

DEMOGRAFI, REALRENTER OG AKTIEMARKEDET

ER TEKNOLOGIAKTIER
BLEVET FOR DYRE?

EUROPAS UDFORDRING OG
IMMIGRATIONSDILEMMA
SET GENNEM BREXIT

KVARTALS-
ORIENTERING
NR 2 | 2018



Indholdsfortegnelse

04	Leder
06	Demografi, realrenter og aktiemarkedet
10	Er teknologiaktier blevet for dyre?
14	Europas udfordring og immigrationsdilemma set gennem Brexit
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

Sværere vilkår på aktiemarkederne

Vi er i den sene fase af en lang opgangsperiode på aktiemarkederne. Dette betyder, at det bliver lidt sværere at tjene penge på aktieinvesteringer. Siden finanskrisen har aktier i gennemsnit givet et årligt afkast på ca. 13 pct. målt i danske kroner. Vi tror, at vi fremover skal sænke forventningerne. En god rettesnor for afkastet vil formentligt ligge tættere på 5 pct. årligt. Det mere besværlige klima kom også til udtryk i første halvår, hvor den amerikanske centralbank fortsatte sin stramning af pengepolitikken, og de lange renter steg på frygt for stigende inflation drevet af et stramt arbejdsmarked i USA med lav ledighed, stigende oliepriser og en begyndende handelskrig, som i sig selv er inflationær.

I andet kvartal så vi dog et "comeback" til de vestlige aktiemarkeder efter kursfaldene i første kvartal. Verdensindekset steg 6 pct. En stor del af stigningen skyldes dog den amerikanske dollar, der steg mere end 5 pct. Ligeledes er det positivt, at væksten i verdensøkonomien, og særligt den amerikanske økonomi, fortsat udvikler sig positivt og dermed understøtter indtjeningen i virksomhederne. Emerging markets-aktierne var i modvind, primært som følge af den strammere globale likviditet og frygten for en eskalerende handelskrig, som særligt kan ramme emerging markets-selskaberne.

Vores globale aktieafdelinger skabte i andet kvartal afkast på 6-7 pct., hvilket var lidt bedre end markedet. Afdeling Danmark steg, 2 pct., mens afdelingerne Emerging Markets og Asien faldt ca. 3 pct.

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

Ny artikelserie om demografi

Som langsigtet investor lægger vi stor vægt på strukturelle tendenser, der påvirker aktiemarkedet. En af disse er den demografiske udvikling. Demografien har begrænset indflydelse på aktiemarkedet på kort sigt, men på langt sigt påvirker demografien aktiemarkedet langsomt, men sikkert som en gletsjers bevægelse. Derfor introducerer vi en ny temarække om dette emne, og vi kommer i dette kvartal ind på demografiens indflydelse på renteutviklingen. Obligationsmarkederne har siden 1980'erne oplevet en lang periode med faldende renter, og en stor forklaringsfaktor har været et demografisk-betinget opsparings-

overskud i samfundet. I temaartiklen "Demografi, realrenter og aktiemarkedet" kigger vi fremad, og konklusionen er, at den historiske medvind fra opsparingsoverskuddet ikke bliver til modvind lige med det samme trods en stadigt aldrende befolkningssammensætning. I en anden temaartikel går vi i dybden med Europas demografiske udfordringer i forhold til emigrationen fra øst til vest samt udfordringerne i forhold til uligheden og befolkningstilvæksten i Afrika og Mellemøsten.

Endelig sætter vi i temaartiklen "Er teknologiaktier blevet for dyre?" fokus på prisfastsættelsen af teknologi- og internetaktier. Disse aktier er steget meget og har i længere tid været den markedsledende sektor. Man kan derfor med rette spørge, om disse aktier er steget for hurtigt og blevet for dyre? Generelt mener vi ikke, at dette er tilfældet. Der er nemlig stor forskel på teknologiaktier. De teknologiaktier, som vi kalder platformsselskaberne, har nærmest ubegrænsede forretningsmuligheder og meget lave marginalomkostninger. Det gør dem som oftest ganske attraktive, hvorfor de har en vigtig plads i en langsigtet investeringsportefølje.

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


Med ønsket om en god sommer

Bo Knudsen Tim Kristiansen

Resultat 2. kvartal 2018


Afdeling	Afst 2. kvrt.	Benchmark 2. kvrt.	Afst 06/2018	Benchmark 06/2018
Globale Aktier KL	6,3%	5,9%	2,2%	2,5%
Globale Aktier Akk. KL	6,9%	5,9%	2,6%	2,5%
Globale Aktier Etik KL	7,6%	5,9%	4,1%	2,5%
Globale Aktier Stabil KL	7,3%	5,7%	1,7%	2,6%
Danmark KL	2,3%	2,5%	1,2%	2,7%
Emerging Markets KL	-3,4%	-3,1%	-5,4%	-3,9%
Asien KL	-2,7%	-0,4%	-5,2%	-2,0%

FØLGER DU DINE INVESTERINGER?



C
WORLDWIDE
INVESTERINGSFORENINGEN

INVESTORBRIEF



**VÆRDISKABELSE GENNEM
OPLEVELSER**

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

OVERBLIK GIVER INDSIGT - FÅ VORES NYHEDSBREV HVER MÅNED

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

Med C WorldWides nyhedsbrev får du:

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

Tilmeld dig nyhedsbrevet på forsiden af cww.dk.

Demografi, realrenter og aktie-markedet

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

Demografiens indflydelse på aktier og realrenter relateres ofte til de direkte effekter på forbrugsmønstret. Når befolkningsgrupperne ændrer størrelse, alder, struktur og adfærd, ændres efterspørgslen efter varer og services som f.eks. sundhedspleje og opsparingsprodukter. Selvom den direkte effekt er væsentlig, mener vi, at den indirekte effekt via økonomiske og finansielle kanaler betyder endnu mere. Den vigtigste økonomiske faktor er realrenterne, da disse påvirker værdien af fast ejendom, aktier og obligationer.

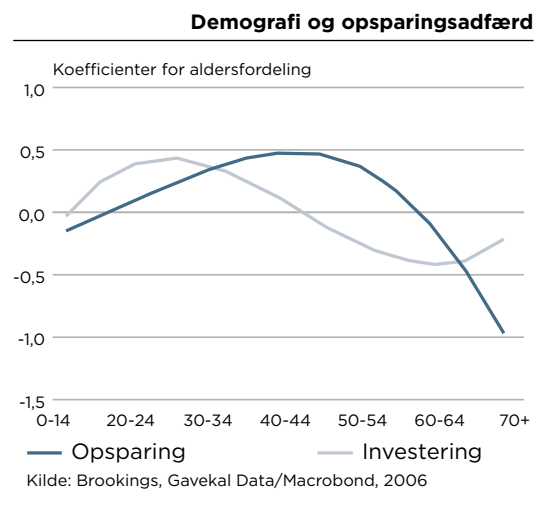
Konklusioner

- Siden 1980'erne har det globale opsparingsoverskud været den vigtigste faktor bag det historisk store rentefald og stigningerne på aktivpriser, f.eks. aktier og ejendomme.
- Stigende aktivpriser drevet af demografi vil ikke længere fortsætte med samme kraft. I takt med at den globale befolkning bliver ældre, vil den demografiske medvind på kapital- og ejendomsmarkederne vende og på længere sigt aftage, men den store negative effekt kommer dog først om mange år.
- Demografi er en afgørende faktor til, at vækstaktier klarer sig bedre end valueaktier.
- De demografiske forhold i Vesten bestemmer fortsat den globale pris på kapital, hvorfor Asien med de åbne kapitalmarkeder vil importere "for lave" realrenter og skabe grundlag for en fremtidig aktieboble.

Teoretisk bindeled mellem demografi og realrenter

I teorien er den totale opsparing i et samfund lig med de samlede investeringer. Men da kapital er mobil, stemmer det ikke, at opsparing skal være lig med investering for alle økonomier isoleret set. Derfor viser de enkelte lande forskellige tendenser i forhold til opsparing og investering. Efter at have analyseret data fra 85 lande mellem 1960 og 2005 har økonomer ved Brookings Institution i USA i 2006 fundet, at et lands tendens til at spare op overstiger tendensen til at investere, når den gennemsnitlige alder i samfundet hælder mod 35-64 år, se figur 1.

Figur 1



Børn tjener som udgangspunkt ingen penge og tærer derfor på den nationale opsparing. Når de som unge voksne kommer ind på arbejdsmarkedet, er det først efter nogle år, at den unge arbejdsstyrke bidrager til nettoopsparingen. Når et land oplever et "babyboom" og får en skæv befolkningstilvækst med mange børn og unge voksne (0-34 år), vil landet have større tendens til at investere end til at spare op. I denne situation vil landet typisk have underskud på betalingsbalancen og låne kapital til at finansiere et højt investeringsniveau. For den globale økonomi skal opsparing og investeringer alt andet lige bringes i balance ved en ændring af prisen på kapital – dvs. en højere realrente. Det er det, der skete i Vesten fra 1946 til 1980, da det store "babyboom" fandt sted, og børnene voksede op.

I takt med at den globale befolkning bliver ældre, og aldersgruppen af 35-64-årige bliver større, ændres behovet for opsparing. Denne arbejdsstyrkes forbrug har toppet, og de begynder at spare op til pension. Virksomhederne vil opleve faldende efterspørgsel og derfor investere mindre. I denne fase af den økonomiske udvikling vil opsparingen derfor overstige investeringerne, og økonomierne vil opleve overskud på betalingsbalancen og eksportere kapital. I et lukket system er det realrenten, der bringer ligevægt mellem opsparing og investeringer. Det er i korte træk det, der skete i Vesten fra 1980 og frem, og som for nyligt også skete i Kina. Akademiske rapporter har beregnet den demografiske effekt på renterne i løbet af denne periode og

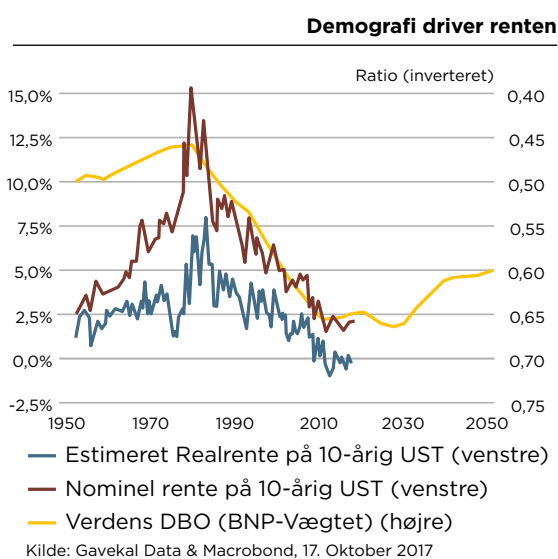
konkluderer, at demografi er ansvarlig for 1,5-2,0 pct.-point eller næsten halvdelen af nedgangen i realrenten mellem 1990 og 2014.

