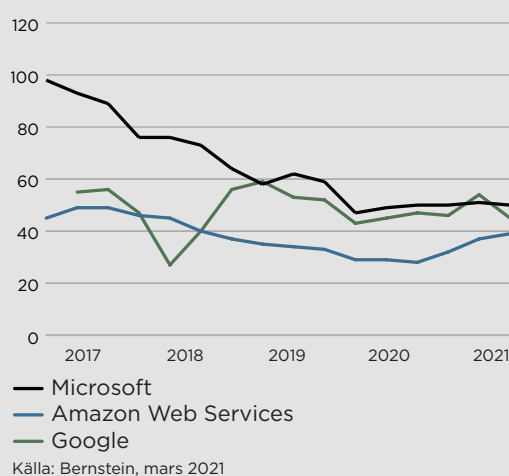
” Ingen data är för säker för att inte ligga i molnet ⁶⁾

Steven Jeffrey,
Head of Cloud Business Office, UBS

Pandemin fungerar som möjliggörare. I och med att bolagen har haft två år på sig att ompröva sin molnstrategi kan vi nu se att trenden med mycket hög men avtagande tillväxt har vänts i och med att tillväxttakten för hyperscale-leverantörer nu är antingen platt, på hög nivå eller till och med accelererande.

Då återstår den sista delen av ekvationen: marknadsstorlek. Den nuvarande marknaden på cirka 350–370 miljarder USD är visserligen stor, men den totala adresserbara marknaden (TAM) är enorm. Det vanligaste sättet att beräkna TAM för molnlösningar tycks vara att ta nuvarande globala IT-utgifter på cirka 1,6–1,9

Figur 5: Omsättningstillväxt molntjänster



biljoner USD och anta att en viss procent av detta går till molnet. Detta kan till exempel jämföras med de globala utgifterna för energiinvesteringar på 1,9 biljoner USD enligt IEA⁷⁾. En vanlig uppskattning av hur mycket av programvaruutgifterna som i slutändan kommer att gå till molnet är cirka 70 procent. Det ger en TAM på cirka 1,5 biljoner USD, vilket var det vi antog för två år sedan. Mark Moerdler, analytiker på Bernstein och en av de ledande experterna på molnmarknaden, utgår dessutom från en multiplikatoreffekt i takt med att nya funktioner används i molnet. Det ger en uppskattning på närmare 1,9 biljoner USD⁸⁾. Nu börjar det också dyka upp tecken på att även detta skulle innebära en underskattning av TAM.

Flera skäl till att vara optimistisk om den faktiska totala adresserbara marknads storlek

När Microsoft presenterade sitt resultat för första kvartalet 2021 sade bolagets vd Satya Nadella att IT-utgifterna i procent av BNP kommer att öka från 5 till 10 procent av BNP senast 2030⁹⁾. Idag ökar IT-utgifterna i storleksordningen 5 procent. Om Nadellas prognos stämmer skulle IT-utgifterna hamna på närmare 10 procent med antagandet att BNP-tillväxten uppgår med ett par procentenheter. Analytiker på säljsidan medger att detta skulle innebära en uppsida för molntillväxten, men att de ännu inte har räknat på detta. Detta skulle höja

6) UBS, Tech Conference call, 2021-10-05

7) <https://www.iea.org/reports/world-energy-investment-2021/executive-summary>

8) Cloudification of Tech: The sky's the limit, April 2021, Alliance Bernstein.

9) Microsoft Q1 2021 Earnings call, 2021-10-27, Satya Nadella Microsoft's CEO



uppskattningen för det ljusblå området i figur 4, eller *base spending* inom IT. En vd för ett molnkonstultbolag anser att tillväxten kommer att accelerera ytterligare, i och med att 75–90 procent av alla tillämpningar kommer att byggas direkt i molnet år 2025, och att företag dessutom kommer att få tillgång till de senaste verktygen inom artificiell intelligens (AI) och maskininläring¹⁰⁾. Även om nya tillämpningar som IoT, 5G och självkörande bilar som drivs av AI och maskininläring sannolikt stöder några av de antaganden som Microsoft räknar med kommer att påskynda tillväxten, kan detta potentiellt innebära ytterligare uppsida för den uppskattade totala adresserbara marknaden för molntjänster.

