

Investeringsforeningen C WorldWide – halvårsrapport 2018

Mere besværlige aktiemarkeder i 1. halvår

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 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 i 1. halvår fluktuerede omkring 3 pct.

Europa kæmper med strukturelle vækstproblemer. Euroen fastholder 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 udvidet. Disse rentestigninger sætter Italien og resten af Europa under yderligere pres.

Disse usikkerheder skabte volatilitet i 1. halvår, omend de vestlige aktiemarkeder sluttede med positive afkast, bl.a. hjulpet af en dollarstigning på ca. 3 pct. 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.

Emerging markets-aktierne var i modvind og oplevede negative afkast som følge af den strammere globale likviditet, stigende energipriser og frygten for en eskalerende handelskrig, som særligt kan ramme emerging markets-selskaberne, der er underleverandører til de store globale selskaber.

Vores globale aktieafdelinger skabte på denne baggrund afkast på 2-4 pct., hvilket var på linje med vores forventninger ved starten af året. Afdeling Danmark skabte et afkast på ca. 1 pct., mens afdelingerne Emerging Markets og Asien faldt ca. 5 pct. De to sidste afdelinger blev ramt af modvinden på emerging markets, hvorfor resultaterne var under vores forventninger.

Forventninger til fremtiden

Efter finanskrisen i 2009 har aktiemarkederne 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.



I et risikoperspektiv er vi således i den sene fase af en lang opgangsperiode på aktiemarkederne, hvorfor vi anbefaler en balanceret investeringstilgang. Fremadrettet forventer vi lavere afkast fra aktiemarkederne, 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.



Ledelsespåtegning og regnskabspraksis

Bestyrelse og direktion har dags dato aflagt halvårsrapporten for Investeringsforeningen C WorldWide for regnskabsperioden 1. januar - 30. juni 2018. Halvårsrapporten er ikke revideret.

Halvårsrapporten er udarbejdet i overensstemmelse med Lov om investeringsforeninger m.v. Vi anser den anvendte regnskabspraksis for hensigtsmæssig, da den giver et retvisende billede af afdelingernes aktiver, passiver, finansielle stilling pr. 30. juni 2018 samt af resultaterne af afdelingernes aktiviteter for regnskabsperioden 1. januar - 30. juni 2018.

Den regnskabspraksis, som er anvendt ved udarbejdelsen af halvårsrapporten for 2018, er uændret i forhold til regnskabspraksis anvendt ved udarbejdelsen af årsrapporten for 2017.

Ledelsesberetningen indeholder efter vores opfattelse en retvisende redegørelse for udviklingen i afdelingernes aktiviteter og økonomiske forhold samt en beskrivelse af de væsentligste risici og usikkerhedsfaktorer, som afdelingerne kan påvirkes af.

København den 24. august 2018.

Investeringsforvaltningsselskab:

C WorldWide Fund Management A/S

Morten Sterregaard-Feltsen
Direktør

Bestyrelsen for Investeringsforeningen C WorldWide:

Karsten Kielland
Formand

Camilla Harder Hartvig

Jens Høiberg

Lars Aæn



C WorldWide Globale Aktier KL

Beretning

C WorldWide Globale Aktiers (klasse A) indre værdi pr. andel faldt i 1. halvår 2018 fra 727,12 kr. til 702,74 kr. Hertil kommer, at klasse A i januar udloddede 96,50 kr. pr. andel. Samlet svarer dette til et afkast på 2,2 pct., hvilket var lidt lavere end MSCI All Country verdensindeks, der i samme periode steg 2,5 pct. målt i danske kroner (afkastet for klasse B, C og E var hhv. 2,4 pct., 2,6 pct., 2,7 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 steget til over den kurs, hvor selskabet lå, da Cambridge Analytic-skandalen brød ud. Visa og Home Depot samt afdelingens ene investering i energisektoren, Royal Dutch Shell, gjorde det ligeledes godt. Tobaksaktierne var svage, men vi tror stadig på, at sektoren byder på attraktive og stabile afkast fremadrettet.

Strategien er fokuseret på at udvælge 25-30 unikke aktier, som vi mener vil gøre det godt på langt sigt. Stabile vækstelskaber 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", "Amerikansk boligmarked" samt "Forbundne liv", hvis andel dog er reduceret i halvåret. 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.

Risiko

Investor skal være opmærksom på, at de historisk opnåede afkast i afdelingen ikke er garanti for fremtidige afkast. Samtidig bør investor være opmærksom på, at der kan opstå tab i værdien af andelene i afdelingen. Afdelingen er forbundet med et risikoniveau, som over længere perioder vil ligge på niveau med det generelle aktiemarkeds risiko. Såfremt det vurderes at være hensigtsmæssigt, kan afdelingen i kortere eller længere perioder have et risikoniveau, som ligger lavere eller højere end risikoniveauet på det generelle aktiemarked.

Risiko er så vanskeligt at kvantificere, at afdelingen generelt finder kvantitative modeller mindre brugbare. Der investeres i højere grad ud fra et princip om, at en væsentlig del af risikostyringen består i et godt kendskab til de selskaber, der investeres i. Dette arbejde gøres lettere ved at have et mindre antal aktier, som følges tættere.