Den sidste fase af den demografiske modning kommer, når "babyboom"-generationen nærmer sig pensionsalderen. Den typiske pensionist trækker på den nationale opsparing. Når man stopper med at arbejde, begynder man at bruge af sin egen opsparing og/eller den nationale opsparing via folkepensionen eller sundhedssystemet. Derfor har en ældre såvel som en ung befolkning tendens til at spare mindre op og investere mere. Kapital skal lånes af andre lande, eller, hvis det er et globalt fænomen, skal realrenten stige, for at opsparing og investering er i ligevægt. Sker dette, vil det få væsentlig betydning for de finansielle markeder i kraft af en stigende realrente.

Ét er teori; noget andet er, hvad der sker i den virkelige verden

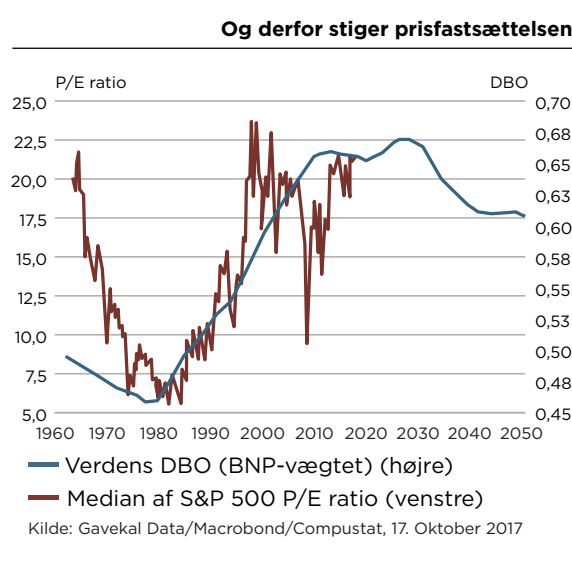
Som det fremgår af figur 2, har den demografisk betingede opsparingsbalance (DBO) – altså forholdet mellem opsparende og forbrugere af kapital (på engelsk Capital Providers Ratio) haft en væsentlig effekt på renterne, siden renterne toppede omkring 1980 (kurven er inverteret i den første graf for at vise forholdet til faldende renter).

Figur 2



Siden 1980 er realrenten faldet fra ca. 5 pct. til i dag tæt på 0 pct. Via renterne har demografi haft en reel effekt på aktiemarkedene, hvor prisfastsættelsen (P/E) er steget markant siden 1980, som det fremgår af figur 3.

Figur 3



Siden 1980 er P/E-værdien på det amerikanske aktiemarked steget fra omkring 7 til over 20 i dag. Prisfastsættelsen er drevet af de faldende renter, der har været resultatet af stigningen i forholdet mellem op- og nedsparende af kapital. I takt med at folk i de seneste årtier har sparet mere op, har de budt priserne op på både obligationer, aktier og ejendomme såvel som på andre aktivtyper.

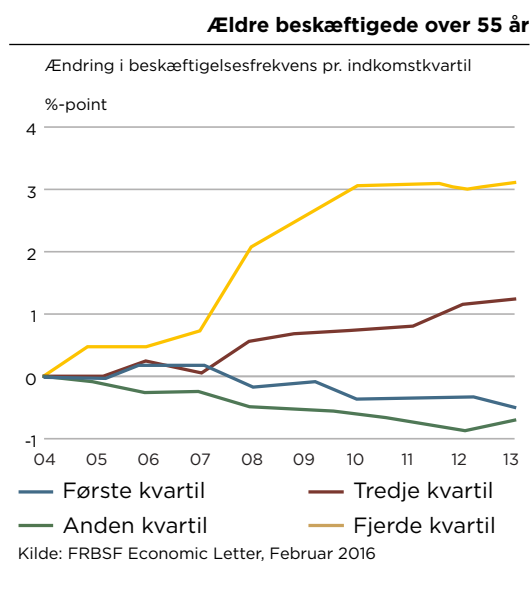
Fremtiden?

Figur 2 og 3 viser opsparingsbalancen de næste 10-15 år. Det fremgår, at stigningen i værdiansættelsen af aktier og obligationer, der har været drevet af demografi siden 1980, ikke kan forventes at fortsætte. Dog forventer vi også, at udviklingen ikke bliver negativ, og at kapital- og ejendomsmarkederne fortsat kan handle til et historisk højt niveau i årene fremover, inden den demografiske udvikling efter 2030 begynder at give modvind.

Selvom den globale aldringsproces en dag får renterne til at stige, er den overstående argumentation dog nok for simpel og negativ. Den globale opsparing vil sandsynligvis blive stærkere, end mange

forventer og støtte et lavt niveau for de globale realrenter i en længere periode. Vi lever i en dynamisk verden. Derfor er den traditionelle opgørelse af opsparingsbalancen, der ligger til grund for mange undersøgelser af dette emne, ofte mangelfuld. Verdens befolkning går ikke på pension som 65-årige. Verden over ses en stigende effektiv pensionsalder. Mange kan arbejde i flere år og sparer derfor mere op, hvilket skaber en ændret opsparingsbalance. Ydermere har mange års lave renter udhulet kommende pensionisters pensionsopsparinger, hvorfor flere er nødt til at spare op i en længere periode. Globalt set gælder det, at hvis levetiden øges, skal arbejdslivet forlænges, og opsparing skal være større, hvis samme levestandard skal fastholdes som pensionist. Ovenfor skrev vi, at den typiske pensionist tærer på den nationale opsparing. Men generelt ejes opsparingen ikke af den "typiske pensionist". I USA ejer de rigeste ca. 20 pct. af befolkningen ca. 80 pct. af de samlede finansielle aktiver. Det betyder, at de højtlønnedes arbejdslivs- og opsparingsadfærd har stor effekt på den globale opsparing. Hvis de højest lønnede arbejder længere og sparer op i længere tid, bliver effekten betydelig, se figur 4, hvor de højest lønnede udgør "Fjerde kvartil".

Figur 4

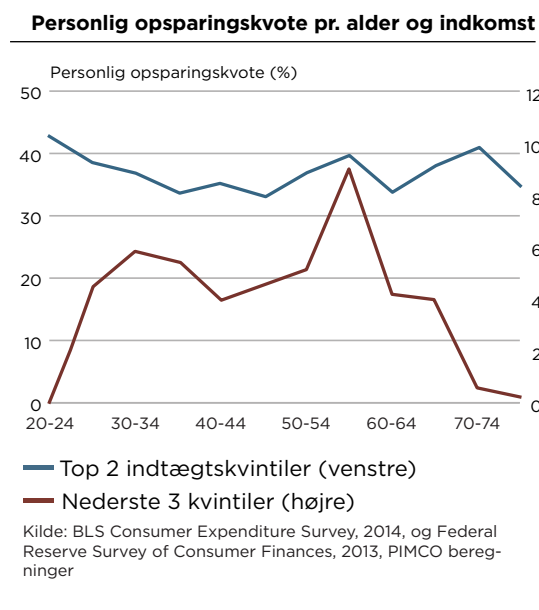


I USA er det da netop også de højest lønnede, som har forlænget deres arbejdsliv (og derfor sandsynligvis også deres opsparing) mest – i særdeleshed siden finanskrisen.

Men hvordan udvikler seniorernes opsparingsadfærd sig senere i livet? De to øverste indkomstkventiler (se figur 4) udgør tilsammen ca. 80 pct. af den personlige indkomst i USA og mere end 95 pct. af nettoformuen.

Tal fra BLS's Consumer Expenditure Survey 2014 viser, at de højtlønnedes opsparingskvote ikke falder, selv ikke langt op i 70-års-alderen, se figur 5.

Figur 5

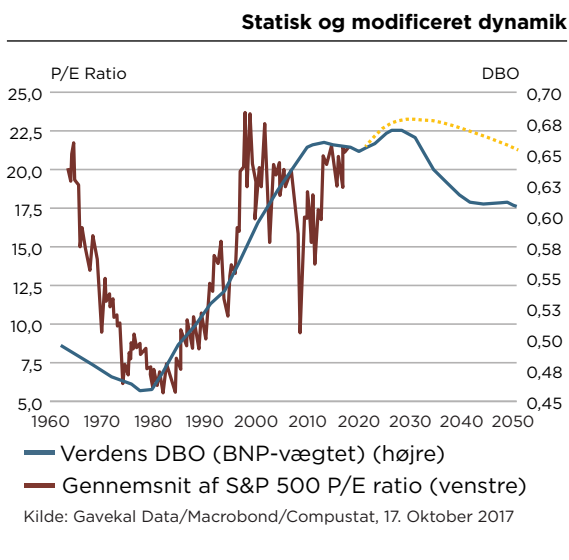


De højest lønnede i USA og formentlig i hele Vesten er primært dem, der arbejder og sparer op i længere tid. I takt med velstanden stiger og en større del af befolkningerne træder ind i denne gruppe, vil dette øge opsparingen og give fortsat medvind til lave globale realrenter.

Pimco har forsøgt at beregne opsparingseffekten af en mere realistisk og dynamisk pensionsalder forudsætning, at folk gradvist øger deres pensionsalder fra 65 til 70 år frem til 2050. Analysen viser, at den fremtidige demografiske udvikling gennem opsparingseffekten ved en stigende pensionsalder fra

65 til 70 år udskyder den negative effekt på realrenterne med ca. 15 år. I figur 6 har vi grafisk justeret den forventede udvikling i opsparingsbalancen, så der tages højde for de dynamiske effekter. Resultatet er, at den fremtidige demografiske udvikling gennem opsparingsbalancen ikke vil få signifikant negativ indflydelse på realrenterne og værdiansættelsen på aktiemarkedet før en gang i løbet af 2040'erne.

Figur 6



Demografiens betydning for vækst- og valueaktier

Siden 2006 har vækstaktier klaret sig bedre end valueaktier. En afgørende faktor har været de faldende realrenter. I kortere perioder kan det være omvendt, men vi er overbeviste om, at vores konklusioner om demografi og realrenter fortsat understøtter vækstaktier frem for valueaktier, da lave renter understøtter værdiansættelsen af selskaber med langvarige forretningsmodeller. Når det gælder aktier, er vi derfor fortsat positive på vækstaktier og selskaber med et stærkt frit cash flow. Vi mener også, at investorer i fremtiden i stigende grad vil allokere kapital til Asien. Så længe de globale kapitalmarkeder er åbne, bestemmes realrenten globalt. Realrenten vil i årene fremover derfor være domineret af demografiske ændringer i de vestlige økonomier, hvilket højst sandsynligt vil medføre usædvanligt lave realrenter, også for Asien trods den høje vækst i regionen.

De asiatiske aktiemarkeder har derfor gode strukturelle udsigter drevet af kombinationen af gode indenlandske vækstbetingelser og meget lave kapitalomkostninger. Derfor ser Asien ud til at blive et af de vigtigste investeringsområder de kommende årtier.