En typ av utgifter som inte tycks räknas med helt i IT-utgifterna är dessutom de mycket gamla kodbaserna som vissa företag har och som måste flyttas över, men där bara vissa underhållskostnader läggs och där de programmerare som kan de här systemen nu går i pension. När vi pratade med grundaren av ett företag inom programvaruautomation illustrerade han dilemmat med ett exempel från en stor amerikansk bank. Deras kreditkortssystem utvecklades i slutet av 1950-talet och idag underhålls det av två programmerare, varav den yngsta är 75 år. Enligt hans beräkningar finns det cirka 2 biljoner rader kod i gamla system. Eftersom det blir allt svårare att underhålla dessa och på grund av nya säkerhetskrav måste koden flyttas över till molnet¹¹⁾.



Endast cirka 3 procent av innehållet på gamla stordatorer har förts över till molnet.

Komplexiteten och kostnaden för att flytta koden har inneburit att bolag som banker har varit tveksamma till att föra över innehåll till molnet. Hittills har endast cirka tre procent av dessa stordatorsystem flyttats över, jämfört med de cirka 20 procent av det totala innehållet som har flyttats. Problemet med att flytta så här gammal kod är att det finns ett behov av refaktorering, eller omstrukturering, av koden innan den kan flyttas. Refaktorering är dyrt – uppskattningsvis kostar det 1–15 USD per kodrad. Om uppgiften om 2 biljoner rader kod är nära sanningen, och om man även räknar med att en del helt enkelt

10) Telefonintervju, 2021-09-20

11) Telefonintervju, 2021-10-04

kommer att skrotas, kan TAM landa på ytterligare flera hundra miljoner dollar, om inte mer, under den här tredje vågen av övergång till molnet.



Den tredje vågen av övergång till molnet kan innebära att TAM landar på ytterligare flera hundra miljoner dollar.

Med alla dessa faktorer sammantaget, en eventuell acceleration av de centrala IT-utgifterna, accelerationen av ny teknik som byggs i molnet från start samt gamla databaser som måste flyttas, finns det en betydande uppsida på marknadsberäkningar av TAM för molnlösningar och marknadstillväxten.

Riskerna ökar - men verkar hanterbara

De främsta riskerna med övergången till molnet på medellång sikt är en stor dataläcka eller ett säkerhetsintrång hos någon av de största molnleverantörerna samt politisk inblandning, särskilt från europeiska politiker som är oroliga för USA:s dominans på området. En ofta förbisedd risk är energibehovet i samband med överföringen till molnet. Ett företagsdatacenters energiförbrukning per kvadratmeter är 100 gånger så stor som en skyskrapas per kvadratmeter. Till detta kommer den datatillväxt som tidigare alltid har underskattats.

Den första risken verkar vara den enklaste att hantera. Det finns helt enkelt inget alternativ som är säkrare. Hyperscale-leverantörerna har de resurser som krävs för att avvärja attacker från statliga aktörer som slutanvändarna helt enkelt inte har råd med eller kan hantera på egen hand. Två exempel på att molnet till slut har accepterats som det säkraste alternativet är de molnavtal värda många miljarder USD som CIA tecknade med Amazon 2013 och ett antal molnleverantörer 2020 samt det faktum att stora banker nu flyttar sina centrala banksystem till molnet. Politisk inblandning är svårare att uppskatta, men med tanke på att övergången till molnet hittills har varit mindre synlig än till exempel e-handelssidan av Amazon eller Google, verkar en

tuffare hållning fortfarande ligga några år framåt i tiden. De massiva investeringar som stöder en europeisk aktör bör avskräcka förnuftiga politiker från att försöka blanda sig i. Om Alfabeta anses endast verka i liten skala i Schweiz med endast ett hyperscale-datacenter, hur kommer då en uppstart att se ut?

På många andra marknader är risken för kinesisk konkurrens ständigt närvarande. I det här sammanhanget är risken utanför Kina minimal, eftersom ingen i väst skulle våga lägga över data i ett kinesiskt moln som i slutändan kontrolleras av det kinesiska kommunistpartiet. Marknaden utanför Kina är dessutom så stor att västerländska molnleverantörer inte har något behov av att ta sig in på den kinesiska marknaden.



