

KINA TRÆDER IND PÅ VERDENSSCENEN

AUTOMATISERING OG
ERFARINGER FRA JAPAN

KINAS LUKSUSFORBRUG

KVARTALS-
ORIENTERING
NR 3 | 2018





Indholdsfortegnelse

04	Leder
06	Kina træder ind på verdensscenen
08	Automatisering og erfaringer fra Japan
10	Kinas luksusforbrug
12	Forventninger til aktiemarkedet
14	Globale Aktier KL
16	Globale Aktier Etik KL
18	Stabile Aktier KL
20	Danmark KL
22	Asien KL
24	Emerging Markets KL
26	Én grundfilosofi – syv afdelinger
27	Investeringsforeningen C WorldWide



Leder

Kære investor

Den sene fase af opgangen på aktiemarkederne

Det er sent, men lysene er endnu ikke slukkede. Sådan fristes man til at beskrive den nuværende situation på aktiemarkederne. Vi er i den sene fase af en ni-årig opgang på aktiemarkederne, hvilket øger usikkerheden. Dette kom bl.a. til udtryk primo oktober, hvor de globale aktiemarkeder er faldet ca. fem procent. Dog er verdensøkonomien og virksomhedernes indtjening generelt stærk, særligt drevet af USA. Dette er positivt for aktiemarkederne. Dilemmaet særligt for obligationsinvestorer er, at den stærke økonomi lægger pres på renterne, hvilket giver udsigt til kurstab på obligationsinvesteringer. Derfor anbefaler vi derfor i øjeblikket en balanceret investeringstilgang.

USA drev aktiemarkederne i kvartalet

De amerikanske selskaber fortsætter med at præstere, og vi venter en indtjeningsfremgang på mere end 20 pct. i år. Dette er drevet af skattelettelser og en stærk indenlandsk økonomi. På den baggrund lagde de amerikanske aktier sig i spidsen i tredje kvartal med en stigning på ca. 8 pct. Omvendt så vi kursfald i Asien og emerging markets, hvor særligt handelskrigen mellem USA og Kina og de stigende renter havde negativ indflydelse. Samlet set steg verdensindekset 4,9 pct. i kvartalet.

Afkastudviklingen i vores afdelinger var generelt lidt lavere end markedets. For de globale afdelinger har vi set en lidt svagere udvikling særligt for vores stabile vækstselskaber, da høj økonomisk vækst og stigende renter midlertidigt fjernede investorenes interesse for disse selskaber. For afdelingerne Asien og Emerging Markets har vores investeringsfokus på Kina og Indien ikke bidraget positivt i indeværende år. Vores investeringsfilosofi er langsigtet, og vi anvender langsigtede trends og investeringstemaer til at guide os i vores investeringsvalg. Vi er som nævnt nu i den sene fase af aktieopgangen, hvorfor vi har valgt at sænke risikoen i investeringsporteføljerne ved at øge andelen af de mere defensive stabile vækstselskaber. På trods af årets modgang i forhold til markedet har vi erfaring for, at den tematiske og strukturelle investeringstilgang er den rette til at skabe langsigtede attraktive afkast, hvor risikoprofilen ikke er højere end markedets.

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

Kina i fokus

Intensiveringen af handelskrigen mellem Kina og USA trækker mange medieoverskrifter. Vi ser imidlertid præsidents Trumps konfrontation med Kina, som et symptom på noget større – nemlig USA's erkendelse af, at Kinas globale ambitioner på sigt vil true USA's magtposition. På kort sigt rammes Kina hårdest af handelstarifferne, hvilket har medvirket til, at det kinesiske aktiemarked har været et af de svageste markeder i år. Men når næste kapitel skal skrives, står Kina i en stærk position i takt med, at landet styrker sin storpolitiske indflydelse og bevæger sig opad i den industrielle værdikæde. Læs mere om dette i temaartiklen ”Kina træder ind på verdensscenen”.

Endelig fortsætter vi vores artikelserie om investeringskonsekvenserne af de demografiske ændringer. Denne gang sætter vi fokus på erfaringerne fra Japan i forhold til automatiseringstrenden samt investeringsmulighederne fra Kinas boom i luksusforbruget. Vi bringer de to sidste artikler i denne serie i næste kvartalsorientering, men allerede nu kan du læse dem på vores hjemmeside www.cww.dk/nyhedscenter.

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

Bo Knudsen Tim Kristiansen

Resultat 3. kvartal 2018

Afdeling	Afkast 3. kv.	Benchmark 3. kv.	Afkast 09/2018	Benchmark 09/2018
Globale Aktier KL	2,3%	4,9%	4,6%	7,5%
Globale Aktier Akk. KL	2,3%	4,9%	5,0%	7,5%
Globale Aktier Etik KL	3,8%	4,9%	8,0%	7,5%
Globale Aktier Stabil KL	5,3%	6,4%	7,1%	9,2%
Danmark KL	1,6%	1,9%	2,8%	4,7%
Emerging Markets KL	-4,4%	-0,5%	-9,6%	-4,4%
Asien KL	-5,5%	-1,0%	-10,4%	-2,9%

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 porteføljeformidlere holder dig opdateret om udviklingen inden for langsigtede investeringstrends.

Med C WorldWides nyhedsbrev får du:

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

Tilmeld dig nyhedsbrevet på forsiden af cww.dk.

Kina træder ind på verdensscenen

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

Handelskrigen mellem USA og Kina præger medierne og udviklingen på aktiemarkederne. Som langsigtede investorer ser vi dog handelskrigen som et symptom på noget større, nemlig et tektonisk magtskifte, hvor traditionelle politikker, økonomier, sikkerhedsaftaler og samfundsforhold forandres.

Den gamle verdensorden er langsomt ved at nedbrydes, og en ny anes i horisonten. Kina har vist sig at være en formidabel og indflydelsesrig konkurrent på de økonomiske, politiske og militære områder. Dette har ført til Trump-administrationens erkendelse af, at det gamle paradigme med et konstruktivt samarbejde mellem Kina og USA ikke længere er holdbart. USA er nu i langsigtet konkurrence med Kina om det globale teknologiske og militære lederskab – og dermed det økonomiske verdensherredømme.

Handelskrigen er et symptom på Kinas ambitioner
Præsident Xi Jinping har tre langsigtede politiske prioriteter:

1. **"One Belt, One Road"-initiativet**, som er en udbygning af en netværksinfrastruktur, der binder Kina sammen med Europa, Afrika og Asien.
2. **Udvikling af militærteknologi** i tæt samarbejde mellem staten og private selskaber.
3. **"Made in China 2025"**, som er en ambitiøs plan, hvor målsætningen er, at Kina skal være globalt dominerende i 2025 inden for 10 udvalgte industriområder. Målet med "Made in China 2025" er, at Kina skal bevæge sig opad i værdikæden særligt inden for teknologiske produkter. Herved reducerer Kina samtidigt sin afhængighed af vestlige strategiske konkurrenter.

I dag har Kina allerede en række førende og dominerende internetselskaber, men længere nede i værdikæden står de kinesiske selskaber ofte lidt svagere i den internationale konkurrence. Dette er baggrunden for, at Kina i dag har et stort underskud i forhold til udlandet, når man ser på licensbetalinger for patenter. Fremadrettet ville dette billede dog ændre sig. De kinesiske teknologiselskaber har generelt set en høj profitabilitet, og væksten i både salg og indtjening

er høj. Dette er bl.a. baggrunden for, at Kina over de seneste 10 år har kunnet investere massivt i forskning og udvikling. Kina investerer allerede i dag mere i forskning og udvikling end hele EU, og Kina vil sandsynligvis overgå USA i 2020.

” Handelsspændinger er symptomer på noget større, et tektonisk skifte af magt og en løbende revurdering af, hvordan traditionel politik, økonomier, sikkerhedspakter og samfundsmæssige forhold vil blive forstyrret.

Et af de vigtige indsatsområder er inden for kunstig intelligens (Artificial Intelligence, AI). AI bliver en afgørende grundsten i Kinas økonomiske udvikling de næste årtier, og udviklingen bliver fremmet via offentlige investeringer og en meget lempelig regulering. Imports substituerende, hvor kinesiske virksomheder køber fra lokale virksomheder frem for at importere fra udlandet, vil være en anden markant faktor, der understøtter udviklingen af den kinesiske teknologisektor.

