

# **AKTIEINVESTERING MED LAVERE RISIKO**

DEN EUROPÆISKE  
BILINDUSTRI

POTENTIALE I  
BETALINGS-  
TJENESTER

KVARTALS-  
ORIENTERING  
NR 3 | 2019





# Indholdsfortegnelse

04	Leder
06	Aktieinvestering med lavere risiko
10	Den europæiske bilindustri
14	Potentiale i betalingstjenester
16	Forventninger til aktiemarkedet
18	Globale Aktier KL
20	Globale Aktier Etik KL
22	Stabile Aktier KL
24	Danmark KL
26	Asien KL
28	Emerging Markets KL
30	Én grundfilosofi – syv afdelinger
31	Investeringsforeningen C WorldWide



# Leder

## Kære investor

### Negative renter på kontantindskud

De negative renter begynder nu langsomt at sprede sig til opsparingskonti, og på det globale obligationsmarked er mængden af udestående obligationer med negative afkast fordoblet de seneste 12 måneder til svimlende USD 15.000 mia. Dette svarer ca. til halvdelen af det amerikanske aktiemarked. Hermed står vi med et meget konkret dilemma; hvor vi tidligere kunne betragte obligationer, som det sikre og stabile element i en portefølje, er dette ikke længere tilfældet. Vi argumenterer faktisk for, at der nu er større sandsynlighed for kurstab end det modsatte.

Løsningen er dog ikke ligetil. Vi har i dag en verdensøkonomi og kapitalmarkeder, som er politisk styrede. For at undgå mulige negative effekter på økonomien ønsker politikerne at fastholde priserne på realaktiver såsom ejendomme og aktier. I dette lys kan svaret på dilemmaet – for den langsigtede investor – være at revurdere balancen mellem aktier og obligationer til fordel for aktier. Aktier er i sagens natur heller ikke uden risiko, særligt hvis der kommer recession. Omvendt er der et vækstpotentiale samtidigt med, at man får et konkurrencedygtigt løbende udbytte. Endelig tror vi ikke, at en eventuel recession nødvendigvis bliver langvarig.

En overvejelse omkring aktieinvesteringer i det nuværende miljø er de såkaldte ”stabile aktier”. Dette er aktier med typisk mere stabile og forudsigelige forretningsmodeller, som historisk har vist sig ikke at være lige så følsomme over for konjunkturudsving. Det er netop denne type aktier, vi udvælger i afdeling C WorldWide Stabile Aktier. Denne afdeling bygger på tanken om at mindske kurstab i faldende markeder sammenlignet med det generelle aktiemarked, men at bevare den langsigtede fordel ved en stabil og voksende indtjening. Du kan læse mere om afdelingen som en investeringsmulighed i artiklen ”Aktieinvestering med lavere risiko”.

### Positive afkast i tredje kvartal drevet af USD

De internationale aktiemarkeder fortsatte i tredje kvartal med moderate stigninger drevet særligt af en stigning i den amerikanske dollar. Den stigende dollar og den uafklarede handelskrig satte dog sine spor i emerging markets, hvor vores to afdelinger, Asien og Emerging Markets, til trods skabte et lille positivt afkast. De

danske aktier holdede – uden det valutariske løft – efter de internationale aktier.

I år har afkastudviklingen været god med afkast på mellem 12 pct. og 28 pct., og hvor seks ud af vores syv afdelinger har skabt højere afkast end markedet. Højeste afkast er skabt af de globale produkter med afdeling Globale Aktier Etik i spidsen. ESG-overvejelser (miljø, samfundsansvar og selskabsledelse) har altid være en integreret del af investeringsprocessen i alle vores afdelinger, mens vi i afdeling Globale Aktier Etik derudover ekskluderer udvalgte sektorer, såsom tobak, alkohol og fremover også fossile brændstoffer.

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

### Kvartalsorienteringen er nu digital

Som vi i sidste kvartal informerede om, er vi nu fuldt overgået til digital distribution af kvartalsorienteringen. Hvis du ikke allerede er tilmeldt vores nyhedsbrev, kan du med fordel tilmelde dig på [cww.dk/tilmeld-nyhedsbrev](http://cww.dk/tilmeld-nyhedsbrev). Så modtager du løbende vores nyheder samt link til den digitale kvartalsorientering.