Afdelingen søger investeringskandidater globalt uden geografiske eller sektormæssige afgrænsninger for derved at sikre den største fleksibilitet til at investere i de mest interessante selskaber. Denne fleksibilitet, på tværs af lande- og sektorgrænser, kombineret med det begrænsede antal selskaber, giver mulighed for at styre porteføljens absolutte risiko.

Investor bør endvidere være opmærksom på, at afdelingen kan blive udsat for selskabsspecifikke, politiske, økonomiske, markedsmæssige og reguleringsmæssige risici, som kan påvirke værdien af andelene i afdelingen. Hertil kan komme andre faktorer, som kan påvirke andelenes værdi.

Aktieporteføljen pr. 30. juni 2018

Sektorfordeling (%)

Energi	5,1
Råvarer	5,1
Industri og service	4,4
Forbrugsgoder – cykliske	15,3
Forbrugsgoder – defensive	14,6
Medicinal	8,4
Finans	23,3
Informationsteknologi	20,1
Ejendomme	1,7

Fem største beholdninger (%)

Visa	8,5
HDFC	7,4
Royal Dutch Shell A	5,1
AIA Group	4,8
Home Depot	4,6

Landefordeling (%)

USA og Canada	45,6
Storbritannien	9,2
Kontinentaleuropa	18,3
Pacific	15,2
Nye markeder	11,7

Nøgletal

Tracking Error*	4,24
Active Share	90,95
* Nøgletal er for A-klassen, B-, C- og E-klasserne har ikke eksisteret i 3 år, hvorfor de ikke beregnes.	

Nærmere specifikation af afdelingens investeringer kan rekvireres via foreningens kontor. Den samlede portefølje kan ses på foreningens hjemmeside www.cww.dk.

Alle investeringer er børsnoterede finansielle instrumenter, hvilket også var tilfældet 30. juni 2017.



C WorldWide Globale Aktier Akkumulerende KL

Beretning

C WorldWide Globale Aktier Akkumulerendes (klasse A) indre værdi pr. andel steg i 1. halvår 2018 fra 111,48 kr. til 114,41 kr. Det svarer til et afkast på 2,6 pct., hvilket var lidt højere end afkastet for MSCI All Country verdensindeks, der i samme periode steg 2,5 pct. målt i danske kroner (afkastet for klasse E var 3,1 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 steget til over den kurs, hvor selskabet lå, da Cambridge Analytic-skandalen brød ud. Visa og Home Depot samt afdelingens ene investering i energisektoren, Royal Dutch Shell, gjorde det ligeledes godt. Tobaksaktierne var svage, men vi tror stadig på, at sektoren byder på attraktive og stabile afkast fremadrettet.

Strategien er fokuseret på at udvælge 25-30 unikke aktier, som vi mener vil gøre det godt på langt sigt. Stabile vækstelskaber 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", "Amerikansk boligmarked" samt "Forbundne liv", hvis andel dog er reduceret i halvåret. 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.

Risiko

Investor skal være opmærksom på, at de historisk opnåede afkast i afdelingen ikke er garanti for fremtidige afkast. Samtidig bør investor være opmærksom på, at der kan opstå tab i værdien af andelen i afdelingen. Afdelingen er forbundet med et risikoniveau, som over længere perioder vil ligge på niveau med det generelle aktiemarkeds risiko. Såfremt det vurderes at være hensigtsmæssigt, kan afdelingen i kortere eller længere perioder have et risikoniveau, som ligger lavere eller højere end risikoniveauet på det generelle aktiemarked.

Risiko er så vanskeligt at kvantificere, at afdelingen generelt finder kvantitative modeller mindre brugbare. Der investeres i højere grad ud fra et princip om, at en væsentlig del af risikostyringen består i et godt kendskab til de selskaber, der investeres i. Dette arbejde gøres lettere ved at have et mindre antal aktier, som følges tættere.

Afdelingen søger investeringskandidater globalt uden geografiske eller sektormæssige afgrænsninger for derved at sikre den største fleksibilitet til at investere i de mest interessante selskaber. Denne fleksibilitet, på tværs af lande- og sektorgrænser, kombineret med det begrænsede antal selskaber, giver mulighed for at styre porteføljens absolutte risiko.

Investor bør endvidere være opmærksom på, at afdelingen kan blive udsat for selskabsspecifikke, politiske, økonomiske, markeds- og reguleringsmæssige risici, som kan påvirke værdien af andelen i afdelingen. Hertil kan komme andre faktorer, som kan påvirke andelenes værdi.