Overvej eksponering til lokale kinesiske aktier

Kinas stålsatte ambitioner om at bevæge sig opad i den industrielle værdikæde har afgørende investeringsmæssige implikationer. På sigt vil dagens ledende vestlige selskaber blive udsat for en massiv konkurrence, når nye kinesiske selskaber med et stærkt fundament fra et stort hjemmemarked søger international ekspansion. Det vil blive en kamp om markedsandele, og resultatet vil være deflationært med pres på vestlige selskaber.

” På sigt vil dagens ledende vestlige selskaber blive udsat for en massiv konkurrence, når nye kinesiske selskaber med et stærkt fundament fra et stort hjemmemarked søger international ekspansion.



Som aktieinvestor er det vigtigt at forstå denne udvikling. I et porteføljeperspektiv er det over det kommende årti vigtigt at være eksponeret til Kinas skelsættende ambitioner gennem investeringer i lokale kinesiske virksomheder. Tidligere var vestlige investorer udelukket fra investeringer i lokale kinesiske virksomheder, men disse restriktioner begynder nu at blive lempet.

LÆS VORES PERSPEKTIV

Denne artikel er et ekstrakt af en større artikel, vi har skrevet om emnet. Klik på linket for at læse den fulde artikel (på engelsk): ["Made In China 2025 - Global Ramifications Of China Taking The Center Stage"](#).



Automatisering og erfaringer fra Japan

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, som vi finder vigtige, muligvis overser andre vigtige områder, der vil påvirke 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 automatisering og erfaringer fra Japan.

Erfaringer fra Japan

Den største demografiske udvikling er ikke, at den globale befolkning vokser, men at vi bliver ældre. Det er en proces, der langsomt og sikkert – som en gletsjers bevægelse – permanent vil ændre verdens økonomier. Japans demografiske udvikling er et godt eksempel, men også en indikator på, hvad der vil ske i mange vestlige samfund i de kommende årtier. Den japanske regering forventer, at landets arbejdsstyrke i alderen 15-64 år vil falde fra ca. 66 mio. i 2013 til ca. 38 mio. i 2060, og at behovet for sundhedspersonale vil udgøre op mod 25 pct. af arbejdsstyrken omkring 2050. Hertil kommer, at Japan allerede er udfordret af et presset arbejdsmarked. I april 2018 steg jobtilbuddene til 2,4 per jobansøger – det højeste siden januar 1974 – delvist på grund af nedgangen i arbejdsstyrken. Desuden er manglen på sundhedspersonale allerede udtalt, idet antallet af ledige stillinger er det firedobbelte af antallet af ansøgere til sektoren.

Disse forudsigelser om en demografisk katastrofe er ikke nødvendigvis så stor en udfordring som frygtet, eftersom en aldrende befolkning ikke nødvendigvis fører til langsommere vækst pr. indbygger.

Den realøkonomiske vækst har blot været ca. 15 pct. siden 2000 – dvs. under 1 pct. om året, hvilket umiddelbart kan få Japan til at fremstå som en af de mindst dynamiske af verdens førende

økonomier. Men set i lyset af landets demografiske udvikling, hvor Japans arbejdsstyrke er faldet med næsten 1 pct. om året siden starten af dette århundrede – er det faktisk et bemærkelsesværdigt resultat. Japans realvækst pr. indbygger i den arbejdsdygtige alder er derfor tæt på 2 pct. – dvs. væsentlig højere end i USA og Europa. Væksten i den amerikanske økonomi har siden 2000 været mere end 35 pct., men landets arbejdsstyrke samtidigt steget, så den årlige realvækst pr. person i arbejde ender faktisk på ca. 1 pct.

Japan har forstået at maksimere potentialet i en faldende arbejdsstyrke. Arbejdsløsheden er i dag rekordlav på under 3 pct., og næsten 80 pct. af de arbejdsdygtige har et job. Dette er i forhold til ca. 70 pct. i Europa og USA. I Japan arbejder 23 pct. af befolkningen over 65 år, og dette tal er steget støt siden 2010. Som kontrast er det tilsvarende tal i Italien og Frankrig ca. 3-4 pct. Andelen af kvinder i arbejde er også steget kraftigt og er nu ca. 68 pct., hvilket er højere end OECD-gennemsnittet på ca. 64 pct. Andel af kvinder i arbejde i Frankrig er i dag på ca. 68 pct., mens Italien igen ligger lavt med ca. 55 pct.

” Japan har forstået at maksimere potentialet i en faldende arbejdsstyrke. Arbejdsløsheden er i dag rekordlav på under 3 pct., og næsten 80 pct. af de arbejdsdygtige har et job.

På trods af Japans demografiske modvind, har landets økonomi klaret sig så godt, at landet vil blive en fremtidig rollemodel for mange europæiske lande.

Automatisering er vigtig i et aldrende samfund

En yderligere årsag til Japans succes er automatisering. Siden de tidlige 1990'ere har der ingen sammenhæng været mellem højere gennemsnitlig befolkningsalder og lavere BNP. Undersøgelser viser, at dette generelt skyldes større brug af teknologi i lande, der oplever markante demografiske ændringer. Det er bl.a. kendetegnet for lande som Tyskland, Sydkorea og Japan, der har en aldrende befolkningsudvikling, og samtidigt har disse lande den mest udbredte brug af industrielle robotter set i forhold til arbejdsstyrken.

Verden over vil det stigende demografiske pres få landene til at aktivere en større del af den potentielle arbejdsstyrke. Særligt vil servicesektoren og industrien i stigende grad kæmpe for at finde kvalificeret arbejdskraft, hvorfor det er naturligt at prøve at tiltrække kvindelig arbejdskraft, at udskyde den effektive pensionsalder og udnytte ny teknologi til at effektivisere.

Japan har høstet mange af de lavthængende frugter med udvidelsen af arbejdsstyrken. Dette giver optimisme i forhold til at mindske de negative effekter ved en aldrende befolkning i Europa. Dette fører til den klassiske diskussion om, hvorvidt ny teknologi øger arbejdsløsheden eller beskæftigelsen – en diskussion der har raset lige siden, Ludditterne (britiske arbejdere, der i begyndelsen af 1800-tallet organiserede opstande mod indførelse af nye maskiner) ødelagde tekstilmaskiner for 200 år siden. Mange frygter, at ”det bliver anderledes denne gang” godt hjulpet af en ofte citeret afhandling af de to Oxford-akademikere, Carl Frey og Michael Osborne, som viser, at knap halvdelen af alle amerikanere har et job, der vil være udsat for automatisering inden for de næste 20 år. Omvendt viser undersøgelser fra analyseinstituttet Centre for European Economic Research, at kun ca. 10 pct. risikerer automatisering af deres job, da de fleste funktioner også består af opgaver, der ikke kan varetages af maskiner. Samtidigt er der i særligt den vestlige presse skabt et skræmmebillede af, at udviklingen af robotter vil skabe global arbejdsløshed.

En anden frygt er en fremtidig mangel på arbejdskraft som konsekvens af den demografiske udvikling. Det er dog ulogisk at frygtebeggetingsamtidigt. Uansethvordanfremtidenvilformesig, vil selskaber inden for automatisering have store vækstmuligheder. De har historisk klaret sig godt og vil opleve endnu mere medvind i årene fremover i takt med, at verdens befolkning bliver ældre.



Kinas luksusforbrug

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

I denne artikel om den demografiske udvikling fokuserer vi på demografiens indflydelse på det kinesiske luksusforbrug.

Kina, deres rige børn og luksusforbruget

Det siges, at demografi allerede i dag har bestemt fremtiden. Og ikke engang Kina kan med afskaffelsen af ét-børnspolitikken ændre dette. I 2017 blev der født omkring 17,2 mio. børn i Kina, hvilket er ca. 630.000 færre end i 2016. Og for første gang var over halvdelen af de nyfødte ikke førstefødte. Da to-børnspolitikken blev introduceret i 2016, forudsagde både politikere og akademikere, at der i 2017 ville være over 20 mio. nyfødte. Men den totale fertilitetsrate var også lavere, og Kina vil have færre kvinder i den fødedygtige alder i mange år fremover. Derfor vil antallet af nyfødte falde.