Konklusion

Realrenterne er væsentlige, fordi de styrer prisen på kapitalmarkederne. Der er mange faktorer, der har indflydelse på renterne. For eksempel kortsigtede cykliske faktorer som konjunkturudviklingen samt mere langsigtede trende i form af ændringer i produktivitetsudviklingen samt eventuel finansiering af store fremtidige underskud på statsfinanserne i USA. Den største effekt på realrenterne kommer dog fra den demografiske udvikling, som forklarer cirka halvdelen af faldet i realrenterne siden 1990. Selvom andre faktorer også påvirker de fremtidige realrenter, er vi overbeviste om, at demografi fungerer som et anker, som realrenterne på langt sigt fluktuere omkring.

Til syvende og sidst vil vores samfund have en befolknings-sammensætning med mange ældre borgere, som vil have afgørende indflydelse på det samlede opsparingsniveau og medføre et opadgående pres på realrenterne. Vores analyse tilsiger dog, at dette tidspunkt ligger mange år ude i fremtiden. I mellemtiden vil obligationer, aktier og andre aktiver forsat have medvind fra den demografiske udvikling. Aktie- og obligationsmarkederne vil være volatile, men vi venter forsat en strukturel høj prisfastsættelse pga. en fortsat positiv opsparingsbalance i mange år fremover. Vækstaktier og asiatiske aktier vil være to områder, som står til at drage størst nytte, og særligt Asien får det bedste af to verdener, nemlig både høj vækst og lave kapitalomkostninger.

Læs mere om den demografiske udviklings betydning for aktieinvesteringer i vores Indsigter på cww.dk

Er teknologiaktier blevet for dyre?

Teknologi- og internetaktier (herunder temaet ”Forbundne liv”) har været den absolut markedsledende sektor. Til illustration steg de amerikanske teknologiaktier i 2017 næsten det dobbelte i forhold til S&P 500, der steg 22 pct. i USD. Er denne type aktier nu steget for hurtigt og blevet for dyre? I det følgende vil vi forklare, hvorfor sektoren stadig fortjener en betydelig plads i en global portefølje samt begrunde, at der er stor forskel på teknologiaktier, herunder hvad der i vores optik karakteriserer førende teknologi- og internetselskaber.

Stor forskel på teknologiaktier

Teknologiselskaber er meget forskellige, og sektoren er ikke homogen. Det skyldes dels de netværksbaserede forretningsmodeller, der skaber en selvforstærkende og gunstig cyklus for den største aktør på markedet. Dette vinderfænomen, hvor de store bliver større, skaber typisk en oligopolistisk eller endda monopolistisk markedsstruktur, hvilket er karakteristisk for sektoren.

En anden væsentlig faktor er graden af differentieringen. I den for særligt hardwaresektoren er det svært at differentiere sig, hvorfor kapacitet og en stærk balance som regel er nødvendig for at opnå en attraktiv og profitabel markedsposition. Her er marginerne ofte lave. Omvendt har softwareselskaberne typisk et mere differentieret produkt, der kan sælges med højere marginer. Endelig har vi de selskaber, der hører under vores tema ”Forbundne liv” – nemlig internet- og ”cloud”-selskaberne. Her har nogle selskaber haft succes med at transformere sig til platform-selskaber. De bedste eksempler er Google, Amazon, Facebook og Alibaba, der som platform-selskaber nyder godt af en skalerbar forretningsmodel med et nærmest ubegrænset forretnings-potentiale og lave marginalomkostninger.

Når vi leder efter selskaber, der er eksponeret mod teknologisektoren og ”Forbundne liv”, foretrækker vi platform-selskaberne, da de mere eller mindre kontrollerer deres egen skæbne med meget høje adgangsbarrierer og holdbare fordelagtige forretningsmodeller. Som udgangspunkt leverer disse selskaber et produkt eller en service, som gør vores dagligdag nemmere. Dette er grunden til, at de er så attraktive og derfor er mere robuste over for udsving i forretningscyklussen. Hvis vi vælger at investere i den mere kapitalintensive eller cykliske del af teknologisektoren, fokuserer vi på de dominerende

selskaber, der har kapaciteten og den finansielle styrke til at opretholde en førende markedsposition.

” Platform-selskaberne nyder godt af en skalerbar forretningsmodel med et nærmest ubegrænset forretnings-potentiale og lave marginalomkostninger.

Værdiansættelse går hånd i hånd med forretningsmodellens styrke

Når vi værdiansætter et teknologiselskab eller et ”Forbundne liv”-selskab, vurderer vi hvert enkelt selskabs forretnings-evne, da selskaberne er vidt forskellige. Et selskab, der handles til en P/E på 20, kan være dyrt prisen sat, ligesom et selskab, der handles til en P/E på 100, kan være billigt. Platform-selskaberne handles ofte på et højere P/E-niveau, eftersom forretningsmodellens levetid eller den periode, hvor selskabet kan oprette en overnormal profit, kan være meget lang.

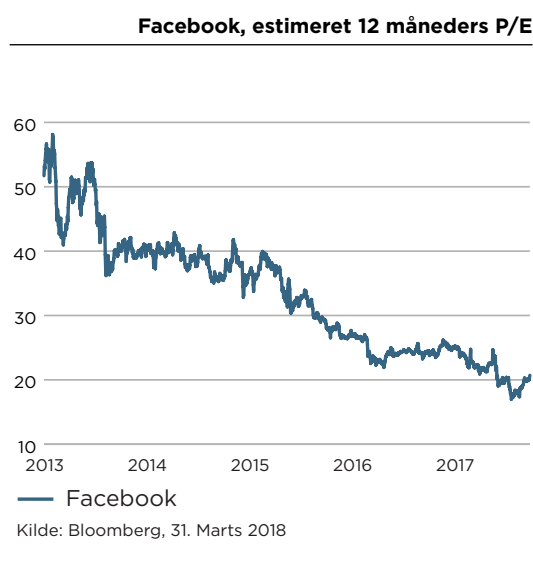
Mange investorer fokuserer på teknologiselskabers høje P/E-multipler og hævder, at sektoren er for dyr og måske er ramt af en spekulativ boble. Generelt deler vi ikke dette synspunkt. Vi vurderer, at mange selskaber støttes af en strukturel medvind i takt med, at vores forbrugsvaner flytter online. Dette er lige fra køb af dagligvarer til forbrug af underholdning. Men igen – den endelige konklusion kan kun træffes ved analyse af de enkelte selskaber.

” Mange investorer fokuserer på teknologiselskabers høje P/E-multipler og hævder, at sektoren er for dyr og måske er ramt af en spekulativ boble. Generelt deler vi ikke dette synspunkt.

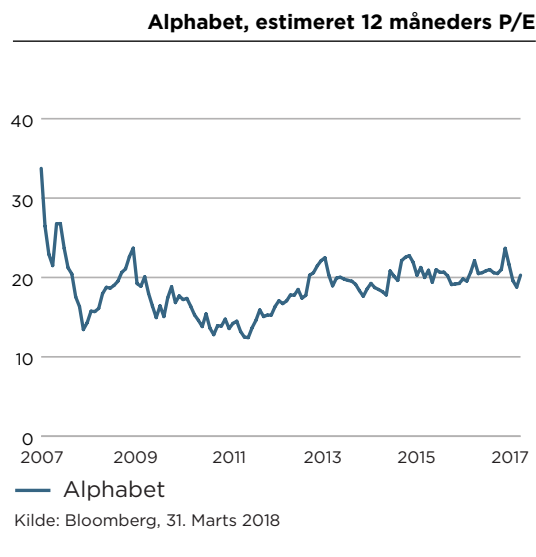


Lad os se på tre af de såkaldte FANG-aktier – Facebook, Amazon og Alphabet (Google). I figur 1 og 2 ses den nuværende og den historiske P/E på henholdsvis Facebook og Alphabet. Sidstnævnte blev for nogle år siden handlet på en indtjeningsmultipel omkring 40-50x. Da væksten har været stærkt stigende (ca. 40 pct. årligt), er P/E-niveauet faldet i takt med, at indtjeningen er steget mere end aktieprisen. Derudover er Facebook et platformsselskab, der nyder godt af netværkseffekten – jo flere brugere der er, jo mere attraktivt bliver platformen for andre. Derfor er Facebook ved at få et monopol på de sociale medier. Alphabet er gennem flere år blevet handlet til en P/E på ca. 20, hvilket er tæt på markedsniveauet til trods for selskabets høje historiske vækst på ca. 20 pct. Facebook og Alphabet er dem, der har draget størst fordel af det tektoniske skifte fra print- til onlineannoncering.

Figur 1



Figur 2



I den anden ende af skalaen ligger Amazon, der handles til en P/E på over 300. Under normale omstændigheder anses dette for at være ekstremt dyrt. Dog vurderer vi ikke, at Amazon er for højt prisfastsat, da indtjeningen er trykket af, at Amazon foretager massive investeringer for at kunne udnytte selskabets langsigtede forretningsmuligheder. Udover at være detailhandelsplads er Amazon også marketingplatform, fragt- og logistiknetværk, betalingsservice, långiver, auktionshus, forlag, tv- og filmproducent, modedesigner og hardwareproducent samt førende udbyder af "cloud"-baserede løsninger og datakraft med en markedsandel på ca. 30 pct. I dag er Amazon sandsynligvis et af de selskaber med det største markedspotentiale. Dette er grunden til, at selskabet investerer kraftigt.

” Mange selskaber støttes af en strukturel medvind i takt med, at vores forbrugsvaner flytter online. Dette lige fra køb af dagligvarer til forbrug af underholdning.

Amazon skaber bl.a. adgangsbarrierer ved at investere i deres distributionsnetværk og ved at tilbyde det populære Amazon Prime-medlemskab, der giver kunderne favorable tilbud, når de handler på Amazon-plattformen. Læs mere om Amazon i vores Perspektiv: [Amazon – en mastodonts dominans](#).

” For at vurdere om et selskab er dyrt eller billigt, må man foretage en selskabsspecifik vurdering af selskabets muligheder og trusler, og som nævnt er teknologiaktier meget forskellige.

Store selskaber bliver endnu større

For at vurdere om et selskab er dyrt eller billigt, må man foretage en selskabsspecifik vurdering af selskabets muligheder og trusler, og som nævnt er teknologiaktier meget forskellige. Vi har en præference for platformsselskaberne, da de har en skalerbar forretningsmodel, høje marginer og gode markedsvilkår. Når dette er sagt, har disse selskaber typisk også en beta over 1 – og ofte er det sådan, at jo mindre differentieret forretningsmodellen er, jo højere er beta. Det betyder, at hvis risikopræmien stiger, altså at investorerne bliver mindre risikovillige, vil disse aktier ofte falde mere end gennemsnittet.