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

Bo Knudsen      Tim Kristiansen


### Resultat 3. kvartal 2019

Afdeling	Afkast 3. kvrt.	Benchmark 3. kvrt.	Afkast År til dato	Benchmark 09/2019
Globale Aktier KL	3,2%	5,5%	24,3%	21,9%
Globale Aktier Akk. KL	3,1%	4,5%	25,2%	21,9%
Globale Aktier Etik KL	4,8%	4,5%	28,1%	21,9%
Stabile Aktier KL	6,8%	7,4%	24,2%	23,4%
Danmark KL	-1,7%	0,9%	12,0%	15,6%
Asien KL	1,2%	-0,2%	16,2%	10,9%
Emerging Markets KL	1,3%	0,1%	14,2%	11,1%

# FØLGER DU DINE INVESTERINGER?



**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 PÅ E-MAIL

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 på [cww.dk/tilmeld-nyhedsbrev](http://cww.dk/tilmeld-nyhedsbrev).**

# Aktieinvestering med lavere risiko

Af porteføljeformaler Jakob Greisen, C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S.



*Mange investorer søger et alternativ til opsparing med nulrente eller negativ rente, men er tøvende over for aktier på grund af en øget risiko. Er man villig til at acceptere en vis risiko, kunne gruppen af stabile aktier være et godt bud. Stabile aktier giver typisk et mere jævnt afkast, da man investerer i selskaber med en stabil og mere forudsigelig indtjening. Og måske mest overraskende, har stabile aktier som aktivklasse givet langsigtede investorer et aktieafkast på niveau med markedet, selv om risikoen har været lavere.*

## Styr på risikoen

Det er naturligt, at vi forsøger at undgå uheld og nedbringe risici, der kan påvirke vores liv. Derfor køber vi forsikringer til f.eks. vores hjem, bil osv. Dette behov for beskyttelse kan overføres til investeringsverdenen, hvor der uundgåeligt opstår uventede udsving på aktiemarkedet, som medfører kurstab. En for stor risiko kan ligefrem skabe søvnløse nætter, hvis man generelt er risikoavers. I afdeling C WorldWide Stabile Aktier fokuserer vi på at begrænse risikoen ved at investere i selskaber med en stabil forretningsmodel og indtjeningsprofil.

## Gevinst i form af mindre kurstab

Hvis man får et stort kurstab på aktier, bliver man sat væsentligt tilbage ift. sin oprindelige investeringsformue, og det kan tage lang tid at genvinde det tabte. De fleste investorer vil derfor hellere undgå tab end at miste en potentiel gevinst. Derfor er strategier, der forsøger at mindske kurstab, og som øger værdien af aktiverne i stigende markeder, interessante.

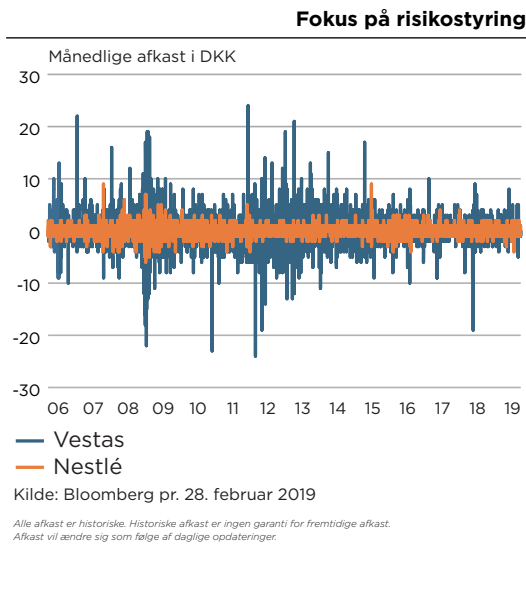
C WorldWide Stabile Aktier investerer globalt og spreder investeringerne i forskellige regioner og sektorer for at gøre porteføljen robust over for det uventede. Vi investerer i selskaber med eksponering til forskellige risici, og som generelt er mindre påvirkede af konjunkturerne. Det gælder f.eks. telekommunikation i Hongkong, boligudlejning i Tyskland, forsyningselskaber i Nordamerika, fødevarerproducenter i Kina, sundhedsforsikring i USA og globale softwareselskaber. Dermed bliver investeringerne mindre følsomme over for den løbende nyhedsstrøm om f.eks. den økonomiske eller politiske udvikling. Vores forbrug af f.eks. kaffe, tandpasta, husleje, forsikring, teletjenester eller strøm er i store træk upåvirket af eksterne faktorer. Med denne investerings-tilgang bliver timingen på aktiemarkedet ligeledes mindre vigtig.