Siden 1960 er den forventede levealder i Kina steget fra 45 år til 75 år, og landet kæmper med det, der har fået tilnavnet "fire-to-én"-fænomenet – fire bedsteforældre, to forældre og et barn. De langsigtede konsekvenser ved denne ekstreme familiestruktur er problematiske, da dette ene barn bærer hele ansvaret for at forsørge de ældre. Men på kort til mellemlangt sigt vil der være et stærkt investeringstema, da velstanden til at begynde med overføres fra de mange ældre til de få unge, ligesom den store indkomstmæssige ulighed betyder, at de yngre generationer i byerne har langt flere penge til rådighed, end tidligere. Derfor mener vi, at vi kun har set

begyndelsen på efterspørgslen af luksusvarer i Kina. Kinesiske forbrugere er dem, der køber flest luksusbiler og øvrige luksusvarer i verden. Undersøgelser viser, at mange af disse køb foretages af et overraskende lille højtforbrugende segment i befolkningen på omkring 5-7 mio. kinesere, og at yderligere 60 mio. kinesere jævnligt vil købe luksusvarer.

” Man regner med, at antallet af købestærke kinesiske luksusforbrugere vil stige med 22 pct. årligt til 30 mio. frem til 2026.

Disse storforbrugere af luksusvarer har "kun" en gennemsnitlig årlig husstandsindkomst på USD 58.000 (svarende til ca. DKK 370.000), men opretholder alligevel et forbrugsmønster, der mest af alt ligner en vestlig millionær. Dette skyldes, at den ældre generation typisk bidrager økonomisk til den yngre generations finansiering af f.eks. hus, uddannelse, forsikringer, bil mm., hvorfor den yngre generation har et langt større rådighedsbeløb. Man regner med, at antallet af købestærke luksusforbrugere vil stige med 22 pct. årligt til 30 mio. frem til 2026.

Da Kina i 2008 var vært ved De Olympiske Lege i Beijing, stod de kinesiske forbrugere for kun 12 pct. af det globale luksus-

forbrug. I de efterfølgende otte år kom mere end 75 pct. af den samlede vækst i luksusforbruget, svarende til over USD 65 mia., fra de kinesiske forbrugere. I 2025 vil de kinesiske forbrugere købe luksus svarende til, hvad de franske, italienske, japanske, britiske og amerikanske markeder tilsammen brugte på luksusvarer i 2016. Dette svarer til 44 pct. af det totale globale marked. Vi forventer, at dette vil støtte en vedvarende efterspørgsel på luksusmærkevarer, og at de europæiske eksklusive mærkevarerelskaber samt selskaber inden for spilindustrien i f.eks. Macau vil gøre det godt.

Voksende asiatisk middelklasse

Frem til 2030 vil verden transformere sig i takt med, at den økonomiske tyngdekraft flytter østpå. Det anslås, at den globale middelklasse i 2017 var på mere end 3,3 mia. mennesker, og den vil ifølge analyseinstituttet Brookings vokse med mindst 140 mio. mennesker årligt i de kommende år. 88 pct. af tilvæksten i middelklassen bor i Asien.

I perioden fra 1950-80, da middelklassen voksede i USA, Europa og Japan, blev levevilkårene i byerne forbedret, infrastrukturen blev udbygget, uddannelsessystemerne opnåede statsstøtte, og der blev bygget billige boliger og indført socialreformer som bl.a. sundhedsvæsen og pension. Indtil for nylig har lande som Kina og Indien kun implementeret ganske få af denne type reformer. I takt med at middelklassen vokser, vil der dog komme øget fokus på disse områder. Dette vil bl.a. indebære boligstøtte til de fattige, og flere og flere i middelklassen vil allokere en stigende andel af deres indkomst til livsforsikringer og private sundhedsforsikringer – områder, som vi på langt sigt finder meget interessante.



Frem til 2030 vil verden transformere sig i takt med, at den økonomiske tyngdekraft flytter østpå.

De fleste steder i Asien er forsikringsbranchen en relativt ung sektor. Forsikring er derfor ofte et politisk fokusområde i de asiatiske lande, og mange lande har klart definerede målsætninger, hvor Kina eksempelvis ønsker at opnå en samlet forsikringsdækning på 5 pct. af BNP inden 2020. Malaysia ønsker, at 75 pct. af befolkningen skal være dækket af en forsikring. Vi mener derfor, at de demografiske ændringer skaber en langsigtet medvind for forsikringsselskaberne i Asien.

Demografi skaber medvind for forbrug af luksusvarer

Èt-barnspolitikken i Kina og den hastigt voksende middelklasse i Asien giver medvind til forbruget af luksusvarer. Dem, der nyder bedst af dette, er bl.a. Vestens eksklusive mærkevarerelskaber, asiatiske forsikringsselskaber og selskaber inden for spilindustrien.



Forventninger til aktiemarkedet

Det er sent, men lysene er endnu ikke slukkede. Sådan fristes man til at beskrive den aktuelle situation på aktiemarkedene. Ingen tvivl om at vi er i den sene fase af en nu ni-årig opgang på aktiemarkedene siden bunden i 2009. Dette øger risikoen og giver højere usikkerhed. Dog tror vi fortsat på potentialet i aktiemarkedet, og nogle gange oplever man faktisk i den sene fase større stigninger end umiddelbart ventet – ofte drevet af momentum og vækst. Dilemmaet for obligationsinvestorer er omvendt, at udsigten til stigende renter giver udsigt til kurstab. Alt i alt anbefaler vi en balanceret investeringstilgang.

Grundlæggende er vi fortsat positive på udsigterne for den globale økonomi i særdeleshed drevet af USA og Kina, mens Europa kæmper med strukturelle udfordringer, hvor f.eks. krisen i Italien kun ser ud til at forværres. Den globale vækstrate ligger i øjeblikket på lidt over 3 pct. Et niveau som meget vel kan fortsætte i 2019. Ifølge analyser fra Citigroup er der udsigt til en global fremgang i virksomhedernes indtjening på omkring 16 pct. i 2018, hvor de amerikanske virksomheder ventes at øge indtjeningen med 22 pct., mens væksten i emerging markets er ca. 14 pct., og de europæiske selskaber er nede på en vækstrate på ca. 10 pct.

Denne indtjeningsvækst er højere end årets hidtidige stigninger på aktiemarkedene, hvilket resulterer i en faldende værdiansættelse. Den globale prisfaste sættelse er således faldet knap 15 pct. i år, hvor markederne ifølge Citigroup nu handler omkring 18 gange den historiske indtjening (P/E). Til sammenligning er det historiske gennemsnit omkring 17 gange.

Den lavere værdiansættelse skal bl.a. ses i lyset af centralbankernes begyndende stramning af den lempelige pengepolitik. Den amerikanske centralbank har i denne cyklus hævet renten otte gange og mindsker nu for alvor balancen (beholdningen af obligationer) med ca. USD 50 mia. om måneden. Den europæiske centralbank er tilsvarende begyndt at nedtrappe deres opkøb, og vi kan se frem til en afvikling ved udgangen af året. Situationen er

” Vi ser de stigende renter som en effekt af den høje økonomiske vækst, hvorfor stigningen primært er en normalisering af de historisk lave realrenter.

dermed, at de globale centralbanker – for første gang i ti år siden de markante opkøbsprogrammer blev iværksat – samlet set nu mindsker deres obligationsbeholdninger.

Parallelt med denne udvikling fortsætter de lange amerikanske renter med at stige, hvor den 10-årige rente aktuelt ligger omkring 3,2 pct. mod ca. 2,4 pct. i starten af 2018. Stigende renter er som udgangspunkt et faresignal, særligt hvis det skyldes stigende inflation. Vi ser dog primært de stigende renter som en effekt af den høje økonomiske vækst, hvorfor stigningen primært er en normalisering af de historisk lave realrenter. Tilsvarende er der ikke sket nogen nævneværdig udvidelse af kreditspændene på virksomhedsobligationerne, hvilket ville have været et faresignal for aktiemarkedene.