Aktieporteføljen pr. 30. juni 2018

Sektorfordeling (%)

Energi	5,1
Råvarer	5,0
Industri og service	6,3
Forbrugsgoder – cykliske	13,9
Forbrugsgoder – defensive	14,6
Medicinal	8,2
Finans	23,8
Informationsteknologi	21,4
Ejendomme	1,7

Fem største beholdninger (%)

Visa	8,4
HDFC Bank ADR	8,1
Royal Dutch Shell A	5,1
AIA Group	4,8
Home Depot	4,6

Landefordeling (%)

USA og Canada	45,3
Storbritannien	9,2
Kontinentaleuropa	18,0
Pacific	15,2
Nye markeder	12,3

Nøgletal

Tracking Error (beregnes ikke under tre år)	
Active Share	91,04

Nærmere specifikation af afdelingens investeringer kan rekvireres via foreningens kontor. Den samlede portefølje kan ses på foreningens hjemmeside www.cww.dk.

Alle investeringer er børsnoterede finansielle instrumenter, hvilket også var tilfældet 30. juni 2017.



C WorldWide Globale Aktier Etik KL

Beretning

C WorldWide Globale Aktier Etiks indre værdi pr. andel faldt i 1. halvår 2018 fra 122,29 kr. til 116,49 kr. Hertil kommer, at afdelingen i januar udloddede 11,00 kr. pr. andel. Det svarer til et afkast på 4,1 pct., hvilket var højere end afkastet for MSCI All Country verdensindeks, der i samme periode steg 2,5 pct. målt i danske kroner.

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 steget til over den kurs, hvor selskabet lå, da Cambridge Analytic-skandalen brød ud. Ligeledes gjorde Visa og Home Depot det godt.

Afdelingens fundament udgøres af stabile vækstselskaber, som er karakteriseret ved en førende 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 har investeret i tobaksselskaberne British American Tobacco og Phillip Morris samt i selskaberne Royal Dutch Shell og Siemens – alle selskaber som afdeling Globale Aktier KL har investeret i. I stedet har vi valgt at investere i Ferguson samt Procter & Gamble.

Risiko

Investor bør være opmærksom på, at de historisk opnåede afkast i afdelingen ikke er garanti for fremtidige afkast. Samtidig bør investor være opmærksom på, at der kan opstå tab i værdien af andelen i afdelingen. Afdelingen er forbundet med et risikoniveau, som over længere perioder vil ligge på niveau med det generelle aktiemarkeds risiko. Såfremt det vurderes at være hensigtsmæssigt, kan afdelingen i kortere eller længere perioder have et risikoniveau, som ligger lavere eller højere end risikoniveauet på det generelle aktiemarked.

Risiko er så vanskeligt at kvantificere, at afdelingen generelt finder kvantitative modeller mindre brugbare. Der investeres i højere grad ud fra et princip om, at en væsentlig del af risikostyringen består i et godt kendskab til de selskaber, der investeres i. Dette arbejde gøres lettere ved at have et mindre antal aktier, som følges tættere.

Afdelingen søger investeringskandidater globalt uden geografiske eller sektormæssige afgrænsninger for derved at sikre den største fleksibilitet til at investere i de mest interessante selskaber. Denne fleksibilitet, på tværs af lande- og sektorgrænser kombineret med det begrænsede antal selskaber, giver mulighed for at styre porteføljens absolutte risiko.

Investor bør endvidere være opmærksom på, at afdelingen kan blive udsat for selskabsspecifikke, politiske, økonomiske, markeds-mæssige og reguleringsmæssige risici, som kan påvirke værdien af andelen i afdelingen. Hertil kan komme andre faktorer, som kan påvirke andelenes værdi.



Aktieporteføljen pr. 30. juni 2018

Sektorfordeling (%)

Råvarer	6,9
Industri og service	6,5
Forbrugsgoder – cykliske	16,2
Forbrugsgoder – defensive	13,5
Medicinal	11,5
Finans	23,7
Informationsteknologi	20,1
Ejendomme	1,7

Landefordeling (%)

USA og Canada	49,3
Kontinentaleuropa	21,3
Pacific	15,3
Nye markeder	12,0
Storbritannien	2,1

Fem største beholdninger (%)

Visa	8,3
HDFC Bank ADR	7,7
Home Depot	4,8
AIA Group	4,6
Amazon	4,5

Nøgletal

Tracking Error	4,57
Active Share	92,63

Nærmere specifikation af afdelingens investeringer kan rekvireres via foreningens kontor. Den samlede portefølje kan ses på foreningens hjemmeside www.cww.dk.

Alle investeringer er børsnoterede finansielle instrumenter, hvilket også var tilfældet 30. juni 2017.



C WorldWide Stabile Aktier KL

Beretning

C WorldWide Stabile Aktiers indre værdi pr. andel faldt i 1. halvår 2018 fra 146,20 kr. til 139,43 kr. Hertil kommer, at afdelingen i januar udloddede 9,20 kr. pr. andel. Afkastet blev således på 1,7 pct., hvilket var lidt lavere end MSCI AC Minimum Volatility-indeks, der gav 2,6 pct. i afkast.

Afdelingen investerer i selskaber med en stærk konkurrencemæssig position og en stabil forretningsmodel. Det gør konjunkturudviklingen mindre afgørende for selskabernes indtjening. Vi stræber hele tiden 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. Lidt over halvdelen af investeringerne er i USA, da vi her bedst kan finde attraktive selskaber med kombinationen af en stabil forretningsmodel og høj sandsynlighed for vækst i indtjeningen. Dette er en reduktion på ca. 5 procentpoint, som vi i stedet primært har investeret i Asien, der nu udgør ca. 20 pct. Vi har en høj vægt inden for stabile forbrugsgoder og medicinal med en samlet vægt på ca. 30 pct. Herudover udgør finansselskaber ca. 15 pct.