**” De fleste investorer vil hellere undgå tab end at miste en potentiel gevinst. Derfor er strategier, der forsøger at mindske kurstab, og som øger værdien af aktiverne i stigende markeder, interessante.**

## Stabilitet vs. volatilitet

Værdien af stabilitet i forhold til volatilitet kan ses ved at analysere afkastet fra en investering i henholdsvis Nestlé og Vestas over de seneste 13 år. I denne periode oplevede begge selskaber en kraftig vækst, og begge steg med mere end 380 pct. Nestlé producerer fødevarer og drikkevareprodukter, som indgår i mange menneskers daglige forbrug f.eks. kaffe, vand, chokolade, babymad, mad til kæledyr osv. Som det ses af figur 1, medfører en stabil og forudsigelig omsætning lave udsving i aktiekursen (de orange søjler viser de månedlige afkast).

Figur 1



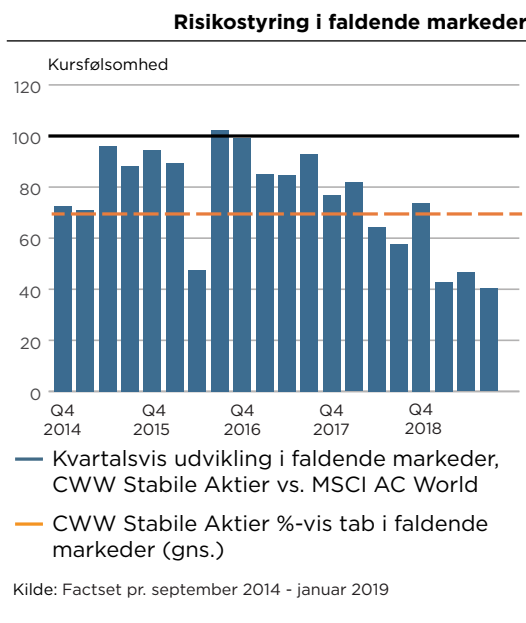
Til sammenligning har Vestas været et af de mest succesrige selskaber i vindmølleindustrien. I modsætning til Nestlés

forudsigelige forretning, har Vestas været afhængig af statsstøtte, større ordrer og store investeringer, som kan være vanskelige at forudsige. Dette skabte udsving i indtjeningen og dermed også i aktiekursen, som vist i figur 2 nedenfor (de blå søjler viser de månedlige afkast). Vi har Nestlé i porteføljen på grund af selskabets stærke produktportefølje og den stabile indtjeningsprofil, hvorimod Vestas ikke indgår i afdelingens investeringsunivers pga. de store udsving i aktiekursen, som tilfører denne portefølje unødigt risiko. Generelt leder vi efter investeringer, hvor de forventede kursudsving er under gennemsnittet for en typisk aktie.

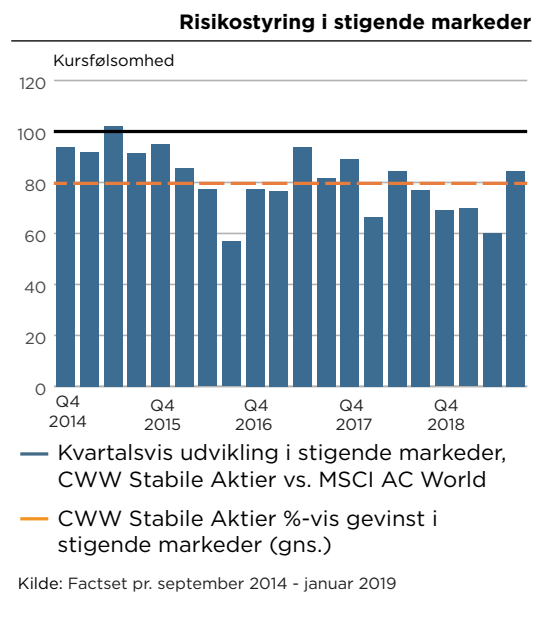
### Stabilitet betaler sig

Ser man på afkastet i C WorldWide Stabile Aktier siden starten 2014, har afdelingen udvist væsentlig mindre kursudsving end det globale aktiemarked. Nedenstående graf viser, hvordan afdelingen har udviklet sig i stigende (upside capture) og faldende markeder (downside capture). Afdelingen har historisk opnået ca. 80 pct. af stigningen i positive markeder, men kun taget 75 pct. af tabet i faldende markeder.