Som aktieinvestor udgøres den største risiko af udsigten til en økonomisk recession, hvilket vil medføre kursfald. En af vores nøgleindikatorer for en mulig recession er forskellen mellem de korte og de lange renter – altså strukturen af rentekurven. Hvis de korte renter er højere end de lange, er dette en god historisk indikator på en kommende recession. Selv om forskellen er indsnævret med den amerikanske centralbanks renteforhøjelser, har vi ikke denne situation endnu. Samtidigt ser vi stadig et godt vækstpotentiale i den amerikanske økonomi drevet af en positiv indkomstudvikling, stigende investeringer og stimulerende effekter af præsident Trumps skattelettelser. Det er i dette lys, at vi fortsat er moderat positive på aktieudsigterne. Værdiansættelsen vil nok fortsætte med at falde, hvorfor stigningerne kan blive lavere

end indtjeningsudviklingen i virksomhederne. Kraftigt stigende renter vil være en trussel for de økonomiske vækstudsigter, men vi tror, at centralbankerne vil være afmålte i deres normaliseringsbestræbelser.

Handelskrigen rammer emerging markets hårdt

Handelskrigen mellem Kina og USA har kun haft begrænset realøkonomisk indflydelse og markedseffekt i USA, mens emerging markets (EM), aktiemarkederne og Kina i særdeleshed har været hårdt ramt med gennemsnitlige kursfald på omkring 5 pct. Kombinationen af frygt for lavere olieeksport fra Iran som en konsekvens af de amerikanske sanktioner mod landet og en generelt stigende olieefterspørgsel, har skabt stigende oliepriser, der har ramt flere olieimporterende EM-lande hårdt, herunder Indien.

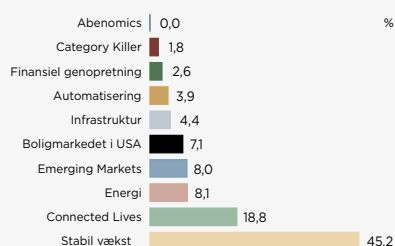
Vi ser primært denne modvind som et midlertidigt fænomen, der ikke har undermineret de strukturelle vækstudsigter for særligt reformlandene. I temaartiklen "Kina træder ind på verdensscenen" beskriver vi bl.a. effekterne af Kinas bevægelse opad i den industrielle værdikæde. Årets kursfald i EM kombineret med fortsat vækst i regionen betyder, at mange af aktiemarkederne nu handles på attraktive niveauer for en langsigtet investor. F.eks. handles de asiatiske aktier til en kurs/indre værdi på ca. 1,5 gange, hvor det langsigtede gennemsnit er omkring 1,8 gange. Det er meget sjældent at værdiansættelsen kommer under 1,3 gange, og dette niveau rammes som regel kun under større kriser.

” Vi ser primært handelskrigen mellem USA og Kina som et midlertidigt fænomen, der ikke har undermineret de strukturelle vækstudsigter for særligt reformlandene i emerging markets.



Globale Aktier

Temaoversigt pr. 30.09.2018



Status på kvartalet

Det amerikanske aktiemarked fortsatte de gode takter i tredje kvartal drevet af robust økonomisk vækst og gode selskabsrapporter. De store skattelettelser og et stærkt arbejdsmarked har været understøttende for den amerikanske økonomi, og indtil videre bekymrer den amerikanske centralbanks renteforhøjelser ikke investorerne. De europæiske aktiemarkeder kunne ikke følge med, og de fleste store markeder endte kvartalet med små stigninger eller fald som i Storbritannien, Spanien og Italien. Den stigende populisme i Italien samt udsigten til et snarligt Brexit er blandt hovedårsagerne. USA's trusler om handelsrestriktioner trak også ned og har i år særligt ramt aktiemarkederne i emerging markets. Afdelingens indre værdi steg med 2,3 pct. i kvartalet, hvor MSCI AC World steg 4,9 pct. For 2018 har afdelingen opnået et afkast på 4,6 pct., hvilket er under MSCIs 7,5 pct. Trods gode kvartalsafkast fra Visa, Amazon, Thermo Fisher og Sony blev de mere end opvejet af kursfald i bl.a. HDFC, Facebook og Bayer. Vi vurderer dog fortsat, at alle tre selskaber har gode udsigter fremadrettet.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Vi mener stadig, at vi befinder os i den sene fase af en ni-årig aktieopgang, og samtidigt peger de amerikanske vækstudsigter fortsat opad, ligesom den generelle værdifastsættelse ser fornuftig ud. Vi er derfor moderat positive på udsigterne, men større korrektioner er sandsynlige. Vi udvælger 25-30 unikke aktier, som vi mener, vil gøre det godt på langt sigt. Stabile vækstselskaber med solide pengestrømme og balancer (f.eks. Novo Nordisk, Nestlé og AIA Group) udgør 45 pct. af porteføljen. Disse kombineres med selskaber, der er eksponeret til høj strukturel vækst baseret på globale temaer. De største temaer i porteføljen er p.t.: "Forbundne liv" (19 pct.), "Emerging Markets" (9 pct.) samt "Amerikansk boligmarked" og "Energi" (7-8 pct.).

Omlægninger

Kvartalets omlægninger var atter centreret om at styrke den defensive del af porteføljen med købet af **Procter & Gamble (P&G)** og **ExxonMobil**. P&G's organisations- og produktnedskæringer, hvor bl.a. produktporteføljen er reduceret fra 170 til 65 mærker, vil på sigt skabe store rationaliseringsfordele, drive indtjeningsudviklingen og skabe grobund for organisk vækst. De store energiselskaber har generelt skåret dybt i investeringerne i de senere år, hvorimod ExxonMobil er gået imod strømmen. Derfor står selskabet med en stærk vækst- og indtjeningsprofil – også i en verden, hvor fossile brændstoffer udfases. Vi har valgt at sælge tobaksselskabet **Philip Morris** og dækproducenten **Bridgestone**, da konkurrencesituationen er spidset til for begge selskaber.

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 30.09.18

Formue (i 1.000 kr.) 3.548.601 290.064

Cirkulerende andele stk. 4.932.408 2.478.269

Udbytte jan. 2018 96,40 0,00

Indre værdi 719,11 117,04

Officiel kurs 723,10 116,30

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.

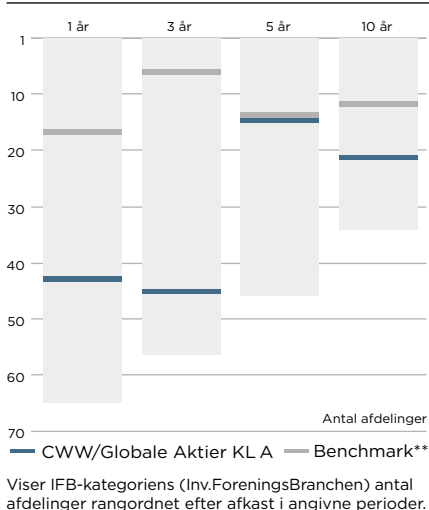
Afdelingen investerer i børsnoterede selskaber og har ingen geografiske eller sektormæssige afgrænsninger. Afdelingens forvaltere indgår i et tæt samarbejde med forvalterne af foreningens øvrige afdelinger.

Læs mere på: www.cww.dk/ga

Afkast i pct./Merakast i procentpoint*	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
C WorldWide Globale Aktier KL A	8,0	24,3	75,5	139,5	10,4
Benchmark**	12,0	40,1	76,6	158,3	6,9
Globale Aktier KL A merakast ift. benchmark**	-4,0	-15,8	-1,1	-18,8	3,5

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	9,8	11,0	12,0	15,4
Std.afv. % p.a. benchmark**	9,3	9,8	11,8	14,9
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	0,8	1,0	0,7	0,4

Afkastudvikling (start indeks 100)*

Placering i IFB's afkaststatistik

Aktieporteføljen pr. 30.09.2018

	USA & Canada	Storbritannien	Kontinental-europa	Pacific	Emerging Markets	Total	Benchmark**
Energi	ExxonMobil	Royal Dutch Shell				8,1	6,7
Råvarer	Ecolab		CRH			5,3	5,0
Industri og service			Atlas Copco Legrand Siemens			6,1	10,7
Forbrugsgoder - cykliske	Amazon Home Depot			Sony	Naspers	15,0	12,3
Forbrugsgoder - defensive	Coca-Cola Co. Procter & Gamble	British American Tobacco	Nestlé Unilever			13,5	7,9
Medicinal	Thermo Fisher Scientific		Bayer Novo Nordisk			9,1	11,9
Finans	Citigroup First Republic Bank Wells Fargo			AIA Group	HDFC Ping An Insurance	21,3	17,1
Informations-teknologi	Alphabet Facebook Visa			Keyence		20,0	19,9
Telekommunikation						0,0	2,8
Koncessioneret service						0,0	2,9
Ejendomme				Sun Hung Kai		1,6	2,8
Total	48,2	8,9	18,2	14,0	10,7	100,0	-
Benchmark**	58,1	5,4	14,3	11,2	11,0	-	100,0

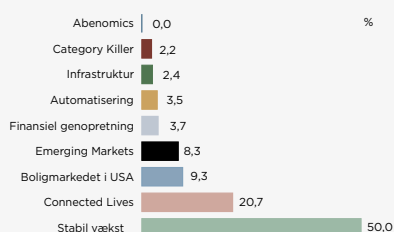
* Bemærkninger til afkast se næstsidside side i denne publikation.