Risiko

Investor bør være opmærksom på, at de historisk opnåede afkast i afdelingen ikke er garanti for fremtidige afkast. Samtidig bør investor være opmærksom på, at der kan opstå tab i værdien af andelene i afdelingen. Afdelingen forventes at have et risikoniveau, som målt på standardafvigelsen forventes at ligge under niveauet på det generelle aktiemarkeds risiko. Udsvingene i den indre værdi set over en længere periode ventes således at ligge under niveauet for en normal bred aktieafdeling som eksempelvis afdeling Globale Aktier KL. Såfremt det vurderes at være hensigtsmæssigt, kan afdelingen i kortere perioder have et risikoniveau, som ligger højere end det generelle aktiemarkeds risiko.

For at sikre fastholdelse af risikoprofilen udvælges aktier til porteføljen kun, hvis aktierne historisk set har ligget i den halvdel af det globale aktiemarked, som har haft de laveste standardafvigelser, eller hvis aktierne fremadrettet forventes at ligge i den halvdel med de laveste standardafvigelser. Desuden kan der investeres i aktier, som vurderes at sænke porteføljen samlede risiko. Herudover overvåges de samlede porteføljeinvesteringer løbende for at opfange eventuelle forandringer i aktiernes volatilitet for at sikre, at porteføljen som helhed har en mere stabil kursudvikling end det generelle marked. Endelig for at sikre porteføljen robusthed over for mulige markedsmæssige forandringer, overvåger foreningens risikostyringsfunktion løbende porteføljen eksponering mod en række forskellige faktorer set i forhold til, hvordan det generelle globale aktiemarked er eksponeret til disse faktorer.

Investor bør endvidere være opmærksom på, at afdelingens investeringer kan blive udsat for selskabsspecifikke, politiske, økonomiske, markedsmæssige og reguleringsmæssige risici, som kan påvirke værdien af andelene i afdelingen. Hertil kan komme andre faktorer, som kan påvirke andelenes værdi.



Aktieporteføljen pr. 30. juni 2018

Sektorfordeling (%)

Energi	2,2
Industri og service	9,6
Forbrugsgoder – cykliske	5,3
Forbrugsgoder – defensive	19,4
Medicinal	11,4
Finans	14,9
Informationsteknologi	11,4
Telekommunikation	8,4
Koncessioneret service	9,0
Ejendomme	8,5

Fem største beholdninger (%)

United Health Group	4,1
Crown Castle Intl.	6,3
Mondelez	3,3
BAT	3,3
Anthem	3,2

Landefordeling (%)

USA og Canada	56,7
Storbritannien	6,4
Kontinentaleuropa	16,6
Pacific	20,3

Nøgletal

Tracking Error	3,84
Active Share	92,63

Nærmere specifikation af afdelingens investeringer kan rekvireres via foreningens kontor. Den samlede portefølje kan ses på foreningens hjemmeside www.cww.dk.

Alle investeringer er børsnoterede finansielle instrumenter, hvilket også var tilfældet 30. juni 2017.



C WorldWide Danmark KL

Beretning

C WorldWide Danmarks indre værdi pr. andel faldt i 1. halvår 2018 fra 297,10 kr. til 246,21 kr. Hertil kommer, at afdelingen i januar udloddede 55,10 kr. pr. andel. Det svarer til et afkast på 1,2 pct. for 1. halvår. Til sammenligning steg OMX Copenhagen Cap. indekset 2,57 pct. i 1. halvår 2018.

Afkastet var positivt påvirket af overvægtede positioner i GN Store Nord og SimCorp samt en undervægt i A.P. Møller-Mærsk. De negative bidragsydere til det relative afkast var vores ”manglende” investering i de to indeksaktier Lundbeck og Ambu, som steg pænt i første halvår.

De danske aktieinvestorer har primært bekymret sig om indtjenings- og kursmomentum. Investorerne købte de aktier, som har positivt momentum og solgte de aktier, som har negativt momentum. Ingen bekymrede sig om vurderingen af de pågældende aktier. 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. 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. Risikoen er ikke ubetydelig, når momentumstrategien bliver udfordret, og de udvalgte overvurderede aktier vender tilbage til et mere rimeligt niveau.

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.

Risiko

Investor bør være opmærksom på, at de historisk opnåede afkast i afdelingen ikke er garanti for fremtidige afkast. Samtidig bør investor være opmærksom på, at der kan opstå tab i værdien af andelene i afdelingen. Afdelingen er forbundet med et risikoniveau, som over længere perioder vil ligge på niveau med risikoen på det generelle aktiemarked. Såfremt det vurderes at være hensigtsmæssigt, kan afdelingen i kortere eller længere perioder have et risikoniveau, som ligger lavere eller højere end risikoniveauet på det generelle aktiemarked.