Risikoen for øget regulering i kølvandet på Cambridge Analytica-skandalen er en relevant trussel. Der vil komme øget fokus på behandling af personlige data, eksempelvis med den nyligt vedtagne europæiske persondataforordning. Nye reguleringer kan begrænse selskabernes muligheder og deres langsigtede vækspotentiale. Dog vil det sandsynligvis ramme små selskaber hårdest, da de store selskaber har infrastruktur og økonomi til at overvinde denne type udfordringer.

Vi lever i en verden i konstant forandring. Lige fra politisk regulering, der skaber nye dagsordener, til udviklingen af ny teknologi og nye forretningsmodeller. Hertil kommer udviklingen af en ny, stærkere og mere købedygtig middelklasse i Emerging Markets. I forandringen ligger både muligheder og risici, og som aktiv investor bestræber vi os på at finde de langsigtede vindere. Dette kræver både indsigt, erfaring og tålmodighed. Vi navigerer vores porteføljer ved at selekttere, overvåge og forfine investeringsporteføljen baseret på analyser af globale temaer og tendenser. Vores udvalgte selskaber inden for sektoren og ”Forbundne liv” har medvind fra strukturel vækst, hvilket, vi tror, vil belønne den langsigtede investor. Du kan følge vores investeringer på [cww.dk](#)



Europas udfordring og immigrationsdilemma set gennem Brexit

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

Verdens befolkning bliver ældre. I industrilandene er andelen af mennesker over 65 år steget fra 8 pct. i 1950 til næsten 20 pct. i 2015. Dette tal forventes i mange lande at stige til 30 pct. inden 2030. En sådan global aldringsproces er ikke set tidligere, og den har omfattende konsekvenser for den langsigtede investor.

Demografi er et altomfattende tema

Demografi er på mange måder et altomfattende tema. Vi anerkender, at vi ved at gå i detaljer med de områder, vi finder vigtige, muligvis overser andre vigtige områder, der påvirker aktiemarkedet i fremtiden. Vi har identificeret fem overordnede områder, hvor vi ser, at den demografiske udvikling får investeringsmæssige konsekvenser. Disse er:

- Europas udfordring og immigrationsdilemmaet set gennem Brexit
- Automatisering og erfaringer fra Japan
- Kina, rige børn og luksusforbrug
- De digitalt indfødte
- Indien – juvelen i enhver langsigtet portefølje

I denne artikel fokuserer vi på det gamle kontinent og den politiske økonomi, når demografien ændrer sig.

Europas udfordring, immigration og Brexit

De fleste er bekendt med, at befolkningerne i Vesten bliver ældre. I Europa vil den gennemsnitlige befolkningsalder stige hastigt gennem de næste 40 år, og dette særligt i Øst- og Sydeuropa og Tyskland. Omvendt er det formentligt begrænset hvor mange, der kender til de ekstraordinære demografiske forskelligheder, der er i Europa som konsekvens af forskellige fertilitetsrater og migrationsstrømme.

Den frie bevægelighed er et af EU's grundlæggende principper. Princippet betragtes som hjørnestenen i det europæiske statsborgerskab, der blev introduceret under Maastrichttraktaten i 1992. Men fri bevægelighed er kollideret med Storbritanniens særlige befolkningssituation, hvor Storbritannien har en meget anderledes demografisk profil og befolkningstæthed end resten af EU. Dette har været en afgørende faktor til Brexit i 2016.

Britisk National Statistik anslår, at immigrationen til Storbritannien i året op til Brexit var rekordhøj med ca. 650.000 mennesker. Nettoindvandringen var ca. 335.000. På 11 år frem til 2016 steg Storbritanniens befolkning gennemsnitligt med ca. 482.000 mennesker om året dvs. mere end 5 millioner i alt, svarende til den stigning i befolkningen, der var registreret i de foregående 35 år. En stor del af immigrationen kom fra Østeuropa, der benyttede muligheden af det nye europæiske statsborgerskab.

Storbritanniens befolkning forventes at stige til 73 millioner i 2037 og ventes at blive større end Tysklands i 2060. Økonomiske migranter tiltrækkes af samfund med lov, orden og økonomiske muligheder. Storbritanniens arbejdsmarked er det mest dynamiske i Europa. Med engelsk som verdenssprog og London som ”verdens hovedstad” er det tydeligt, hvorfor Storbritannien har en magnetisk tiltrækningskraft på unge mennesker fra andre dele af Europa, der blev ramt af massearbejdsløshed i kølvandet på finanskrisen.

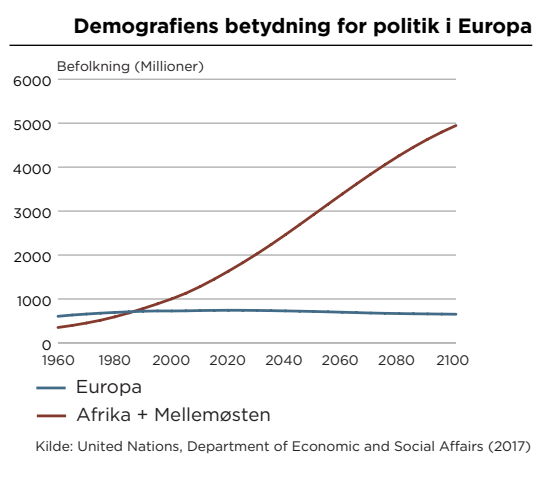
Denne øst-vest-massemigration er socialt nedbrydende for både Øst og Vest. Siden 2004 er mere end 8 millioner mennesker – primært unge – migreret fra Øst- til Vesteuropa. Dette har accelereret Østeuropas demografiske afmatning og svækket regionens økonomiske potentiale. Store områder af Rumænien, Bulgarien og de baltiske lande bliver affolket. I en nationalstat ville systemer for bl.a. overførsler af sociale ydelser kunne mindske de sociale effekter, men dette sker ikke i EU uden en finanspolitisk union.

Der er ét forhold, der adskiller Storbritannien fra resten af Europa, nemlig at landet er en overbefolket ø. Englands befolkningstæthed på 411 mennesker pr. kvadratkilometer er det dobbelte ift. Tyskland, og 3,5 gange så høj som i Frankrig. I Danmark er befolkningstætheden på 126 personer per kvadratkilometer. Befolkningstilvæksten i Storbritannien, særligt i England, har haft store konsekvenser for sundhedssektoren, boligefterpørgselen, infrastruktur og sociale ydelser. Gennem flere år har undersøgelser indikeret, at stigningen i nettoindvandringen og befolkningstallet efter år 2000 er blevet opfattet som uacceptabel blandt størstedelen af briterne. Den manglende kontrol med nettoindvandringen i det omfang, som Storbritannien oplever det, underminerer det politiske system. En stat, der ikke kan kontrollere sine egne grænser, kan ikke anses for at være en stat. Det er det, som briterne reagerede på med Brexit.

Europa kan se frem til, at befolkningstallet bliver under 6 pct. af den globale befolkning. Som det kan ses af grafen, anslår FN, at Europas naboer, befolkningerne i Afrika og Mellemøsten, herunder Tyrkiet, vil stige fra 280 millioner i 1950 til 2,9 milliarder i 2050 og 3,9 milliarder mennesker i slutningen af det 21. århundrede. Dette betyder, at omkring 40 pct. af verdens befolkning vil bo i disse regioner. Fra 1950 til 2050 forventes befolkningstallet i de nuværende europæiske lande at stige

fra 0,4 milliarder til 0,5 milliarder mennesker. I 1950 var den europæiske befolkning 40 pct. større end befolkningerne i Afrika og Mellemøsten. I 2050 – om ca. 30 år – vil den europæiske befolkning være under 20 pct. af befolkningerne i disse lande, se figur 1. Det er ikke svært at forstå, hvorfor immigration og assimilation er tidens vigtigste politiske spørgsmål i Europa. Det er nødvendigt med et minimum af kontrol ved grænserne mod syd og øst, men indtil videre tøver Europa med at håndtere udfordringen.

Figur 1



Valg vil blive vundet og tabt på dette emne i de kommende år, og der er ingen nemme løsninger på massemigrationen fra Mellemøsten og Afrika. De europæiske befolkninger skal nok på sigt få sikret grænserne, men det er tydeligvis ikke en langsigtet løsning. Den rigtige løsning ligger i udviklingen af stærkere institutioner og øget økonomisk vækst i de lande, hvor masseimmigrationen kommer fra.

Den fortsatte befolkningsekspllosion i Afrika og Mellemøsten efterlader ikke megen grund for optimisme for Europa inden for en normal investeringshorisont. Der kan derimod være endnu en grund til at være skeptisk over for Europas globale position og investeringsmulighederne i regionen. Dette skyldes den politiske agenda i Europa, der risikerer at blive defensiv med fokus på immigrationsstrømme samt på beskyttelsen af eksisterende velfærdsprivilegier, frem for offensive politikker, der udnytter de store vækstmuligheder, som en voksende global middelklasses købekraft tilbyder – også for Europa. Du kan følge vores investeringer på cww.dk



Forventninger til aktiemarkedet

Efter finanskrisen i 2009 har aktiemarkedene i gennemsnit givet et årligt afkast på ca. 13 pct. målt i danske kroner. Dette har været drevet af stigende indtjening på ca. 11 pct. årligt i gennemsnit samt en gradvist højere prisfastsættelse. En stor del af fremgangen i de globale virksomheders indtjening kom i de første år efter finanskrisen, mens stigningstakten de seneste fem år har været begrænset bl.a. på grund af en svag udvikling i Europa. Underliggende har vi således haft en situation med politisk styrede og kunstigt lave renter drevet af centralbankernes forsøg på at genskabe tilliden, rekapitalisere det finansielle system og fremme investeringslysten. Vi har fået højere økonomisk aktivitet, men også stigende priser på stort set alle finansielle aktiver, herunder ejendomme, obligationer og aktier.

” På trods af usikkerheder udvikler aktiemarkedene sig fortsat med en moderat positiv undertone, da verdensøkonomien er støttet af en stærk amerikansk økonomi.

Situationen er nu, at den amerikanske centralbank er ved at normalisere pengepolitikken, og de korte styrerenter er hævet syv gange med i alt 1,75 procentpoint siden slutningen af 2015. Samtidigt er der tegn på stigende inflation, særligt i USA, hvor lønstigningerne nærmer sig 3 pct. Globalt set (målt på G7-landene) har inflationen inden for kort tid taget et løft fra 1,4 pct. til 1,7 pct. Den begyndende normalisering af pengepolitikken med højere korte renter, stop for opkøb af statsobligationer, stigende inflation samt den begyndende handelskrig, som i sig selv er inflationær, sætter nu sine spor i de lange obligationsrenter, hvor den 10-årige statsrente i USA er steget med ca. 1 procentpoint i løbet af de seneste ni måneder, hvor renten nu fluktuerer omkring 3 pct. I takt med at renten stiger, bliver obligationer et alternativ, som kan give et positivt realafkast.