Största risken är dataintrång, men det finns helt enkelt inget trovärdigt alternativ till molnet.

Den enorma energiförbrukningen lyfts ibland fram som en risk i takt med att investeringarna i molnet ökar, men vi anser att det finns två trovärdiga motargument. För det första kan hyperscale-leverantörerna garantera långsiktig efterfrågan på förnybar energi, vilket bidrar till att finansiera övergången till förnybara energikällor. Ledande inom det här området är just nu Alfabeta som fullt ut använder förnybara energikällor för sina molntjänster. För det andra omvandlar digitaliseringen fysiska varor, exempelvis en dvd-skiva, till något vi strömmar. På så sätt slipper man producera, transportera och lagra en fysisk produkt, vilket i sig innebär en nettofördel för miljön. På lång sikt kan en underskattad risk vara att mängden data som vi människor genererar kommer att bli så stor att den helt enkelt inte kan lagras någonstans, oavsett hur energieffektivt vi driver molnet. Om detta skulle inträffa, kommer leverantörerna av hyperscale-molnlösningar sannolikt att ha haft flera år av oerhörd hög tillväxt innan vi når den punkten.

Sammanfattningsvis anser vi att det finns en väsentlig uppsida när det gäller den adresserbara marknadens storlek och därigenom även för molnjättarnas aktiekurser. Eventuella hot verkar ligga många år bort.



Detta är marknadsföringskommunikation. Denna publikation har upprättas av C WorldWide Asset Management Fondsmaeglerselskab A/S Danmark Filial i Sverige (CWW AM SE). Denna publikation tillhandahålls endast i informationssyfte och utgör inte, och skall inte betraktas som, ett erbjudande, en uppmaning eller en inbjudan att delta i investeringsaktiviteter, ej heller som investeringsrådgivning eller som investeringsanalys. Publikationen har således inte framtagits i enlighet med lagkrav utformade för att främja oberoende investeringsanalys, och är inte föremål för något förbud att handla innan investeringsanalysens spridning. All information som är uttryckta är endast gällande från och med tidpunkten för offentliggörandet och kan komma att ändras. Publikationen har utarbetats från källor CWW AM SE anser vara pålitliga och alla rimliga försiktighetsåtgärder har vidtagits för att säkerställa att uppgifterna är korrekta och noggrant preciserade. Korrektheten och noggrannheten är emellertid inte garanterad och CWW AM SE tar inget ansvar för eventuella fel eller brister. Publikationen får inte reproduceras eller distribueras, helt eller delvis, utan skriftligt samtycke från CWW AM SE. Investeringar i fondandelar är alltid förknippade med risk. Tidigare resultat ska inte tolkas som en prognos om framtida avkastning. Fondandelar kan både öka och minska i värde, och kan påverkas av ändringar i valutakursen. Det finns inga garantier för att du får tillbaka hela det investerade kapitalet. För mer information, se respektive [KIID](#) och [prospekt](#) på cworldwide.se.

Aktiv förvaltning

C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S är en fokuserad kapitalförvaltare. Vårt mål är att skapa konsistent, långsiktig värdetillväxt för våra kunder genom aktiv förvaltning av aktier på de globala aktiemarknaderna.

Våra kunder är främst institutioner, distributörer och partners. Vårt erbjudande består av diskretionära kapitalförvaltningstjänster och fonder.

Kombinationen av en unik investeringsfilosofi baserad på noggrann stock-picking och långsiktiga globala trender och ett stabilt och erfaret förvaltarteam har sedan starten 1986 resulterat i mycket goda investeringsresultat.

Läs våra insikter och perspektiv på cworldwide.se.

**C WORLDWIDE ASSET MANAGEMENT FONDSMAEGLERSELSKAB A/S
DANMARK FILIAL I SVERIGE**

Box 7648 · Blasieholmsgatan 5 · SE-103 94 Stockholm
Tel +46 8 535 273 00 · Org.nr. 516405-7233 · cworldwide.se · info.se@cworldwide.com
Q4 2021