Risiko er så vanskeligt at kvantificere, at afdelingen generelt finder kvantitative modeller mindre brugbare. Der investeres i højere grad ud fra et princip om, at en væsentlig del af risikostyringen består i et godt kendskab til de selskaber, der investeres i. Dette arbejde gøres lettere ved at have et mindre antal aktier, som følges tættere.

Investor bør endvidere være opmærksom på, at afdelingens investeringer kan blive udsat for selskabsspecifikke, politiske, økonomiske, markedsmæssige og reguleringsmæssige risici, som kan påvirke værdien af andelene i afdelingen. Hertil kan komme andre faktorer, som kan påvirke andelenes værdi.



Aktieporteføljen pr. 30. juni 2018

Sektorfordeling (%)

Industri og service	36,8
Forbrugsgoder – cykliske	1,3
Forbrugsgoder – defensive	9,6
Medicinal	27,1
Finans	21,2
Informationsteknologi	4,0

Nøgletal

Tracking Error	3,48
Active Share	40,74

Fem største beholdninger (%)

Danske Bank	9,3
Novo Nordisk	9,1
Vestas Wind Systems	7,8
Coloplast	5,7
DSV	5,6

Nærmere specifikation af afdelingens investeringer kan rekvireres via foreningens kontor. Den samlede portefølje kan ses på foreningens hjemmeside www.cww.dk.

Alle investeringer er børsnoterede finansielle instrumenter, hvilket også var tilfældet 30. juni 2017.



C WorldWide Emerging Markets KL

Beretning

C WorldWide Emerging Markets indre værdi pr. andel faldt i 1. halvår 2018 fra 274,62 kr. til 259,75 kr. Det svarer til et negativt afkast på 5,4 pct. Afdelingens benchmark faldt 3,9 pct. målt i danske kroner. Resultatet i første halvår var præget af modvind på emerging market-aktier fra stigende obligationsrenter, en strammere pengepolitik i USA, stigende energipriser og en begyndende handelskrig mellem USA og Kina.

I Brasilien steg dieselpriserne kraftigt. Dette gav anledning til en stor strejke blandt lastbilchauffører, som paralyserede landet og forhindrede levering af bl.a. brændstof og fødevarer, hvilket ramte nogle af afdelingens brasilianske aktier negativt. I Malaysia fik det overraskende valgresultat betydning, idet at afdelingens 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 unikke kompetencer, der vil sikre, at selskabet vinder nye kontrakter.

Porteføljen består 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. 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 er der muligheder ved at fokusere på de lande, hvor der bliver skabt rammer for vækst, samt de mest solide væksttemaer og selskaber.

Risiko

Afdelingen investerer i udviklingsmarkeder, der generelt er præget af høje vækstrater, men som også kan være forbundet med særlige risici, der normalt ikke forekommer på de udviklede markeder. Et umodent politisk system indebærer en øget risiko for pludselige og grundlæggende omvæltninger inden for økonomi og politik. Korruption er en aktuel risikofaktor, og risikoen for nationaliseringer er med de historiske erfaringer også en faktor, som kan påvirke afdelingens investeringer. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving, og der kan blive indført restriktioner med hensyn til udførsel af valuta med kort varsel. Markedslikviditeten på de nye markeder kan være meget svingende og blive negativt påvirket af økonomiske og politiske ændringer eller andre uforudsete begivenheder. På trods af spredning af investeringerne fra flere lande må du som investor være forberedt på, at kursen kan svinge markant på kort sigt. Afdelingen investerer normalt hovedsageligt i likvide børsnoterede aktier. Ændrede markedsvilkår, som påvirker markedslivligheden negativt, kan få indflydelse på afdelingens investeringer og påvirke afkastet negativt.

Afdelingen forventes at have et risikoniveau, som over længere perioder vil ligge på niveau med det generelle niveau for markederne i emerging markets. Såfremt vi vurderer det hensigtsmæssigt, kan afdelingen i kortere eller længere perioder have et risikoniveau, som ligger lavere eller højere end det generelle niveau for markederne i emerging markets. Risiko er så vanskeligt at kvantificere, at foreningen generelt finder kvantitative modeller mindre brugbare. Vi har derfor ikke nogen kvantitative mål for styring af markedsrisiko, hvorimod vi i højere grad investerer ud fra et princip om, at en væsentlig del af risikostyringen består i et godt kendskab til de selskaber, der investeres i.

De historisk opnåede afkast i afdelingen er ingen garanti for fremtidige afkast, og der kan opstå fald i værdien af andelene i afdelingen. Afdelingens investeringer kan blive udsat for selskabsspecifikke,



politiske, økonomiske, markedsmæssige og reguleringsmæssige risici, som kan påvirke værdien af andelene i afdelingen. Hertil kan komme andre faktorer, som kan påvirke andelenes værdi. Vi anbefaler, at kun en mindre del af investors samlede investeringer placeres i afdelingen som supplement til den totale portefølje i aktieinvesteringer.