Figur 1

10-årige statsrente i USA



Europa kæmper med strukturelle vækstproblemer. Euroen fastholder f.eks. Italien i en presset situation med faldende konkurrenceevne, svag vækst, manglende reformer og en befolkning, som lod deres utilfredshed komme til udtryk ved valget i marts. Resultatet af den politiske situation i Italien er, at investorerne er blevet nervøse, og renten på de italienske statsobligationer er steget markant. Hvor de før handlede med et lille spænd til Tyskland, er spændet nu over 2 procentpoint. Disse rentestigninger sætter Italien og resten af Europa under yderligere pres.

På trods af disse usikkerheder udvikler aktiemarkedene sig fortsat med en moderat positiv undertone, da verdensøkonomien er støttet af en stærk amerikansk økonomi, mens Europa og Kina er lidt mere vigende, omend væksten stadig er på et positivt niveau. Indtjeningsudviklingen er således stadig positiv, hvor særligt de amerikanske virksomheder nyder godt af væksten i den indenlandske økonomi og de vedtagne skattelettelser.

I et risikoperspektiv er vi uomtvisteligt i den sene fase af en lang opgangsperiode på aktiemarkederne, hvorfor vi anbefaler en balanceret investeringstilgang. Fremadrettet forventer vi lavere afkast fra aktiemarkederne end udviklingen de seneste ni år, hvor vi formentlig skal vænne os til ca. 5 pct. som en årlig rettesnor. Vi forventer højere volatilitet på markederne afhængigt af tempoet for stramningerne af pengepolitikken, inflationsudviklingen og den politiske konfrontation mellem USA og Kina. Historisk har den største trussel for aktiemarkederne været en decideret recession i USA, hvilket vi dog ikke ser som nært forestående, når vi analyserer de fundamentale faktorer, såsom boligmarkedet, investeringerne og de stimulative effekter af præsident Trumps skattelettelser. Porteføljemæssigt bør fokus nu drejes over mod de strukturelle vækstselskaber og selskaber af høj kvalitet frem for de mere cykliske og gældsatte selskaber.

Modvind til emerging markets

Emerging market-aktierne har været under pres i år med et fald på ca. 4 pct. målt i danske kroner. Modvinden kommer fra en stigende dollar, den strammere pengepolitik og de stigende renter, højere oliepriser og endeligt den begyndende handelskrig mellem USA og Kina. Dette kan ramme den globale handel og dermed de emerging market-selskaber, som er underleverandører til store globale selskaber. De nævnte faktorer rammer de enkelte emerging market-lande forskelligt, afhængigt af om landene er eksportdrevne eller indenlandsk orienteret, selvforsyningsgraden ift. energi og om landet er afhængigt af udenlandsk kapital for at finansiere underskud på handelsbalancen eller til servicering af udenlandsk gæld.

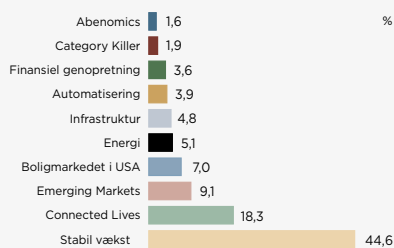
” Vi ser, at de aktuelle modvinde kan fortsætte en tid endnu, omend vi ikke tror, det ændrer den langsigtede positive historie for de stærke emerging markets-lande.

I første omgang har det været lande som Argentina, Brasilien og Tyrkiet med strukturelle udfordringer, der har været hårdest ramt, mens reformlandene og lande med indenlandsk vækst som drivkraft, har klaret det bedre. Vi ser, at de aktuelle modvinde kan fortsætte en tid endnu, omend vi ikke tror, de ændrer den langsigtede positive historie for de stærke emerging markets-lande, som har iværksat reformer og skabt et godt fundament, der kan forløse potentialet for en positiv indenlandsk drevet økonomi. Eksempler på dette er bl.a. Indien og Kina, som har klare ambitioner om at bevæge sig op ad i værdikæden.



Globale Aktier

Temaoversigt pr. 30.06.2018



Status på kvartalet

Stigende beskæftigelse og udsigt til højere lønninger er positivt for de globale forbrugere. Det understøtter vores positive syn på den globale vækst, omend de pengepolitiske stramninger og den højere oliepris dæmper optimismen – ikke mindst i emerging markets. Diskussionen om og konsekvenserne af en handelskrig mellem USA og Europa/Kina er ligeledes negativ. Efter markedskorrekturen i første kvartal steg afdelingens indre værdi 6,3 pct. i andet kvartal, mens MSCI AC World steg 5,9 pct. Afkastet for første halvår er således 2,2 pct., mens verdensindekset steg 2,5 pct. Afdelingens afkast var drevet af en stigende dollar og store stigninger i relativt få internet- og teknologiaktier, bl.a. Alphabet, Facebook og Amazon. Facebooks aktiekurs er nu steget til over den kurs, hvor selskabet lå, da Cambridge Analytica-skandalen brød ud. Visa og Home Depot samt afdelingens ene investering i energisektoren, Royal Dutch Shell havde ligeledes et godt kvartal. Den senere tids svækkelse af tobaksaktierne fortsatte i kvartalet, men vi tror stadig på, at sektoren byder på attraktive og stabile afkast fremadrettet.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Strategien er fokuseret på at udvælge 25-30 unikke aktier, som vi mener vil gøre det godt på langt sigt. Stabile vækstselskaber med solide pengestrømme og balancer udgør knap halvdelen af porteføljen og kombineres med selskaber, der er eksponeret til høj strukturel vækst baseret på globale væksttemaer. De største temaer i porteføljen er p.t.: ”Emerging Markets” (9 pct.), ”Amerikansk boligmarked” (7 pct.) samt ”Forbundne liv”, hvis andel dog er reduceret med 5 pct. til 18 pct. i kvartalet. Reduktionen skal ses i lyset af, at vi befinder os i den sene fase af aktieopgangen, der startede for godt 9 år siden. Så selvom de økonomiske udsigter er gode de næste 1-2 år, og værdifastsættelsen er rimelig, har vi valgt at vægte den defensive del af porteføljen op, så stabile vækstaktier nu udgør 45 pct.

Omlægninger

Vi har valgt at sælge **Softbank**, som har en høj gæld, og cykliske **Taiwan Semiconductor (TSMC)** for at skabe plads til to selskaber inden for stabil vækst – **Coca-Cola** og **Unilever**. Coca-Cola har i dag et bredt sortiment af drikkevarer, der ventes at vokse stabilt med omkring 4 pct. årligt. Hertil kommer et potentiale for at forbedre marginerne og en særdeles aktionærvenlig ledelse med fokus på aktietilbagekøb og udbytter. Det samme gør sig gældende for Unilever, som fremstiller nogle af verdens bedst kendte husholdningsmærker fx. Dove, Knorr, og Lipton. Med 58 pct. af salget til den voksende middelklasse i emerging markets er dette en væsentlig drivkraft for selskabets vækst på 4-6 pct. årligt.

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 30.06.18 Udbytte afd. Akk. afd.

Formue (i 1.000 kr.)	3.819.656	277.886
Cirkulerende andele stk.	5.432.197	2.428.769
Udbytte	0,00	0,00
Indre værdi	702,74	114,41
Officiel kurs	704,90	115,40

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

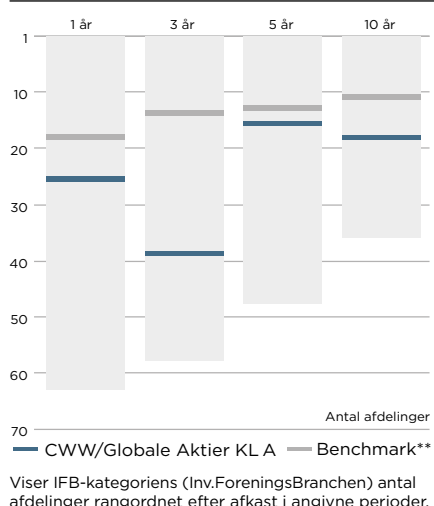
Afkast i pct./Merafkast i procentpoint*	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
C WorldWide Globale Aktier KL A	7,3	13,1	72,3	111,6	10,4
Benchmark**	8,4	20,7	74,4	134,2	6,8
Globale Aktier KL A merafkast ift. benchmark**	-1,1	-7,6	-2,1	-22,6	3,6

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	11,5	11,1	12,4	15,5
Std.afv. % p.a. benchmark**	10,9	9,9	12,2	15,0
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	0,4	1,0	0,5	0,4

Afkastudvikling (start indeks 100)*



Placering i IFB's afkaststatistik



Aktieporteføljen pr. 30.06.2018

	USA & Canada	Storbritannien	Kontinental-europa	Pacific	Emerging Markets	Total	Benchmark**
Energi		Royal Dutch Shell				5,1	6,8
Råvarer	Ecolab		CRH			5,1	5,3
Industri og service			Atlas Copco Legrand Siemens			6,4	10,5
Forbrugsgoder - cykliske	Amazon Home Depot			Bridgestone Sony	Naspers	15,3	12,4
Forbrugsgoder - defensive	Philip Morris Intl. Coca-Cola Co.	British American Tobacco	Nestlé Unilever			14,6	8,1
Medicinal	Thermo Fisher Scientific		Bayer Novo Nordisk			8,4	11,1
Finans	Citigroup First Republic Bank Wells Fargo			AIA Group	HDFC Ping An Insurance	23,3	17,5
Informations-teknologi	Alphabet Facebook Visa			Keyence		20,1	19,6
Telekommunikation						0,0	2,8
Koncessioneret service						0,0	2,9
Ejendomme				Sun Hung Kai		1,7	3,0
Total	45,6	9,2	18,3	15,2	11,7	100,0	-
Benchmark**	56,7	5,7	14,6	11,4	11,6	-	100,0

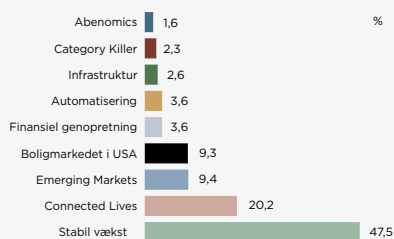
* Bemærkninger til afkast se næstsidsite side i denne publikation.

** 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. 30.06.2018



Status på kvartalet

Afdeling Globale Aktier Etik gav i årets andet kvartal et positivt afkast på 7,6 pct., hvilket var bedre end afdelingens benchmark, MSCI AC World, der i andet kvartal steg 5,9 pct. Afdeling Globale Aktier Etik sluttede således årets første seks måneder med et samlet afkast på 4,1 pct., hvilket er bedre end MSCI AC World, der er steget 2,5 pct.

Andet kvartal var præget af stigende beskæftigelse og udsigt til højere lønninger, hvilket understøtter vores positive syn på den globale vækst. Dog lægger de begyndende pengepolitiske stramminger og den stigende oliepris en dæmper på optimismen, og den begyndende handelskrig mellem USA og Europa/Kina vil kunne medvirke til øget volatilitet på de globale aktiemarkeder.