Figur 2



Figur 3



Da aktietab rammer det langsigtede afkast hårdt, har afdelingen i levetiden givet et bedre afkast end det globale aktieindeks, netop fordi afdelingen har klaret sig bedre i perioder med negative afkast. Vores analyser viser, at en stabil portefølje med fokus på det lange seje træk faktisk giver et højere afkast end det globale aktiemarked, og samtidigt har en lavere risiko (målt på beta, standardafvigelse eller maksimalt tab for en given periode) Derfor har risikostyring den højeste prioritet i afdelingen.

**” Afdelingen har historisk opnået ca. 80 pct. af stigningen i positive markeder, men kun taget 75 pct. af tabet i faldende markeder.**

---

Den strategi, som C WorldWide Stabile Aktier følger, vil højst sandsynligt ikke kunne følge med udviklingen i det globale aktiemarked, når den økonomiske vækst er i bedring, og renterne stiger i takt med væksten. I disse perioder oplever cykliske selskaber typisk stigende indtjening og investorerne bliver mere risikovillige, mens ikke-cykliske selskaber øger deres indtjening i et mere jævnt forløb. Når renterne stiger, kommer selskaber med lav risiko ofte under pres på aktiemarkedet, fordi deres langsigtede indtjening diskonteres med en højere rente, og den effektive obligationsrente bliver et mere attraktivt alternativ.

Mange investorer fristes af en god investeringshistorie eller håbet om en hurtig gevinst ved at investere i enkeltaktier. Samtidigt tilsidesættes risikoperspektivet. Med afdeling Stabile Aktier prøver vi at skabe et mere forudsigeligt afkast drevet af en diversificeret portefølje af selskaber med en mere stabil, forudsigelig og stigende indtjening. Afdelingen bygger på tanken om at mindske kurstab i faldende markeder og samtidigt bevare fordelene ved en stabil og voksende indtjening i globale selskaber. Det har set over afdelings levetid givet et højere afkast end det globale aktiemarked og tilmed med en lavere risiko. Dog bør det nævnes, at teori og historik ikke er en garanti for fremtidigt afkast.

Vil du vide mere om, hvor vi finder stabil vækst, kan du bl.a. læse indsigten [Værdien af stabil vækst](#) på [cww.dk](#).





# Den europæiske bilindustri - "value" eller "value trap"?

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



*Den europæiske bilindustri har gennem flere år haft betydelig modvind fra den teknologiske udvikling. Vi tror, at denne modvind også vil udfordre bilindustriens forretningsmodeller i det kommende årti, hvorfor vi har fravalgt at investere i sektoren. Ikke mindst ser vi fortsat også en signifikant trussel ift. udviklingen af ny teknologi, men også en risiko*

*i takt med at konjunkturudviklingen modnes samtidigt med skærpede krav til CO2-udledning, som indføres fra 2020.*

I 2016 argumenterede vi for, at grundet de meget høje investeringer, der kræves for at overleve 1) overgangen fra forbrændingsmotorer til elmotorer samtidigt med 2) den parallelle udvikling af selvkørende biler samt 3) udviklingen af mobilitet som en app, der udfordrer de eksisterende forretningsmodeller, var bilindustrien ikke en god investering for den langsigtede investor. Årsagen var usikkerhed ift. fremtidige marginer og afkastet af disse massive investeringer. I 2016 blev det også tydeligere, at tyske luksusmærker, som tidligere havde været teknologiledende, begyndte at halte bagefter. De kunne ikke se muligheden for at bevare den historiske profitabilitet med eldrevne og selvkørende biler og investerede derfor ikke tilstrækkeligt i udviklingen. Det mindede om en tilsvarende situation med Kodak nogle årtier tidligere. Kodak formåede ikke at tilpasse sig udviklingen af digital teknologi, hvorfor selskabet var på randen af konkurs.