** 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. 30.09.2018



Status på kvartalet

Afdeling Globale Aktier Etik gav i årets tredje kvartal et afkast på 3,8 pct., hvilket er lidt mindre end MSCI AC World, der gav et afkast på 4,9 pct. Afdelingen har efter årets første ni måneder leveret et samlet afkast på 8,0 pct., hvilket er bedre end MSCI AC World, der har givet 7,5 pct.

Tredje kvartal var præget af et positivt amerikansk aktiemarked, som var drevet af robust økonomisk vækst og understøttet af store skattelettelser og et stærkt arbejdsmarked. Hertil kommer, at den amerikanske centralbanks renteforhøjelser endnu ikke har påvirket investorerne. Tilsvarende positive udvikling så vi ikke på det europæiske aktiemarked, der kun oplevede små stigninger eller fald bl.a. i Storbritannien, Spanien og Italien.

Blandt de mest væsentlige bidragsydere til porteføljens afkast var afdelingens investeringer i Visa, Amazon og Thermo Fischer.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

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

Afdelingens etiske profil betyder, at vi ikke investerer i selskaber, der har en væsentlig del af deres salg inden for tobak, alkohol, hasardspil, pornografi, og våben samt teknologiske produkter, som specifikt anvendes til våben.

Omlægninger

I tredje kvartal foretog vi en enkelt omlægning. Vi solgte **Bridgestone** og anvendte provenuet til at øge investeringerne i Coca-Cola, Nestlé og Unilever. Vi er fortsat positive over for det langsigtede potentiale for Bridgestone, men vi ser også øget pres på dækproducenterne og svage salgstal på selskabets nøglemarkeder. Bridgestone har derfor vanskeligt ved at hæve priserne og bl.a. overføre øgede omkostninger til forbrugerne. Provenuet er som nævnt investeret i tre mere defensive selskaber.

Risikomærkning

Læs mere om risikomærkning på www.cww.dk
Fondskode **DK0060287217**

Afdelingens start: 07.03.2011

Læs mere på: www.cww.dk/etik
Nøgletal
30.09.18

Formue (i 1.000 kr.)	620.046
Cirkulerende andele stk.	5.130.245
Udbytte jan. 2018	11,00
Indre værdi	120,86
Officiel kurs	121,00

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.

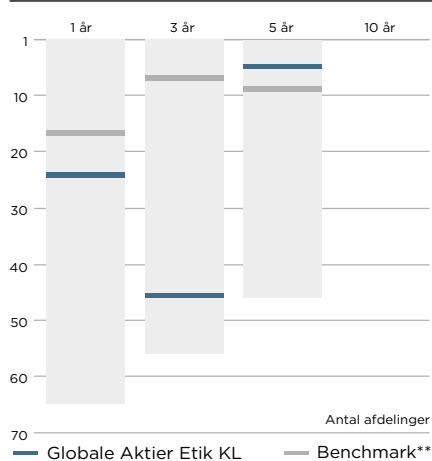
Inden der investeres i et nyt selskab, screenes selskabet af en ekstern konsulent, som sikrer, at selskaberne i porteføljen overholder de nævnte investeringsrammer.

Afkast i pct./Merakast i procentpoint*	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
C WorldWide Globale Aktier Etik KL	10,9	23,9	82,1	-	10,4
Benchmark**	12,0	40,1	76,6	-	10,6
Globale Aktier Etik KL merakast ift. benchmark**	-1,1	-16,2	5,5	-	-0,2

Risiko

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

Afkastudvikling (start indeks 100)*

Placering i IFB's afkaststatistik


Viser IFB-kategoriens (Inv.ForeningsBranchen) antal afdelinger rangordnet efter afkast i angivne perioder.

Aktieporteføljen pr. 30.09.2018

	USA & Canada	Storbritannien	Kontinental-europa	Pacific	Emerging Markets	Total	Benchmark**
Energi						0,0	6,7
Råvarer	Ecolab		CRH			7,0	5,0
Industri og service		Ferguson	Atlas Copco Legrand			6,4	10,7
Forbrugsgoder - cykliske	Amazon Home Depot			Sony	Naspers	15,8	12,2
Forbrugsgoder - defensive	Coca-Cola Co. Procter & Gamble		Nestlé Unilever			15,3	7,9
Medicinal	Thermo Fisher Scientific		Bayer Novo Nordisk			11,3	11,8
Finans	Citigroup First Republic Bank Wells Fargo			AIA Group	HDFC Bank Ping An Insurance	22,6	17,2
Informations-teknologi	Alphabet Facebook Visa			Keyence		20,0	20,0
Telekommunikation						0,0	2,8
Koncessioneret service						0,0	2,9
Ejendomme				Sun Hung Kai		1,6	2,8
Total	51,8	2,2	20,9	14,2	10,9	100,0	-
Benchmark**	58,1	5,4	14,3	11,2	11,0	-	100,0

* Bemærkninger til afkast se næstsidside side i denne publikation.

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



Stabile Aktier

Status på kvartalet

De positive takter fortsætter på det globale aktiemarked. Den globale økonomi vokser fortsat stabilt på trods af økonomiske og politiske udfordringer. Det giver et solidt fundament for virksomhedernes indtjening. Afdelingen steg med 5,3 pct. i tredje kvartal, mens afdelingens benchmark steg 6,4 pct. Kvartalets bedste aktie blev den amerikanske bedemandsvirksomhed Service Corp., der steg med knap 25 pct., hvilket bl.a. skyldes de store efterkrigsår og den deraf naturlige demografiske udvikling i USA. Modsat gik det for det tyske selskab Bayer, der faldt næsten 19 pct. efter en overraskende retskendelse i USA, der kendte virksomheden erstatningspligtig i et søgsmål vedr. følgevirkninger af ukrudtsmidlet Roundup.

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 efter 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 det amerikanske teleselskab AT&T, fordi værdiansættelsen p.t. er historisk lav både ift. egen historik og ift. konkurrenterne og aktiemarkedet generelt. Selskabet udbetaler et udbytte på 6 pct. og forventes at øge indtjeningen pr. aktie moderat i de kommende år. Da efterspørgslen samtidigt er forholdsvis uafhængig af de økonomiske konjunkturer, ser vi det som en sikker havn, hvis usikkerheden på aktiemarkederne skulle blusse op. Derudover har vi investeret i det amerikanske cateringfirma Aramark, der nyder godt af en langsigtet trend blandt virksomheder til at outsource ansvaret for madlavning til medarbejderne samt øget efterspørgsel fra specielle lejligheder som bl.a. sportsbegivenheder.

Omlægninger

I udvælgelsen af vores investeringer lægger vi vægt på, at selskaberne med stor sikkerhed formår at øge indtjeningen år efter år, da det skaber fundamentet for værditilvækst. Vi har bl.a. investeret i **McDonald's**, der har succes med at modernisere deres restauranter med nyt inventar samt en fleksibel ordreafgivelse på skærme i restauranterne, hvilket øger kapaciteten i travle perioder. McDonald's har endvidere lanceret udbringning, hvilket er blevet positivt modtaget i USA. Vi solgte den amerikanske ingrediensproducent **Ingre-dion**, fordi der er indikationer på øget prispres på væsentlige dele af deres portefølje. Derudover frygter vi, at Ingredion vil få svært ved at sende ekstra produktions- og transportomkostninger videre til kunderne, og dermed vil indtjeningen komme under pres.