Aktieporteføljen pr. 30. juni 2018

Sektorfordeling (%)

Energi	1,9
Råvarer	4,6
Industri og service	3,4
Forbrugsgoder – cykliske	21,4
Forbrugsgoder – defensive	6,8
Finans	23,0
Informationsteknologi	34,4
Ejendomme	4,5

Landefordeling (%)

Kina og Hong Kong	39,9
Indien	15,7
Taiwan	6,9
Korea	10,5
Øvrige Fjernøsten	7,1
Mellemøsten og Afrika	4,8
Latin- og Sydamerika	12,0
Europa	3,1

Fem største beholdninger (%)

Samsung Electronics Pref	5,8
Tencent Holdings	5,7
Alibaba Group ADR	5,0
TSMC ADR	4,6
HDFC Bank	4,0

Nøgletal

Tracking Error	5,50
Active Share	83,23

Nærmere specifikation af afdelingens investeringer kan rekvireres via foreningens kontor. Den samlede portefølje kan ses på foreningens hjemmeside www.cww.dk.

Alle investeringer er børsnoterede finansielle instrumenter, hvilket også var tilfældet 30. juni 2017.



C WorldWide Asien KL

Beretning

C WorldWide Asiens (klasse A) indre værdi pr. andel faldt i 1. halvår 2018 fra 212,52 til 175,89. Hertil kommer, at afdelingen i januar udloddede 28,50 kr. pr. andel. Det svarer til et negativt afkast på 5,2 pct. (klasse C gav et afkast på -4,8 pct.). Afdelingens benchmark faldt 2,0 pct. målt i danske kroner. Resultatet i første halvår var præget af modvind på de asiatiske aktier fra stigende obligationsrenter, en strammere pengepolitik i USA, stigende energipriser og en begyndende handelskrig mellem USA og Kina.

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, halvleder osv.

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

Risiko

Investor bør være opmærksom på, at de historisk opnåede afkast i afdelingen ikke er garanti for fremtidige afkast. Samtidig kan der opstå tab i værdien af andelene i afdelingen. En investering i afdelingen kan være forbundet med højere risiko og større udsving i den indre værdi end en traditionel global aktieafdeling som f.eks. afdeling Globale Aktier KL. Investor bør endvidere være opmærksom på, at afdelingens investeringer kan blive udsat for selskabsspecifikke, politiske, økonomiske, markedsmæssige og reguleringsmæssige risici, som kan påvirke værdien af andelene i afdelingen. Hertil kan komme andre faktorer, som kan påvirke andelenes værdi.

Risiko er så vanskeligt at kvantificere, at foreningen generelt finder kvantitative modeller mindre brugbare. Der investeres i højere grad ud fra et princip om, at en væsentlig del af risikostyringen består i et godt kendskab til de selskaber, der investeres i. Dette arbejde gøres lettere ved at have et mindre antal aktier, som følges tættere.

Det anbefales, at kun en mindre del af investors samlede investeringer placeres i afdelingen som supplement til den totale portefølje i aktieinvesteringer.



Aktieporteføljen pr. 30. juni 2018

Sektorfordeling (%)

Råvarer	4,2
Industri og service	3,0
Forbrugsgoder – cykliske	10,2
Forbrugsgoder – defensive	0,8
Finans	26,2
Informationsteknologi	41,2
Koncessioneret service	2,4
Ejendomme	12,0

Landefordeling (%)

Kina og Hong Kong	54,6
Indien	13,4
Korea	10,4
Malaysia	2,3
Filippinerne	0,9
Thailand	1,5
Taiwan	9,2
Indonesien	4,2
Singapore	3,5

Fem største beholdninger (%)

Tencent Holdings	7,2
Samsung Electronics Pref.	6,9
Alibaba Group ADR	5,6
TSMC	5,4
Sunny Optical Tech	3,7

Nøgletal

Tracking Error*	4,81
Active Share	72,22
* Nøgletal er for A-klassen. C-klassen har ikke eksisteret i 3 år, hvorfor denne ikke beregnes.	

Nærmere specifikation af afdelingens investeringer kan rekvireres via foreningens kontor. Den samlede portefølje kan ses på foreningens hjemmeside www.cww.dk.

Alle investeringer er børsnoterede finansielle instrumenter, hvilket også var tilfældet 30. juni 2017.

Halvårsrapport pr. 30. juni 2018

Afdelinger

Hovedtal (i 1.000 kr.)