Afdelingens investeringer i Facebook, Amazon og Visa var blandt de væsentligste positive bidragsydere til porteføljens afkast i årets andet kvartal, ligesom en stigende dollar bidrog positivt.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Afdelingens fundament udgøres af stabile vækstelskaber, som er karakteriseret ved en førende markedspositionering og en stærk ledelse. Foruden de stabile vækstelskaber, investerer afdelingen i unikke selskaber, 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 British American Tobacco og Phillip Morris samt i selskaberne Royal Dutch Shell og Siemens – alle selskaber som afdeling Globale Aktier har investeret i. I stedet har vi valgt at investere i Ferguson samt Procter & Gamble.

Omlægninger

I årets andet kvartal foretog vi tre omlægninger. Vi solgte **Skanska** og investerede provenuet i det britiske selskab **Ferguson** – en af verdens førende distributører af VVS og varmemprodukter, som er markedsledende i Nordamerika, og vi ser fortsat positivt på den amerikanske byggebranche. Vi solgte ligeledes **Softbank** og **TSMC** og valgte at øge eksponeringen til defensive aktier ved at investere i **Coca-Cola** og **Procter & Gamble**, der begge er producenter af forbrugsvarer. Med sit brede sortiment af drikkevarer og fornyede produktstrategi forventes Coca-Cola at vokse stabilt med omkring 4 pct. årligt. Vi forventer ligeledes, at Procter & Gamble med en styrket produktportefølje samt omkostningsbesparelser og optimeringer vil kunne accelerere væksten.

Risikomærkning

Læs mere om risikomærkning på www.cww.dk

Fondskode

DK0060287217

Afdelingens start: 07.03.2011

Læs mere på: www.cww.dk/etik

Nøgletal

30.06.18

Formue (i 1.000 kr.)	593.083
Cirkulerende andele stk.	5.091.492
Udbytte	0,00
Indre værdi	116,49
Officiel kurs	117,30

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. Derudover har afdeling Globale Aktier Etik KL samme investeringsproces som afdeling Globale Aktier KL.

Inden der investeres i et nyt selskab, screenes selskabet af en ekstern konsulent, som sikrer, at selskaberne i porteføljen overholder de nævnte investeringsrammer.

Afkast i pct./Merafkast i procentpoint*	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
C WorldWide Globale Aktier Etik KL	8,8	11,9	75,2	-	10,2
Benchmark**	8,4	20,7	74,4	-	10,2
Globale Aktier Etik KL merafkast ift. benchmark**	0,4	-8,8	0,8	-	-

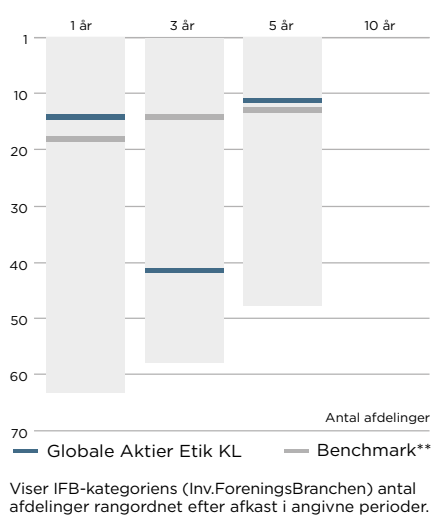
Risiko

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	11,1	10,9	-	10,8
Std.afv. % p.a. benchmark**	10,9	9,9	-	10,0
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	0,4	1,0	-	0,9

Afkastudvikling (start indeks 100)*



Placering i IFB's afkaststatistik



Aktieporteføljen pr. 30.06.2018

	USA & Canada	Storbritannien	Kontinental-europa	Pacific	Emerging Markets	Total	Benchmark**
Energi						0,0	6,8
Råvarer	Ecolab		CRH			6,9	5,2
Industri og service		Ferguson	Atlas Copco Legrand			6,5	10,5
Forbrugsgoder - cykliske	Amazon Home Depot			Bridgestone Sony	Naspers	16,2	12,4
Forbrugsgoder - defensive	Coca-Cola Co. Procter & Gamble		Nestlé Unilever			13,4	8,1
Medicinal	Thermo Fisher Scientific		Bayer Novo Nordisk			11,5	11,1
Finans	Citigroup First Republic Bank Wells Fargo			AIA Group	HDFC Bank Ping An Insurance	23,7	17,5
Informations-teknologi	Alphabet Facebook Visa			Keyence		20,1	19,6
Telekommunikation						0,0	2,8
Koncessioneret service						0,0	2,9
Ejendomme				Sun Hung Kai		1,7	3,0
Total	49,4	2,1	21,2	15,3	12,0	100,0	-
Benchmark**	56,7	5,7	14,6	11,4	11,6	-	100,0

* Bemærkninger til afkast se næstsidsite side i denne publikation.

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



Stabile Aktier

Status på kvartalet

Den nye regering i Italien, regeringskrisen i Tyskland pga. indvandringen og en begyndende handelskrig iværksat af USA har skabt politiske bekymringer. På trods af dette har de globale aktiemarkeder vist gode takter. Afdelingen steg med 7,3 pct., hvilket er 1,6 pct. bedre end benchmark, MSCI AC World Min. Volatility, der steg 5,7 pct. Den fortsat positive udvikling i verdensøkonomien understøtter indtjeningen i virksomhederne og dermed aktiekurserne.

Vi forventer en svag positiv udvikling for de stabile aktier i andet halvår 2018, da kombinationen af solid fremgang i indtjeningen og en attraktiv værdiansættelse skaber medvind. Dog er der også trusler fra stigende renter, et presset Italien, som skaber negative dønninger i Europa og en eskalerende handelskrig.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Afdelingen investerer i selskaber med en stærk konkurrencemæssig position og en stabil forretningsmodel. Det gør konjunkturudviklingen mindre afgørende for selskabernes indtjening. Vi stræber hele tid på at finde forskelligartede investeringer for at gøre porteføljen robust over for markedsudsving. Det er baggrunden for, at porteføljen må forventes at have mindre kursudsving end det globale aktiemarked generelt. Vi har eksempelvis investeret i Unilever, der er blandt verdens førende inden for husholdningsprodukter, produkter til personlig pleje og fødevarer. Blandt de mest kendte mærker er Biotex, Dove, Rexona, Knorr og Magnum. Unilever har 60 pct. af omsætningen på de nye markeder, hvilket indikerer gode langsigtede vækstmuligheder i takt med, at velstanden øges i disse områder. Et andet eksempel er UnitedHealth, der er det største sundhedsforsikringselskab i USA. Selskabet går forrest i kampen for at sænke de høje sundhedsomkostningerne i USA ved at sikre et bedre samspil mellem alle aktører i systemet.

Omlægninger

Vi har bl.a. investeret i amerikanske Crown Castle, der ejer telemaster til mobilkommunikation. Da forbrugerne efterspørger hurtigere netværk og bedre dækning, skaber det gunstige vilkår for selskabet. Ikke mindst betaler Crown Castle et stabilt og stigende udbytte på knap 4 pct.. Vi solgte den amerikanske bank JP Morgan efter en rigtig god kursudvikling, der hævdede værdiansættelsen til et for højt niveau. Banken har nydt godt af fremgangen i den amerikanske økonomi, og de stigende renter har øget nettorenteindtægterne væsentligt.

Risikomærkning

Læs mere om risikomærkning på www.cww.dk

Fondskode

DK0010312529

Afdelingens start: 01.10.2014

Læs mere på: www.cww.dk/stabil

Nøgletal

30.06.18

Formue (i 1.000 kr.) 165.255

Cirkulerende andele stk. 1.185.255

Udbytte 0,00

Indre værdi 139,43

Officiel kurs 139,70

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 foreningens 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 procentpoint*	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
C WorldWide Stabile Aktier KL	5,8	11,0	-	-	9,0
Benchmark**	5,1	21,0	-	-	10,7
Stabile Aktier KL merafkast ift. benchmark**	0,7	-10,0	-	-	-1,7

Risiko

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	9,6	-	-	10,2
Std.afv. % p.a. benchmark**	8,5	-	-	9,6
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	0,4	-	-	0,9

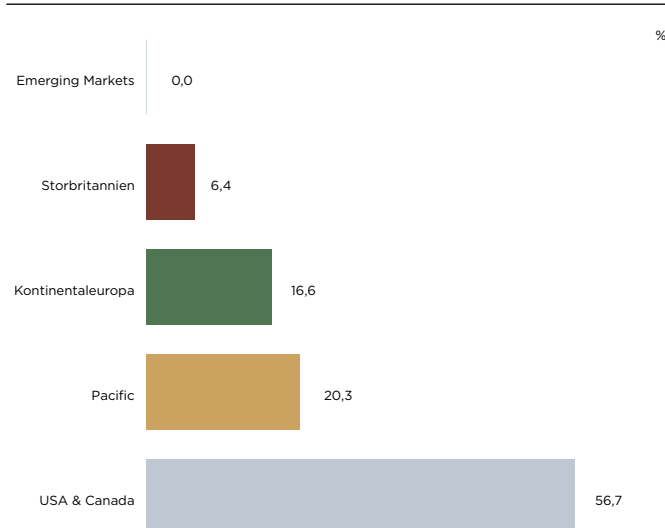
* Bemærkninger til afkast se næstsiderne i denne publikation.