Risikomærkning

Læs mere om risikomærkning på www.cww.dk
Fondskode **DK0010312529**

Afdelingens start: 01.10.2014

Læs mere på: www.cww.dk/stabil
Nøgletal
30.09.18

Formue (i 1.000 kr.)	169.622
Cirkulerende andele stk.	1.155.255
Udbytte jan. 2018	9,20
Indre værdi	146,83
Officiel kurs	146,85

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 porteføljeforvaltere indgår i et tæt og åbent samarbejde med forvalterne af foreningens øvrige afdelinger.

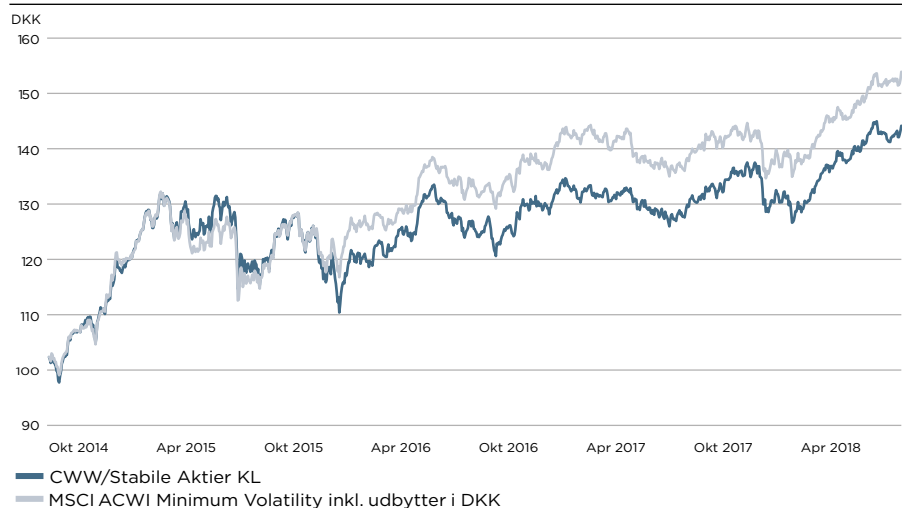
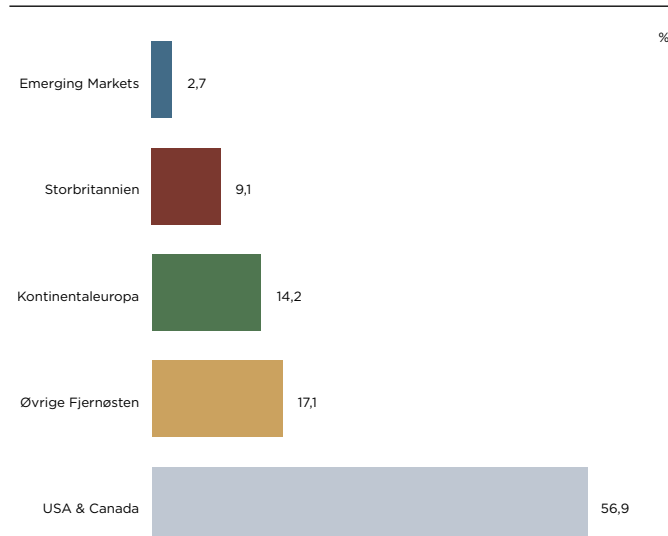
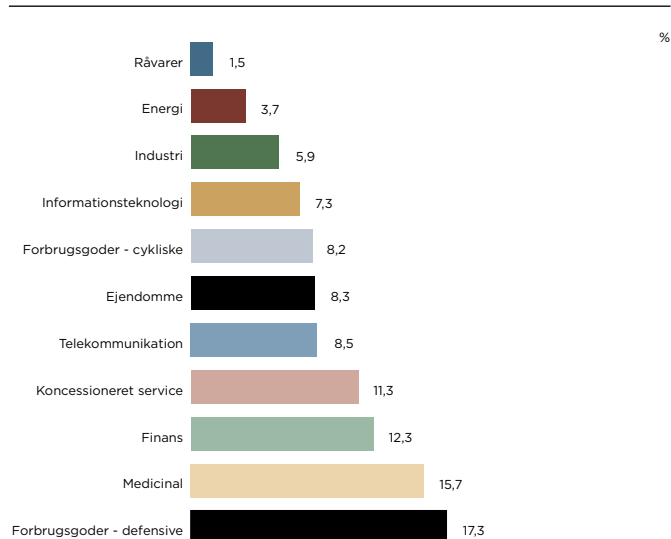
Afdeling Stabile Aktier KL er velegnet for den langsigtede investor, som ønsker et godt aktieafkast men samtidig en lavere risiko end på det generelle aktiemarked.

Afkast i pct./Merafkast i procentpoint*	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
C WorldWide Stabile Aktier KL	12,2	25,2	-	-	9,8
Benchmark**	12,7	34,9	-	-	11,7
Stabile Aktier KL merafkast ift. benchmark**	-0,5	-9,7	-	-	-1,9

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	7,8	-	-	10,0
Std.afv. % p.a. benchmark**	7,3	-	-	9,4
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	1,0	-	-	1,0

* Bemærkninger til afkast se næstsidside side i denne publikation.

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

Afkastudvikling (start indeks 100)*

Geografisk fordeling af porteføljen pr. 30.09.18

Sektorfordeling af porteføljen pr. 30.09.18




Danmark

Status på kvartalet

Det danske aktiemarked steg med 1,9 pct. i tredje kvartal – til sammenligning gav afdeling Danmark et afkast på 1,6 pct. De største positive bidragsydere til performance kom fra vores overvægt i Vestas samt vores undervægte i Ambu, Lundbeck, DFDS og Pandora. De negative bidrag kom fra vores undervægt i Ørsted samt vores overvægt i Sydbank, G4S, Jyske Bank og Danske Bank. Kvartalet bar præg af forholdsvis stor volatilitet, og kvartalsregnskaberne for andet kvartal satte gang i kursudsvingene. De høje vurderinger, som mange aktier handles til, gør det vanskeligt for selskaberne at indfri investorernes forventninger, som ofte ligger over selskabernes egne udmeldte forventninger. Markedet har også været præget af geopolitiske begivenheder – især har det tiltagende anspændte forhold mellem USA og Kina fået markedernes bevågenhed. Endelig blev forholdet mellem USA og Tyrkiet også forværret, hvilket fik den tyrkiske Lira til at falde kraftigt. En langvarig handelskrig mellem USA og Kina kan få negative konsekvenser for en række danske selskaber, herunder A.P. Møller-Mærsk og DSV, som lever af globaliseringen.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Porteføljen er overvægtet med ca. 14 pct.-point i cykliske aktier og undervægtet med ca. 19 pct. i defensive aktier, mens 4 pct. er i kontanter. Den cykliske overvægt er fordelt 45/55 mellem bank- og industriaktier. Undervægten i de defensive aktier stammer fra en selskabsspecifik undervægt af Ørsted, Lundbeck og Novozymes og er ikke drevet af en overordnet holdning til de to aktivklasser.

Omlægninger

Vi har i kvartalet nedbragt vores overvægte i de strukturelt voksende selskaber. Således har vi reduceret i GN Store Nord, William Demant og Coloplast, Chr. Hansen og SimCorp. SimCorp er det eneste selskab i denne kategori, som p.t. er overvægtet i porteføljen. Vi er bekymrede for, at den stigende lange amerikanske rente vil underminere værdiansættelsen af disse selskaber, som gennem længere tid har været brugt som sikker havn for langsigtede investeringer.

Vi har til gengæld øget vores investeringer i Ørsted, Topdanmark, Tryg og Danske Bank, som alle er mindre følsomme over for ændringerne i den lange rente. Såvel bankerne som forsikringsselskaberne bliver positivt påvirkede af en stigende rente. Vi har købt en lille position i Ringkøbing Landbobank, der med opkøbet af Vestjysk Bank står med gode muligheder for at øge indtjeningen via effektiviseringer af den tilkøbte bank. Finansieringen kommer fra en reduktion i Sydbank.