## Konjunkturedgang i en tid med høj investeringsvækst

Meget har ændret sig siden 2016. De største bilproducenter har nu betydelige elektrificeringsplaner og investerer kraftigt i udvikling af førerløse teknologier og mobilitetsplatforme. Værdiansættelsen var lav i 2016, men P/E-værdien er siden faldet endnu mere, og i dag er bilaktier blandt verdens billigste selskaber målt på P/E. Så hvor står bilproducenterne så i dag – med en sektor med generelt lave værdiansættelser og en fremtid, der kræver nødvendige strategiske tiltag for at kunne overleve på mellemlangt og langt sigt?

I 2016 havde bilsektoren medvind fra en stigende efterspørgsel på tværs af alle større regioner. I dag er antallet af solgte biler uforandret eller faldende, da de vestlige markeder har passeret konjunkturtoppen, og Kina ikke længere er en vækstmotor. Hertil kommer, at branchen risikerer at ende midt i spændingerne mellem USA og EU med toldtakster ved eksport til USA, hvis der ikke indgås en omfattende handelsaftale.

**” Vi ser fortsat en signifikant trussel ift. udviklingen af ny teknologi, men også en risiko i takt med at konjunkturudviklingen modnes samtidigt med skærpede krav til CO2-udledning, som indføres fra 2020.**

Dette er nogle af de konjunkturrelle risici, vi ser i dag. Men vigtigere er det, at branchens indtjening på langt sigt fortsat er usikker. I modsætning til 2016 er bilsektoren begyndt at investere massivt i fremtidens innovative løsninger for at forblive relevante de kommende ti år. Volkswagen er med deres modulopbyggede elektriske platform formentlig den mest aggressive blandt de etablerede bilproducenter, og de planlægger at investere ca. EUR 30 mia. (ca. 40 pct. af markedsværdien) i løbet af de næste fem år i at gøre elbiler til en kommerciel succes. Selvom det muligvis giver mening for europæiske bilproducenter at investere i batterier, kontrolleres det globale marked stadig i høj grad af fem asiatiske aktører fra Korea, Kina og Japan. Ikke alene er adgangsbarriererne høje, men branchen er også kapitalintensiv med et begrænset marginpotentiale de næste mange år. Det vil tage en nystartet virksomhed mindst fire til fem år at etablere produktion af batterier. Og med mangel på ekspertise i regionen er det derfor usandsynligt, at omkostningsstrukturen vil være på niveau med de asiatiske leverandører, hvorfor vi fortsat er skeptiske over for den langsigtede rentabilitet af europæisk produceret elbiler.

## Aftale om reduktion af CO2-udledning skaber modvind

I takt med at bilindustrien øger investeringerne, vil der i løbet af de næste to til tre år dukke et andet og hidtil overset indtjeningsproblem op for Europas største bilproducenter, nemlig overholdelse af de skærpede krav til CO2-udledning. For hele EU vil der fra 2020 blive indført nye skærpede emissionskrav for CO2-udledning med bødestrafte svarende til ca. EUR 95 pr. gram CO2, såfremt kravet ikke overholdes.