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

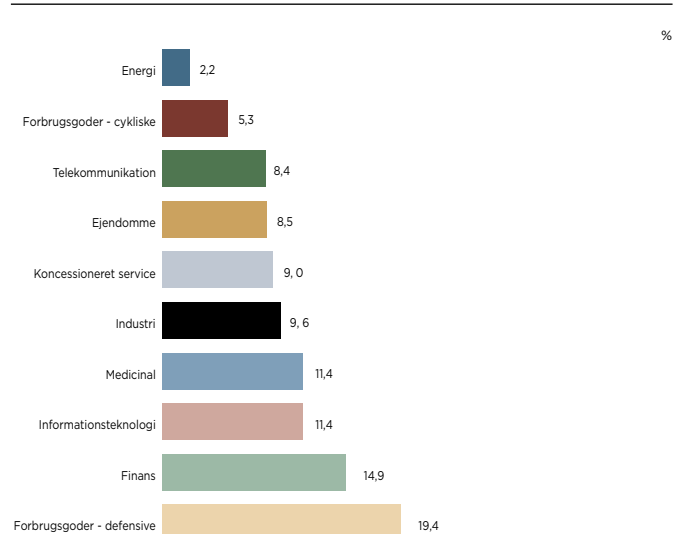
Afkastudvikling (start indeks 100)*



Geografisk fordeling af porteføljen pr. 30.06.18



Sektorfordeling af porteføljen pr. 30.06.18





Danmark

Status på kvartalet

Det danske aktiemarked steg med 2,5 pct. i andet kvartal – til sammenligning gav afdelingen et afkast på 2,3 pct. De største positive bidragsydere kom fra vores overvægt i GN Store Nord, Rockwool og SimCorp samt vores undervægt i Pandora og A.P Møller. De negative bidrag kom fra vores undervægt i Lundbeck, Ambu og Royal Unibrew samt vores overvægt i Vestas. Der er kun én ting, som de danske aktieinvestorer i øjeblikket bekymrer sig om, nemlig indtjenings- og kursmomentum. Investorerne køber de aktier, som har positivt momentum og sælger de aktier, som har negativt momentum. Ingen bekymrer sig om vurderingen af de pågældende aktier. F.eks. har vi i år set, at Ambus' vurdering på 12 måneders fremtidig indtjening er gået fra en P/E på ca. 55 til en P/E på ca. 110 – uden at den underliggende indtjening i selskabet eller fremtidsudsigterne er væsentligt forandret i forhold til for seks måneder siden. Der findes talrige andre eksempler på dette fænomen, hvor den højere prisfastsættelse ikke er forklaret af selskabsspecifikke forhold. Baggrunden for denne udvikling er, at vi er i den sene fase af en lang opgang på aktiemarkederne, hvor vi fortsat har meget lave renter og rigelig likviditet. Man fristes til at sige, at aktiemarkedet har ændret karakter – er i en ny fase. Vores erfaring tilsiger, at dette ikke er en permanent tilstand, hvorfor man ikke skal skrotte de traditionelle modeller for værdiansættelse, men så længe renten er lav og likviditeten rigelig, vil paradigmet formentlig bestå. Vi vil dog fortsætte med at vurdere om prisfastsættelsen er rimelig, da ”guld kan købes for dyrt”. Risikoen er ikke ubetydelig, når momentumstrategien bliver udfordret, og de udvalgte overvurderede aktier vender tilbage til et mere rimeligt niveau.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Porteføljen er overvægtet med ca. 12 procentpoint i cykliske aktier og undervægtet med ca. 15 pct. i defensive aktier, mens 3 pct. er i kontanter. Den cykliske overvægt er fordelt 55/45 mellem bankaktier og industriaktier. Undervægten af defensive aktier stammer fra en selskabsspecifik undervægt af Ørsted, Lundbeck og Novozymes og er således ikke drevet af en overordnet holdning til de to aktivklasser.

Omlægninger

Vi har benyttet kursfaldet i Danske Bank til at øge vores position. Hvidvaskningsagen og et generelt fald i bankaktierne har gjort aktiekursen på Danske Bank attraktiv. Samtidigt har vi reduceret undervægten i A.P. Møller, da kursfaldet langt om længe har bragt aktien i nærheden af en rimelig pris. Endelig har vi reduceret lidt i vores beholdninger i hhv. GN Store Nord og Genmab.

Risikomærkning

Læs mere om risikomærkning på www.cww.dk

Fondskode **DK0010249655**

Afdelingens start: 23.12.1998

Læs mere på: www.cww.dk/da

Nøgletal **30.06.18**

Formue (i 1.000 kr.)	706.558
Cirkulerende andele stk.	2.869.686
Udbytte	0,00
Indre værdi	246,21
Officiel kurs	245,90

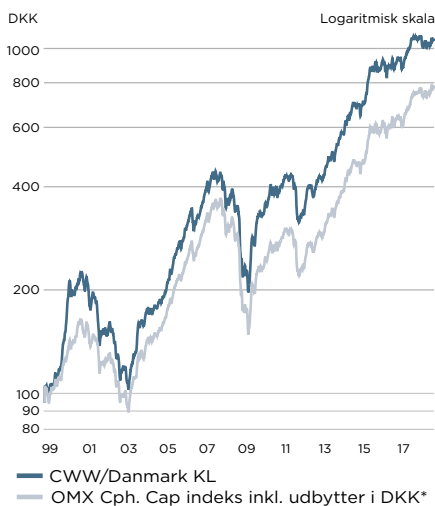
Investeringsfilosofi

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.

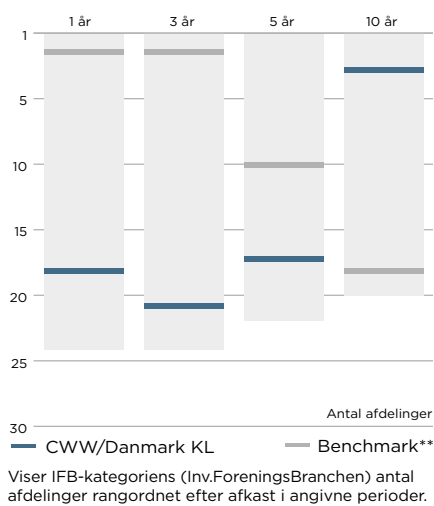
Afkast i pct./Merafkast i procentpoint*	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
C WorldWide Danmark KL	-1,5	22,2	122,1	198,6	12,8
Benchmark**	4,0	33,9	135,0	160,6	10,9
Danmark KL merafkast ift. benchmark**	-5,5	-11,7	-12,9	38,0	1,9

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	11,2	11,2	17,8	18,6
Std.afv. % p.a. benchmark**	10,8	10,8	17,3	16,8
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	0,6	1,4	0,6	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 porteføljeformidlere indgår i et tæt og åbent samarbejde med forvalterne af forningens øvrige afdelinger. Afdelingen investerer fortrinsvis i selskaber noteret på Nasdaq Copenhagen.

Aktieporteføljen pr. 30.06.2018

	Cyklisk vækst	Stabil vækst	Finansiell vækst	Total	Benchmark**
Energi				0,0	0,0
Råvarer				0,0	1,6
Industri og service	A.P. Møller-Mærsk DSV FLSmidth G4S ISS Nilfisk NKT Rockwool Intl. Vestas Wind Systems			36,8	24,2
Forbrugsgoder - cykliske	North Media TCM			1,3	3,1
Forbrugsgoder - defensive		Carlsberg Chr. Hansen Holding		9,6	7,6
Medicinal		Coloplast Genmab GN Store Nord Novo Nordisk William Demant		27,1	36,7
Finans			Danske Bank Jyske Bank Nordea Sydbank Tryg	21,2	17,3
Informationsteknologi	SimCorp Netcompany			4,0	1,4
Telekommunikation				0,0	0,0
Koncessioneret service				0,0	7,6
Ejendomsselskaber				-	0,5
Total	42,1	36,7	21,2	100,0	100,0

* Bemærkninger til afkast se næstsidsite side i denne publikation.

** 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

Andet kvartal var præget af volatilitet pga. den optrappede handelskrig mellem USA og Kina. Samtidigt har oliepriserne samt de globale renter været stigende, og den amerikanske dollar har været stærk. Faktorer, der hver for sig og tilsammen skaber modvind i de asiatiske aktier. Dette har i nogen grad afspejlet sig i afkastene, idet afdelingen faldt med 2,7 pct., mens benchmark, MSCI AC Asia ex Japan, faldt med 0,4 pct. Vi så fald i My EG og CIMB i Malaysia ifm. parlamentsvalget, som overraskede markedet. Ligeledes fortsatte nedgangen for Venture i Singapore. Omvendt klarede en række aktier i hhv. Indien og Kina sig positivt. Især SJM, Gruh Finance og Sunny Optical bidrog positivt.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Trods de ovennævnte modvinde er regionen fundamentalt set fortsat sund. Derfor fastholder vi den overordnede investeringsstrategi. Gennem de sidste 12 måneder har vi vægtet porteføljen mere defensivt og øget eksponeringen mod banker og forsikringsselskaber for at modvirke de stigende renter.

Vi har ikke foretaget direkte ændringer i forbindelse med den begyndende handelskrig, da udfaldet stadig er uklart. Dog har vi øget den tematiske fokusering på Kinas målsætning om "Made in China 2025", der betyder, at Kina ønsker at bevæge sig hurtigere op ad værdikæden med egen produktion af avancerede teknologier, hvilket delvist er årsagen til USA's ageren ift. handelskrigen. Efter ti dages besøg i Shenzhen står det os klart, at kineserne udvikler sig fantastisk hurtigt inden for moderne teknologi: kunstig intelligens, robotter, kommunikation, elektriske biler, halvledere osv.

Den overordnede tematiske fokusering i porteføljen er stadig på komponenter til smartphones, det kinesiske ejendomsmarked, finansiel inklusion i Indien og bilelektronik. Hertil kommer en række mindre temaer.

Omlægninger

Efter kursfald har vi øget i My EG, DBS, Beijing Ent. Water og Venture, da vi stadig ser positivt på disse selskaber. Ligeledes har vi gjort en række nye tilkøb inden for temaet "Made in China 2025" bl.a.: **Han Laser, SMIC, Hua Hong og Globalwafers**. Desuden har vi købt en velhaverbank i Kina, **CMB** samt **KB** i Korea. Som finansieringskilde har vi reduceret eller solgt: **Alibaba, Tencent, Baidu, ACC, Largan, Tung Thih, Chin-Poon, JG Summit, Lotte Chem, Hindustan Zinc, Sunny Opt., L&T og SCC**.

Risikomærkning

Læs mere om risikomærkning på www.cww.dk

Fondskode DK0060057644

Afdelingens start: 07.12.2006

Læs mere på: www.cww.dk/asien

Nøgletal

30.06.18

Formue (i 1.000 kr.)	1.634.804
Cirkulerende andele stk.	9.287.384
Udbytte	0,00
Indre værdi	175,89
Officiel kurs	176,30

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 procentpoint*	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
C WorldWide Asien KL A	6,9	22,7	83,2	193,1	8,2
Benchmark**	7,6	16,8	64,7	136,9	7,5
Asien KL A merafkast ift. benchmark**	-0,7	5,9	18,5	56,2	0,7

Risiko

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	15,9	14,3	18,0	18,9
Std.afv. % p.a. benchmark**	13,7	12,7	16,5	18,1
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	0,4	0,9	0,6	0,4

* Bemærkninger til afkast se næstsidside side i denne publikation.
 **Benchmark er MSCI AC Asia ex. Japan inkl. geninvesterede nettoudbytter i DKK.