Risikomærkning

Læs mere om risikomærkning på www.cww.dk
Fondskode
DK0010249655

Afdelingens start: 23.12.1998

Læs mere på: www.cww.dk/da
Nøgletal
30.09.18

Formue (i 1.000 kr.) 713.763

Cirkulerende andele stk. 2.854.686

Udbytte jan. 2018 55,10

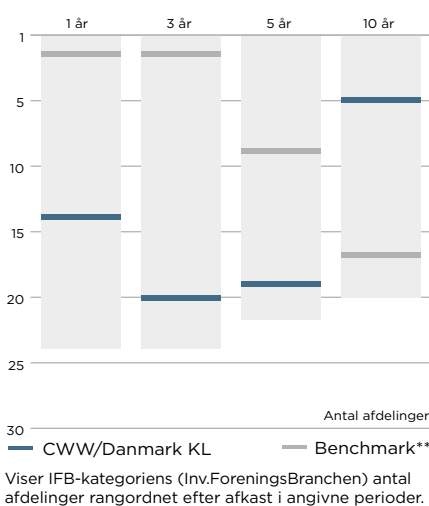
Indre værdi 250,03

Officiel kurs 250,30

Afkast i pct./Merafkast i procentpoint*	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
C WorldWide Danmark KL	-1,7	23,8	95,5	259,5	12,7
Benchmark**	2,4	38,0	111,6	221,5	10,9
Danmark KL merafkast ift. benchmark**	-4,1	-14,2	-16,1	38,0	1,8

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	11,1	11,1	17,0	18,5
Std.afv. % p.a. benchmark**	10,5	10,8	16,3	16,7
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	0,7	1,2	0,7	0,5

Afkastudvikling (start indeks 100)*

Placering i IFB's afkaststatistik

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.

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 portefølje-forvaltere indgår i et tæt og åbent samarbejde med forvalterne af for- eningens øvrige afdelinger. Afdeling- en investerer fortrinsvis i selskaber noteret på Nasdaq Copenhagen.

Aktieporteføljen pr. 30.09.2018

	Cyklisk vækst	Stabil vækst	Finansiell vækst	Total	Benchmark**
Energi	Ørsted			2,4	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			39,1	25,6
Forbrugsgoder - cykliske	North Media TCM			1,4	2,8
Forbrugsgoder - defensive		Carlsberg Chr. Hansen Holding		9,2	7,4
Medicinal		Coloplast Genmab GN Store Nord Novo Nordisk William Demant		22,1	36,2
Finans			Danske Bank Jyske Bank Nordea Ringkjøbing Landbobank Sydbank Topdanmark Tryk	22,5	15,8
Informationsteknologi	SimCorp Netcompany			3,3	1,5
Telekommunikation				0,0	0,0
Koncessioneret service				0,0	8,5
Ejendomselskaber				-	0,6
Total	46,2	31,3	22,5	100,0	100,0

* Bemærkninger til afkast se næstsidside 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

Tredje kvartal var præget af store kursudsving pga. investorernes faldende risikovillighed. Den stigende oliepris, en styrket USD, udfordringer i Tyrkiet og Argentina samt en eskalering af handelskrigen mellem USA og Kina fortsætter med at presse de asiatiske aktier. Afdelingen faldt med 5,5 pct. i forhold benchmark, MSCI AC Asia ex Japan, der faldt med 1,0 pct. Det negative relative afkast skyldes primært afdelingens indiske, taiwanesiske og kinesiske aktier. Dette drejede sig specielt om teknologiaktier, hvor især Sunny Optical faldt kraftigt efter et svagere resultat end ventet, og ejendomsaktier i Kina og Indonesien.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

De fundamentale udsigter for regionen ser fortsat positive ud. Primært er det investorernes risikovillighed, som beskrevet ovenfor, der har påvirket markedet negativt. Det er umuligt at sige, hvornår investorernes risikovillighed stiger igen, men vi ser, at flere sektorer handler til en billig værdifastsættelse ift. deres langsigtede gennemsnit. Særligt ser ejendoms- og forsikringsaktier i Kina nu historisk billige ud. De asiatiske aktier handles til en kurs/indre værdi på ca. 1,5x, hvor det langsigtede gennemsnit er omkring 1,8x. I forbindelse med en række nylige virksomhedsbesøg i Hongkong var meldingen samtidigt, at mange selskaber ikke mærker nogen nævneværdig negativ påvirkning af den eskalerende handelskrig imellem USA og Kina. Indiske finansaktier oplevede ultimo september særdeles kraftige kursfald. Dette skyldes primært, at infrastrukturselskabet IL&FS ikke kunne betale sine obligationsforpligtigelser. Det skal nævnes, at selskabet i slutningen af august havde den højeste kreditvurdering på obligationsmarkedet. Derfor medførte den negative nyhed store kursfald – særligt uden for den finansielle sektor. Vi ser kursfaldene som overdrevne og har benyttet kursfaldet til at købe op i sektoren – se nedenfor. Tematisk er der i det seneste kvartal ikke sket større ændringer i porteføljen. Eksponeringen er fortsat i høj grad gearret mod den indenlandske vækstselskaber og langsigtede temaer i regionen.

Omlægninger

Gennem perioden har vi foretaget enkelte omlægninger. Vi har solgt **CH Asset Holdings** i Hongkong. Årsagen er, at vi ser det kinesiske ejendomsmarked som mere attraktivt efter de kraftige kursfald. Som nævnt handler de kinesiske ejendomsaktier historisk billigt – særligt når man tager højde for, at de ti største ejendomsselskaber i første halvår af 2018 viste en gennemsnitlig indtjeningsvækst på 75 pct. Vi valgte at investere i et af de største ejendomsselskaber i Kina, **Country Garden**. I Indien valgte vi at tage en position i **Dewan Housing Finance** efter et kursfald på mere end 50 pct. Købet blev finansieret ved at reducere i Maruti og Motherson Sumi.

RisikomærkningLæs mere om risikomærkning på www.cww.dk**Fondskode DK0060057644**

Afdelingens start: 07.12.2006

Læs mere på: www.cww.dk/asien**Nøgletal****30.09.18**

Formue (i 1.000 kr.)	1.494.911
Cirkulerende andele stk.	8.981.096
Udbytte jan. 2018	28,50
Indre værdi	166,25
Officiel kurs	167,75

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 langsigtete trends og kortsigtede temaer med dybdegående aktieudvælgelse.

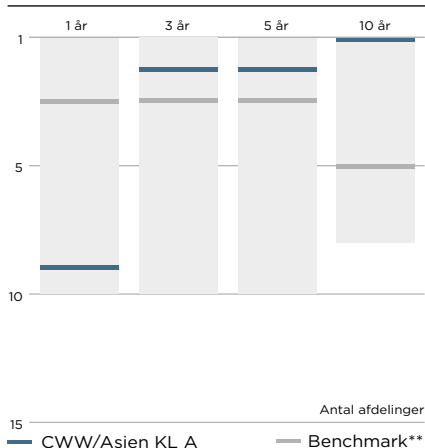
Grundet Asiens specielle markedsstruktur vil antallet af aktier normalt udgøre 35-70. Porteføljen vil typisk være sammensat af en række større og mindre selskaber. Det er vores erfaring, at det er vigtigt med eksponering til dette segment af markedet for at drage investeringsmæssig fordel af den asiatiske 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	-6,7	42,6	79,3	215,6	7,5
Benchmark**	3,5	39,7	60,7	171,6	7,3
Asien KL A merafkast ift. benchmark**	-10,2	2,9	18,6	44,0	0,2

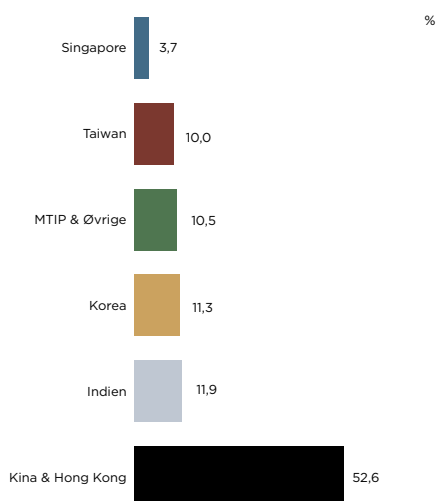
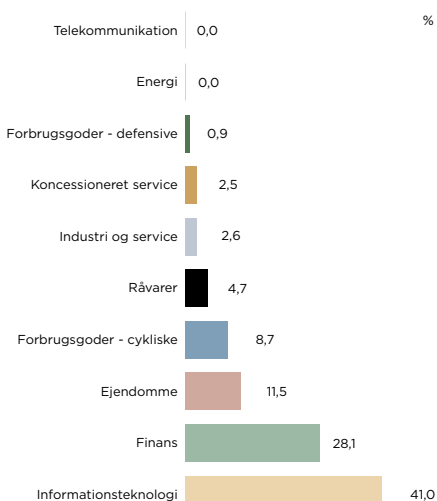
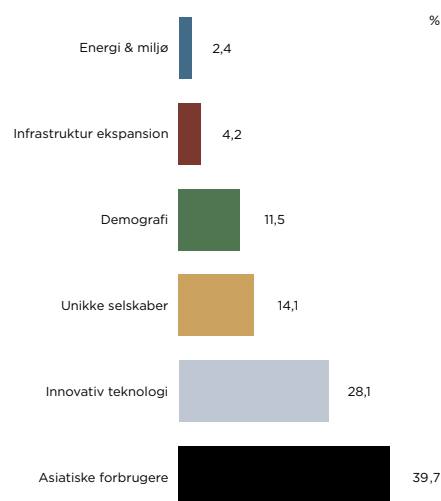
Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	13,5	14,4	17,4	18,8
Std.afv. % p.a. benchmark**	11,0	12,7	15,9	17,9
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	0,9	0,8	0,6	0,3