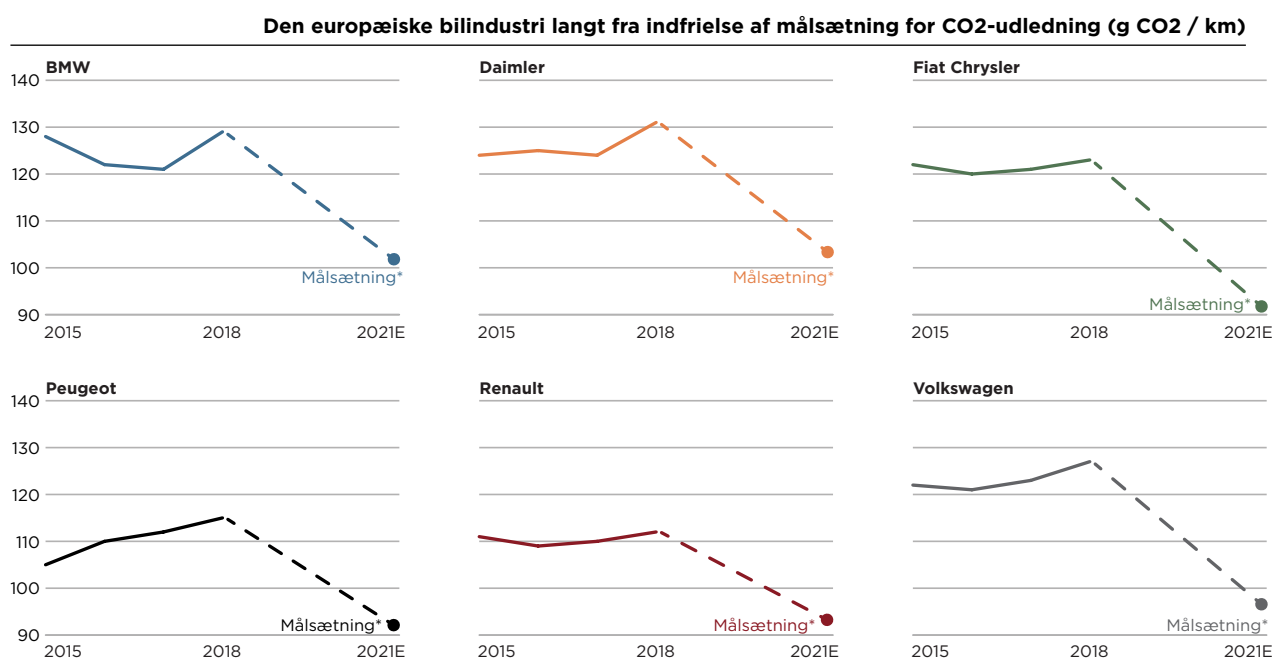
Alligevel ser det ud til, at CO2-udledningen er på vej i den forkerte retning, da benzindrevne biler frem for diesel igen er de foretrukne blandt nye biler. Ikke mindst er efterspørgslen efter større biler (SUV'er) med et højere forureningsniveau stigende.

Selvom de langsigtede udfordringer med rentabilitet af eldrevne og selvkørende biler formentlig udgør den største trussel for bilindustrien, beskrev analysefirmaet Evercore ISI for nylig CO2-udfordringen som den største strukturelle modvind for bilsektoren, se figur 1 – potentielt også mere skadelig

end handelskrigen mellem USA og Kina, amerikanske toldsatser, dieselforbud og Brexit. De anslår, at branchens omkostninger til overholdelse af CO2-regler beløber sig til over EUR 15 mia. For nogle bilproducenter vil indtjeningsstabet være af afgørende betydning; for at overholde CO2-reglerne står producenten bag bl.a. Peugeot, Citroën og Opel (PSA Group), som er længst bagud, over for en indtjeningsnedgang på 25 pct. pr. aktie i 2021 ifølge Evercore ISI.

**”** CO2-udfordringen er den største strukturelle modvind for bilsektoren. Potentielt også mere skadelig end handelskrigen mellem USA og Kina, amerikanske toldsatser, dieselforbud og Brexit.

Figur 1



Kilde: Financial Times, apr. 2019

\*2021-målsætning om gennemsnitligt 95 g CO2 / km for nyproducerede personbiler. Producenter af større køretøjer har dog mindre stringente målsætninger.

Ikke alle bilproducenter står over for en CO2-reguleringstrussel. Toyota, der i årevis har fokuseret på hybridmotorer, forventer, at 60 pct. af de Toyota-biler, der sælges i Europa, vil være hybride inden 2021 og derfor mere eller mindre vil overholde kravene. Dette viser, hvorfor elektrificering er blevet absolut afgørende for alle bilproducenter på det europæiske marked. Enten overholder man kravene, eller også må man betale betydelige bøder og risikere at ødelægge sit varemærke. Selskaberne skal således investere i teknologi, hvor omkostningerne til at begynde med vil være højere og marginerne derfor lavere eller muligvis negative.

**” Selskaberne skal investere i teknologi, hvor omkostningerne til at begynde med vil være højere og marginerne derfor lavere eller muligvis negative.**

---

Fiat Chrysler har indgået en noget innovativ aftale med Tesla – pioneren inden for elbiler. Ordningen går ud på at betale Tesla hundrede af millioner euro for, at deres nul-emissionsbiler skal tælles sammen med Fiat Chryslers flåde, hvorved Fiat vil fremstå mere CO2-neutrale. Men at betale bøder eller betale andre for deres CO2-kvoter i stedet for selv at investere i CO2-reducerende teknologi er en dårlig langsigtet investering. Kravene bliver endnu strammere efter 2021, da målsætningen for bilindustriens CO2-udledning for 2030 øges med yderligere 37,5 pct.