Globale Aktier KL

Resultatopgørelse	1. halvår 2018	1. halvår 2017	1. halvår 2018	1. halvår 2017	1. halvår 2018	1. halvår 2017	1. halvår 2018	1. halvår 2017	1. halvår 2018	1. halvår 2017
	I alt	I alt	Klasse A	Klasse A	Klasse B	Klasse B	Klasse C	Klasse C	Klasse E	Klasse E
Renter og udbytter	40.806	41.441	35.138	41.441	115	0	5.553	0	0	0
Kursgevinster og -tab	106.585	332.323	89.808	332.467	289	-144	16.488	-4.636	0	0
Administrationsomkostninger	-30.093	-31.866	-27.741	-31.865	-72	-1	-2.280	-13	0	0
Resultat før skat	117.298	341.898	97.205	342.043	332	-145	19.761	-4.649	0	0
Skat	-5.564	-3.816	-4.778	-3.816	-16	0	-770	0	0	0
Halvårets nettoresultat	111.734	338.082	92.427	338.227	316	-145	18.991	-4.649	0	0
Balance										
Aktiver	30. juni 2018	31. dec. 2017								
Likvide midler	12.321	53.947								
Kapitalandele	3.781.753	3.845.019								
Andre aktiver	31.670	12.837								
Aktiver i alt	3.825.744	3.911.803								
Passiver										
Medlemmernes formue	3.819.656	3.905.878								
Anden gæld	6.088	5.925								
Passiver i alt	3.825.744	3.911.803								
Formueopgørelse	30. juni 2018	31. dec. 2017	30. juni 2018	31. dec. 2017	30. juni 2018	31. dec. 2017	30. juni 2018	31. dec. 2017	30. juni 2018	31. dec. 2017
Medlemmernes formue primo	3.905.878	4.594.311	3.487.324	4.594.311	12.046	0	406.500	0	8	0
Udlodning fra sidste år	-484.982	-281.173	-430.768	-281.173	-1.460	0	-52.753	0	-1	0
Ændring i udb. udlodning em./indl	-53	48.260	-482	48.260	-26	0	455	0	0	0
Emissioner i perioden	388.349	497.302	183.739	83.634	343	11.673	204.267	401.987	0	8
Indløsninger i perioden	-101.820	-1.471.212	-93.725	-1.465.151	-493	0	-7.602	-6.061	0	0
Emissionstillæg/indløsningsfradrag	550	1.564	265	1.395	1	5	284	164	0	0
Reg. af udlodning ved em./indl.	0	50.007	0	44.491	0	160	0	5.356	0	0
Overført til udlodning fra sidste år	0	-597	0	-533	0	-2	0	-62	0	0
Overført til udlodning næste år	0	209	0	171	0	1	0	37	0	0
Foreslået udlodning	0	485.089	0	431.732	0	1.513	0	51.843	0	1
Periodens nettoresultat	111.734	-17.882	92.427	30.187	316	-1.304	18.991	-46.764	0	-1
Medlemmernes formue ultimo	3.819.656	3.905.878	3.238.780	3.487.324	10.727	12.046	570.142	406.500	7	8

Klasse E blev introduceret den 17. november 2017

Halvårsrapport pr. 30. juni 2018

Afdelinger

Hovedtal (i 1.000 kr.)

Globale Aktier Akkumulerende KL

Resultatopgørelse	1. halvår 2018	1. halvår 2017	1. halvår 2018	1. halvår 2017	1. halvår 2018	1. halvår 2017
	I alt	I alt	Klasse A	Klasse A	Klasse E	Klasse E
Renter og udbytter	1.953	1.953	2.915	1.953	0	0
Kursgevinster og -tab	14.409	14.409	6.183	14.409	0	0
Administrationsomkostninger	-1.706	-1.706	-2.245	-1.706	0	0
Resultat før skat	14.656	14.656	6.853	14.656	0	0
Skat	-214	-214	-331	-214	0	0
Halvårets nettoresultat	14.442	14.442	6.522	14.442	0	0
Balance						
Aktiver	30. juni 2018	31. dec. 2017				
Likvide midler	7.026	7.869				
Kapitalandele	269.004	222.466				
Andre aktiver	2.309	340				
Aktiver i alt	278.339	230.675				
Passiver						
Medlemmernes formue	277.885	226.510				
Anden gæld	454	4.165				
Passiver i alt	278.339	230.675				
Formueopgørelse	30. juni 2018	31. dec. 2017	30. juni 2018	31. dec. 2017	30. juni 2018	31. dec. 2017
Medlemmernes formue primo	226.510	157.099	226.509	157.099	1	0
Emissioner i perioden	54.995	102.247	54.995	102.246	0	1
Indløsninger i perioden	-10.203	-57.800	-10.203	-57.800	0	0
Emissionstillæg/indløsningsfradrag	61	218	61	218	0	0
Periodens nettoresultat	6.522	24.746	6.522	24.746	0	0
Medlemmernes formue ultimo	277.885	226.510	277.884	226.509	1	1