* 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**

Viser IFB-kategoriens (Inv.ForeningsBranchen) antal afdelinger rangordnet efter afkast i angivne perioder.

Geografisk fordeling af porteføljen pr. 30.09.18**Sektorfordeling af porteføljen pr. 30.09.18****Tematisk fordeling af porteføljen pr. 30.09.18**



Emerging Markets

Status på kvartalet

Handelskrigen mellem USA og Kina tog til i styrke i kvartalet. Samtidigt oplevede vi en stramning af den globale likviditet drevet af den amerikanske centralbank. Dette ramte særligt de svageste led i emerging markets, herunder Tyrkiet, Argentina og Sydafrika – dog også Indonesien og Indien. I september var der panikstemning på det indiske aktiemarked, bl.a. oven på IL&FS's misligholdelse af deres gældsforpligtelser. IL&FS er en unoteret finansiell virksomhed, som indtil ultimo august havde højeste "rating" hos kreditsekskaberne. Disse usikkerheder ramte afdelingens absolutte og relative afkast i tredje kvartal, hvor afkastet blev -4,4 pct. ift. -0,5 pct. for MSCI Emerging Markets. De største positive bidragsydere var TSMC og My EG. Panikken omkring My EG forsvandt i løbet af kvartalet, og der kom fokus på selskabets kompetencer og en forståelse af, at selskabet fortsat kan vinde kontrakter i og uden for Malaysia – aktien steg således ca. 70 pct. i kvartalet. I løbet af kvartalet nævnte en af TSMC's konkurrenter, at de ikke længere vil konkurrere på de mest avancerede teknologier, hvilket styrker TSMC's markedsposition. De mest negative bidragsydere var Sunny Optical og Alibaba grundet handelsbekymringer, et generelt svagt kinesisk aktiemarked og skuffende kvartalsresultater.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Porteføljen er sammensat af selskaber, der har en stærk finansiell 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 i det aktuelle marked. Trods overordnede usikkerheder i en række udviklingsøkonomier kan der skabes et solidt 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 **Globalwafers**, **Indian Energy Exchange (IEX)**, **Fu Shou Yuan (FSY)** og **Dewan Housing Finance (DHFL)**. Vi solgte **Raia Drogasil**, **Shankara Building Products**, **Ramco Cements** og **Maruti Suzuki**. Globalwafers er en af verdens største siliciumskiveproducenter, og efterspørgslen forventes at være høj de næste tre år. IEX er en monopollignende børs med fokus på elektricitetssektoren – eksponeret mod efterspørgselsvæksten i Indien. Bedemandsforretningen FSY i Kina er eksponeret mod en aldrende befolkning. DHFL er et indisk realkreditselskab, som har solid vækst og en sund balance. Raia blev solgt pga. stigende konkurrence. Shankara blev solgt pga. usikkerhed om værdien af en "one-stop-shop" i byggesektoren i Indien. Ramco og Maruti blev solgt pga. bekymringer omkring vækstudsigterne og værdiansættelsen.

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

Afdelingens start: 01.10.2014

Læs mere på: www.cww.dk/em**Nøgletal****30.09.18**

Formue (i 1.000 kr.) 69.285

Cirkulerende andele stk. 278.991

Udbytte jan. 2018 0,00

Indre værdi 248,34

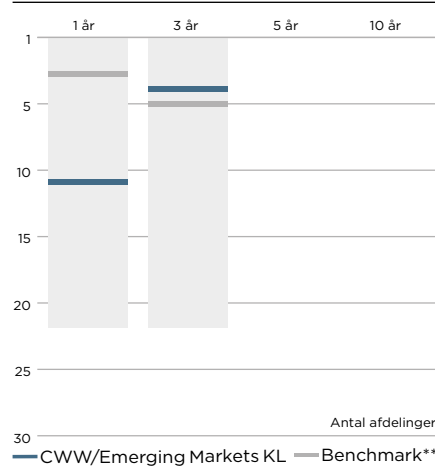
Officiel kurs 245,90

Afkast i pct./Merakast i procentpoint*	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
C WorldWide Emerging Markets KL	-5,7	36,8	-	-	6,2
Benchmark**	1,2	36,3	-	-	5,7
Emerging Markets KL merakast ift. benchmark**	-6,9	0,5	-	-	0,5

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	12,1	-	-	14,3
Std.afv. % p.a. benchmark**	11,0	-	-	12,9
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	0,9	-	-	0,4

* 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**

Viser IFB-kategoriens (Inv.ForeningsBranchen) antal afdelinger rangordnet efter afkast i angivne perioder.

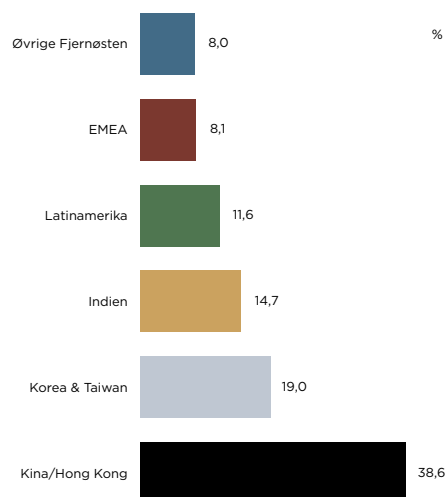
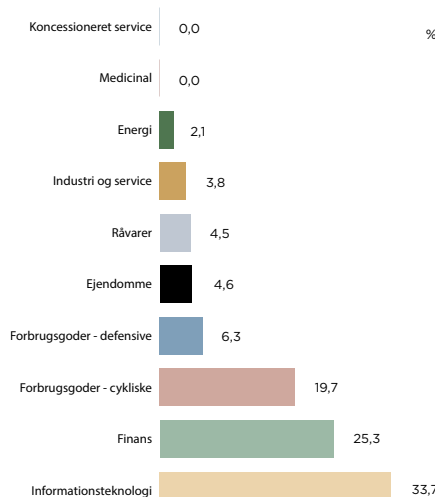
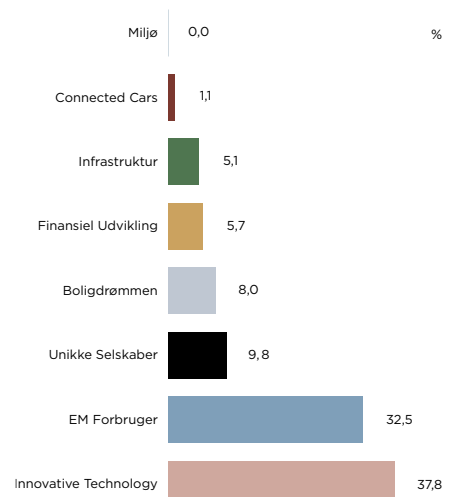
Investeringsfilosofi

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

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

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

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

Geografisk fordeling af porteføljen pr. 30.09.18**Sektorfordeling af porteføljen pr. 30.09.18****Tematisk fordeling af porteføljen pr. 30.09.18**

En 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 fordelen 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 15. oktober 2018. Kvartalsorienteringen for 3. kvartal 2018 er udsendt til alle medlemmer den 30. oktober 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.

EN GOD INVESTERING KRÆVER ET **GLOBALT** UDSYN

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