## Konklusion

Den modvind, som bilbranchen står over for, er fortsat stærk, mens selskabernes værdiansættelser er på meget lave niveauer. Med udsigt til en vanskelig fremtid reagerer branchen ved at initiere samarbejde, sammenlægninger og spinoffs for at kunne øge indtjeningen. Store konkurrenter som BMW og Daimler arbejder nu sammen om at opbygge fælles mobilitetsplatforme, og Fiat og Renault taler åbent om en fusion for sammen at opfylde de stadigt voksende investeringsbehov bedre.

Bilbranchen gennemlever i disse år store forandringer, og vi foretrækker fortsat at følge med fra sidelinjen, da en forøgelse af nuværende lave værdiansættelser ikke ventes i den nærmeste fremtid. Sektoren forbliver således en uforløst "value" investering (og dermed en "value trap") i en rum tid fremover. Et af de få lyspunkter er, at det elektroniske indhold i biler vil stige betydeligt i takt med, at overgangen til elbiler udvikler sig. Dette skaber muligheder for nye leverandører af delkomponenter, og vil være et vigtigt vækstområde for virksomheder med de rigtige produkter inden for halvleder-teknologi og software til selvkørende biler, hvor vi i dag har begrænset eksponering på grund af konjunkturmæssige risici. Ikke desto mindre er dette et område, som vi finder strukturelt interessant.



# Potentiale i betalingstjenester

Af porteføljeformidler Jakob Greisen, C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S.



*I Danmark foregår langt de fleste betalinger elektronisk, men på globalt plan foregår over 50 pct. af alle betalinger fortsat kontant. Det anslås, at væksten i elektroniske betalinger årligt stiger med ca. 10 pct. drevet af den globale forbrugsvekst samt væksten i elektroniske betalinger på bekostning af kontanter. Overgangen til elektroniske*

*betalinger er understøttet af det øgede forbrug inden for e-handel, hvor nye produktkategorier inden for flybilletter, hoteller, dagligvarer, tøj m.m. bliver handlet og betalt online. Derudover er det både lettere og mere sikkert at betale elektronisk. Det giver gode forretningsbetingelser for elektroniske betalingssystemer globalt og skaber interessante investeringsmuligheder.*

## Høje adgangsbarrierer og lave marginalomkostninger

Vi forbrugere kan i dag nemt og sikkert betale via et betalingssystem (f.eks. Visa, MasterCard eller American Express), fordi vores tillid til systemet er høj. Det skyldes, at de store udbydere gennem årene har opbygget et netværk, som er meget vanskeligt at kopiere og konkurrere imod.

Skala er afgørende for at forbinde mere end 2 mia. forbrugere med over 40 mio. forretninger gennem over 16.000 finansielle institutioner med realtidbetalinger døgnet 24 timer året rundt. Dette sker gennem et vidt forgrenet aftalekompleks med et utal af tilpasninger for at opfylde lovgivningen i alle lande, herunder tilpasning til alle brugernes ønsker og fleksibilitet i en verden, der konstant ændrer sig, og hvor nye muligheder opstår. Tillid til systemerne er afgørende for den langsigtede vækst, og betalingstjenesterne investerer store summer i bl.a. kryptering, personidentifikation, forbrugsmønstre m.m. Vi forbrugere er generelt beskyttede mod svindel og misbrug og har aldrig oplevet væsentlige nedbrud, som har kostet os penge.

De faste omkostninger ved at drive et globalt betalingssystem er således ganske høje, men omkostningen ved at gennemføre den enkelte betalingstransaktion er tæt på 0 kroner. Disse forhold skaber høje adgangsbarrierer for nye udbydere, som skal

overvinde betydelige etableringsomkostninger og opnå forbrugernes tillid. Omvendt nyder de etablerede aktører fordelene af markedsdominans og lave marginalomkostninger. Dette afspejles i den historiske udvikling de seneste ti år illustreret eksempelvis ved MasterCard og Visa. Indtjeningen i de to selskaber er i denne periode således mere end seksdoblet svarende til en årlig gennemsnitsvækst på ca. 22 pct. Selskabernes aktiekurser har haft endnu mere fart på med årlige gennemsnitsstigninger på ca. 25 pct.

” Der er høje adgangsbarrierer for nye udbydere, som skal overvinde betydelige etableringsomkostninger og opnå forbrugernes tillid.