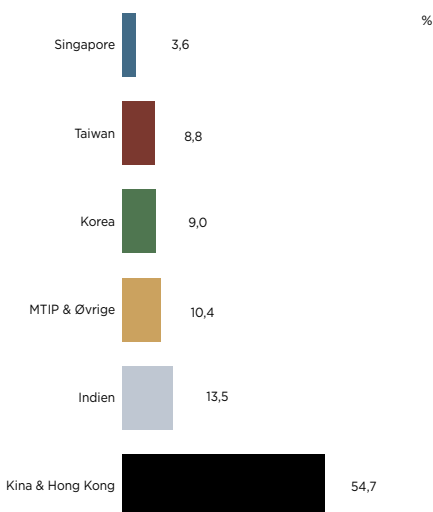
Afkastudvikling (start indeks 100)*



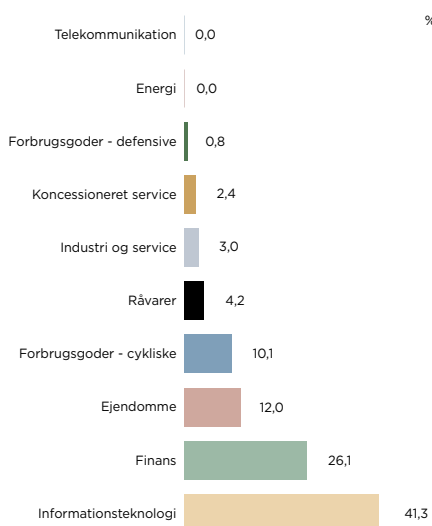
Placering i IFB's afkaststatistik



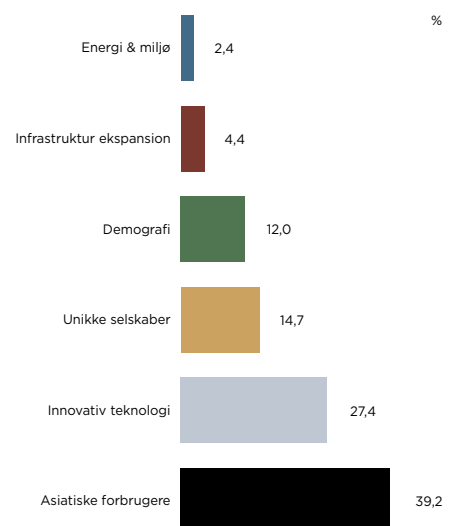
Geografisk fordeling af porteføljen pr. 30.06.18



Sektorfordeling af porteføljen pr. 30.06.18



Tematisk fordeling af porteføljen pr. 30.06.18





Emerging Markets

Status på kvartalet

Bekymringer omkring handelskrigen mellem USA og Kina prægede kvartalet, og markedet indregner nu i stigende grad en mere strukturel og langvarig konflikt. Samtidigt har oliepriserne samt de globale renter været stigende, og den amerikanske dollar har været stærk. På den baggrund faldt afdelingen med 3,4 pct. i kvartalet, mens MSCI Emerging Markets faldt 3,1 pct.. I løbet af kvartalet steg dieselpriiserne kraftigt. Dette gav anledning til en stor strejke blandt lastbilchauffører i Brasilien, som paralyserede landet og forhindrede levering af bl.a. brændstof og fødevarer. Derfor bidrog nogle af afdelingens brasilianske aktier negativt til performance. I Malaysia fik det overraskende valgresultat betydning, idet at vores eneste aktie i Malaysia, My EG, faldt betydeligt. En stor andel af deres forretning er regeringsopgaver, og valget af en ny regering har skabt usikkerhed om My EG's kontrakter. Vi vurderer dog, at selskabet har opbygget nogle unikke kompetencer, der vil sikre, at selskabet vinder nye kontrakter. Afdelingens mest positive bidrag kom fra GeoPark, som bl.a. leverer stærke produktionstal og etablerer partnerskaber med nationale olieselskaber. Naspers udviklede sig også positivt drevet af accelererende vækst i e-handelssegmentet og stigende transparens om de unoterede aktiver.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Porteføljen består af selskaber, der har en stærk finansiel position og ledelse, samt en solid forretningsmodel, der ideelt set understøttes af strukturelle vækstdrivere. Vi vurderer, at forbrugsvækst i udviklingslandene og innovativ teknologi er blandt de mest interessante vækstområder. Vi ser positivt på udviklingen i Kina, der har klare ambitioner om at bevæge sig op ad i værdikæden. Trods overordnede usikkerheder i en række udviklingsøkonomier tror vi, at der kan skabes gode afkast ved at fokusere på de lande, hvor der bliver skabt rammer for vækst, samt de mest solide væksttemaer og selskaber.

Omlægninger

I kvartalet købte vi **ICICI Prudential**, og vi solgte **Chin-Poon**, **Yatas**, **ASM Pacific**, **Banco do Brasil**, **China Construction Bank**, **Bank Tabungan Negara**, **Motherson Sumi**, **L&T** og **Beijing Enterprises Water (BEW)**. ICICI Prudential er en veldrevet virksomhed, der er velpositioneret ift. det underudviklede forsikringsmarked i Indien. Chin-Poon, ASM Pacific og Motherson blev solgt pga. usikkerhed om vækstudsigterne i de kommende år. Bekymringen for de tre frasolgte banker er konkurrencen fra et voksende antal fintechselskaber, som kan presse traditionelle banker på marginalen. Yatas blev solgt tidligt i kvartalet som følge af den forværrede makroøkonomiske situation i Tyrkiet. BEW blev solgt pga. usikkerhed omkring afgifter, der bliver pålagt miljørelaterede selskaber, samt manglende betaling af tilgodehavender fra regeringen.

Risikomærkning

Læs mere om risikomærkning på www.cww.dk

Fondskode **DK0015945166**

Afdelingens start: 01.10.2014

Læs mere på: www.cww.dk/em

Nøgletal

30.06.18

Formue (i 1.000 kr.)	80.000
Cirkulerende andele stk.	307.991
Udbytte	0,00
Indre værdi	259,75
Officiel kurs	258,60

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 dybdgående 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 procentpoint*	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
C WorldWide Emerging Markets KL	8,3	15,3	-	-	7,9
Benchmark**	5,9	12,2	-	-	6,2
Emerging Markets KL merafkast ift. benchmark**	2,4	3,1	-	-	1,7

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	14,8	-	-	14,5
Std.afv. % p.a. benchmark**	13,5	-	-	13,2
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	0,3	-	-	0,5

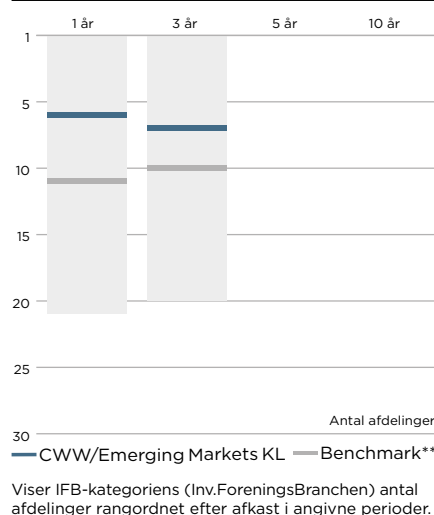
* Bemærkninger til afkast se næstsidside side i denne publikation.

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

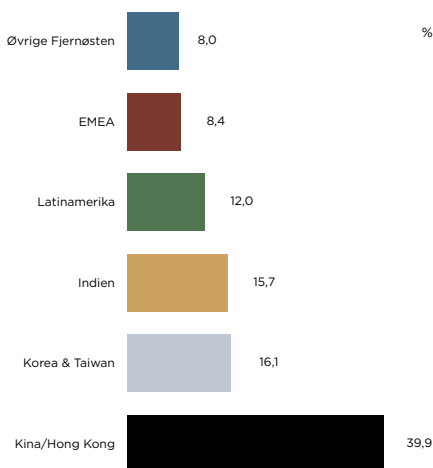
Afkastudvikling (start indeks 100)*



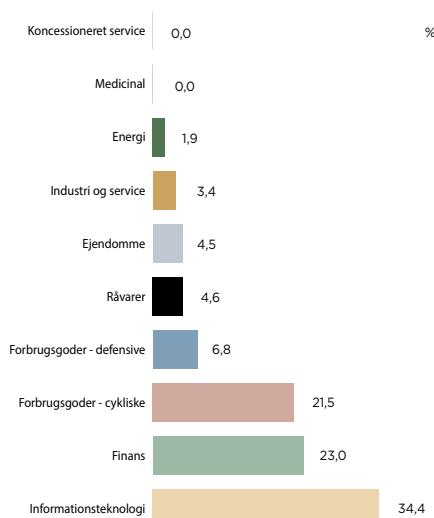
Placering i IFB's afkaststatistik



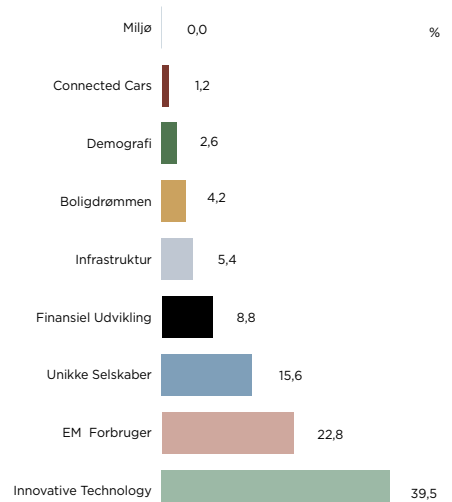
Geografisk fordeling af porteføljen pr. 30.06.18



Sektorfordeling af porteføljen pr. 30.06.18



Tematisk fordeling af porteføljen pr. 30.06.18



Én grundfilosofi – syv afdelinger

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

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

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

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

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

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

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

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

C WorldWides kerne- og vækstafdelinger



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

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

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

Investeringsforeningen C WorldWide

Bemærkninger til afkast

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

Risikomærkning af investeringsprodukter

C WorldWide er forpligtet til at risikomærke alle foreningens afdelinger, der alle har en gul mærkning, idet der er tale om investeringsforeningsbeviser.

For yderligere information henvises til foreningens hjemmeside www.cww.dk.

Andre praktiske oplysninger

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

Redaktionen er afsluttet den 13. juli 2018. Kvartalsorienteringen for 2. kvartal 2018 er udsendt til alle medlemmer den 30. juli 2018. Vi tager forbehold for trykfejl.

C WorldWide er en investeringsforening, som står for langsigtede og modstandsdygtige investeringer. Vores ambition er at skabe afkast, som ligger væsentligt over gennemsnittet på den lange bane.

Den ambition har fulgt os siden 1990, hvor foreningen blev stiftet.

Vi tror på, at vi kan skabe stærke resultater ved at identificere de bedste langsigtede aktier blandt verdens mange børsnoterede virksomheder. Denne søgen har været vores passion i næsten 30 år.

Vores investeringsfilosofi er enkel – vi har fokus på få aktier og få afdelinger. Dette fokus giver overblik og betyder, at hver enkelt aktie har afgørende betydning for porteføljernes udvikling. Den enkelthed motiverer os til at bruge al energi på at sikre, at de få udvalgte aktier i porteføljerne til enhver tid hører til blandt verdens bedste.

C WorldWide har et af de mest stabile og erfarne forvalterteams i verden, og kernen i teamet er næsten uændret siden 1990. Derfor er det de samme mennesker, som siden starten har holdt fast i vores langsigtede værdier: **Fokus, Stabilitet og Passion.**

Alle C WorldWides afdelinger bygger på de samme grundlæggende principper. Vi tror på aktiv 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.

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

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

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

Artikler i kvartalsorienteringen må ikke gengives eller videredistribueres helt eller delvist uden CWWs forudgående skriftlige samtykke. Historiske afkast er ikke en garanti for fremtidige afkast.

INVESTERINGSFORENINGEN C WORLDWIDE

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