Klasse E blev introduceret den 17. november 2017

Halvårsrapport pr. 30. juni 2018

Afdelinger	Globale Aktier Etik KL		Stabile Aktier KL		Danmark KL	
Hovedtal (i 1.000 kr.)						
Resultatopgørelse	1. halvår 2018	1. halvår 2017	1. halvår 2018	1. halvår 2017	1. halvår 2018	1. halvår 2017
Renter og udbytter	6.342	5.119	3.388	2.965	13.733	18.910
Kursgevinster og -tab	22.216	38.097	1.669	2.522	2.405	125.959
Administrationsomkostninger	-4.781	-4.257	-1.633	-1.721	-5.836	-7.729
Resultat før skat	23.777	38.959	3.424	3.766	10.302	137.140
Skat	-902	-665	-328	-256	-137	-170
Halvårets nettoresultat	22.875	38.294	3.096	3.510	10.165	136.970
Balance						
Aktiver	30. juni 2018	31. dec. 2017	30. juni 2018	31. dec. 2017	30. juni 2018	31. dec. 2017
Likvide midler	6.055	6.749	2.515	4.305	14.411	26.209
Kapitalandele	588.174	508.063	162.556	190.525	693.008	847.444
Andre aktiver	1.772	1.045	706	364	310	0
Aktiver i alt	596.001	515.857	165.777	195.194	707.729	873.653
Passiver						
Medlemmernes formue	593.082	514.366	165.254	194.859	706.558	872.361
Anden gæld	2.919	1.491	523	335	1.171	1.292
Passiver i alt	596.001	515.857	165.777	195.194	707.729	873.653
Formueopgørelse	30. juni 2018	31. dec. 2017	30. juni 2018	31. dec. 2017	30. juni 2018	31. dec. 2017
Medlemmernes formue primo	514.366	448.366	194.859	215.461	872.361	1.176.135
Udlodning fra sidste år	-46.409	0	-12.133	-1.083	-161.124	-96.633
Ændring i udbetalt udlodning emission/indløsning	0	0	-65	111	-331	22.609
Emissioner i perioden	117.414	49.005	5.831	14.677	40.763	43.722
Indløsninger i perioden	-15.262	-42.730	-26.357	-45.601	-55.324	-386.883
Emissionstillæg/indløsningsfradrag	98	127	23	90	48	172
Regulering af udlodning ved emission/indløsning	0	0	0	1.386	0	26.299
Overført til udlodning fra sidste år	0	0	0	-92	0	-325
Overført til udlodning næste år	0	0	0	58	0	184
Foreslået udlodning	0	46.266	0	12.262	0	161.785
Periodens nettoresultat	22.875	13.332	3.096	-2.410	10.165	-74.704
Medlemmernes formue ultimo	593.082	514.366	165.254	194.859	706.558	872.361

Halvårsrapport pr. 30. juni 2018

Afdelinger

Hovedtal (i 1.000 kr.)

Asien KL

Emerging Markets KL

Resultatopgørelse	1. halvår 2017	1. halvår 2017	1. halvår 2018	1. halvår 2017	1. halvår 2018	1. halvår 2017	1. halvår 2018	1. halvår 2017
	I alt	I alt	Klasse A	Klasse A	Klasse C	Klasse C		
Renter og udbytter	20.150	12.150	16.344	12.094	3.806	56	1.129	597
Kursgevinster og -tab	-87.831	176.392	-71.044	176.585	-16.787	-193	-4.958	5.853
Administrationsomkostninger	-13.630	-8.423	-11.995	-8.414	-1.635	-9	-964	-430
Resultat før skat	-81.311	180.119	-66.695	180.265	-14.616	-146	-4.793	6.020
Skat	-1.841	-1.308	-1.492	-1.295	-349	-13	-120	-63
Halvårets nettoresultat	-83.152	178.811	-68.187	178.970	-14.965	-159	-4.913	5.957

Balance

Aktiver	30. juni 2018	31. dec. 2017					30. juni 2018	31. dec. 2017
Likvide midler	25.606	48.110					2.047	2.601
Kapitalandele	1.585.577	1.245.087					77.855	77.275
Andre aktiver	26.370	2.412					391	1.823
Aktiver i alt	1.637.553	1.295.609					80.293	81.699

Passiver

Medlemmernes formue	1.634.804	1.293.480					80.000	81.560
Anden gæld	2.749	2.129					293	139
Passiver i alt	1.637.553	1.295.609					80.293	81.699

Formueopgørelse	30. juni 2018	31. dec. 2017	30. juni 2018	31. dec. 2017	30. juni 2018	31. dec. 2017	30. juni 2018	31. dec. 2017
Medlemmernes formue primo	1.293.480	1.230.708	1.059.125	1.230.708	234.355	0	81.560	38.525
Udlodning fra sidste år	-198.956	0	-160.671	0	-38.285	0	0	0
Ændring i udb. udl. pga em./indl.	12.316	0	9.320	0	2.996	0	0	0
Emissioner i perioden	746.647	573.677	589.908	344.820	156.739	228.857	15.819	30.579
Indløsninger i perioden	-137.306	-810.670	-112.099	-797.238	-25.207	-13.432	-12.537	-1.124
Emissionstillæg/indløsningsfradrag	1.775	2.299	1.468	2.107	307	192	71	90
Regulering af udl. ved em./indl.	0	1.596	0	1.353	0	243	0	9.678
Overført til udl. fra sidste år	0	0	0	0	0	0	0	0
Overført til udlodning næste år	0	396	0	311	0	85	0	0
Foreslået udlodning	0	174.325	0	142.032	0	32.293	0	0
Periodens nettoresultat	-83.152	121.149	-68.187	135.032	-14.965	-13.883	-4.913	3.812
Medlemmernes formue ultimo	1.634.804	1.293.480	1.318.864	1.059.125	315.940	234.355	80.000	81.560