## Innovation oven på eksisterende infrastruktur

Industrien investerer betydelige summer i at udvikle nye betalingsformer, der gør betalingen endnu nemmere, mere tilgængelig og mindst lige så sikker som de eksisterende betalingsformer til fordel for både kunder og erhvervsdrivende. Dette som f.eks. via de nye trådløse betalinger, når forbrugeren betaler ved at placere sit betalingskort, ”smart watch” eller ”smart phone” på betalingsstanderen. En anden fordel ved de kontaktløse betalinger er, at de så at sige ”fjerner forbrugers smerte” ved betalingen. Til sammenligning bliver beløbets størrelse meget konkret ved en kontantbetaling. Jo mindre ”smertefuld” betalingen er, des flere penge vil forbrugeren have tendens til at bruge. Dette er naturligvis af interesse for såvel de erhvervsdrivende som udbydere af betalingstjenesterne, hvorimod udviklingen stiller større krav til forbrugernes selvbevidsthed.

Canada var et af de første lande, der introducerede kontaktløse betalinger, og på bare otte år opnåede disse over 90 pct. af markedet.

I dag kan man både overføre såvel som tilbageføre penge direkte mellem forretning og forbruger, forretninger imellem og



ikke mindst kan offentlige betalinger ske direkte til forbrugeren. Dette er med til at minimere korrupsion, særligt i visse emerging markets-lande. Indien er eksempelvis langt fremme med anvendelse af irisgenkendelse og fingeraftryk som personidentifikation til brug for bl.a. overførsler af finansielle ydelser.

De nye innovative aktører inden for betalingstjenester som f.eks. Apple Pay, Google Pay og Amazon Pay er ikke umiddelbare konkurrenter, da de baserer deres løsninger på de store betalings-tjenester. Dette skyldes, at betalingstjenesterne har været dygtige til at udvikle de eksisterende systemer, så de understøtter nye betalingsmuligheder. Dermed bliver fintech-selskaberne omfavnet som samarbejdspartnere frem for at blive udfordrende konkurrenter, som var bekymringen, da de kom frem. De nye aktører har erkendt, at den underliggende infrastruktur er svær at replikere, og at man tilfører kunden en genkendelighed og sikkerhed i betalingerne ved at samarbejde med de eksisterende udbydere af betalingsystemer.

### **Vækst fra emerging markets og stigende rejseaktivitet**

Da betalingstjenester er en vital infrastruktur, er det ikke alle lande, der bare byder de eksisterende udbydere velkommen. Kina vil eksempelvis have sit eget uafhængige system, og formentligt vil de internationale betalingstjenester aldrig opnå den samme dominans i Asien, som de har haft i Europa og USA. Men på trods heraf er der et stort vækstpotentiale drevet af den hastige vækst i den globale middelklasse.

Oven i dette er der strukturel medvind fra den stigende globale rejseaktivitet, da betalingstjenesterne indtjening er højere ved gennemførelse af udenlandske transaktioner bl.a. pga. ekstra valutaindtjening. Særligt er turismen fra emerging markets hastigt voksende, og det anslås, at Kina står for knap 20 pct. af verdens forbrug blandt rejsende, og landet har først lige fået smag for udenlandsrejser.

### **Værdien af forudsigelighed**

Selvom kontanter i udvalgte lande efterhånden er et sjældent syn, er der stadig strukturel medvind fra resten af verden, hvor over 50 pct. af betalingerne stadig foregår kontant. Indtjeningsvæksten for betalingstjenesterne vil være drevet af væksten i det globale forbrug kombineret med overgangen fra kontante betalinger til elektroniske betalinger. De førende betalingstjenester har adgangsbarrierer, der er svære at nedbryde, og med meget lave marginalomkostninger følger ganske attraktive marginer. Og disse ser ikke ud til at blive eroderet af konkurrencen. Nye innovative betalingsmuligheder vil appellere til forbrugerne, idet de gør livet nemmere. Dette vil få konverteringen fra kontanter til elektronisk betaling til at fortsætte.

Som aktiv investor fokuserer vi på det, som med stor sandsynlighed kan forudsiges. Det tror vi udviklingen inden for betalingstjenester kan. Du kan følge vores investeringer inden for betalingstjenester i bl.a. afdelingerne Globale Aktier, Globale Aktier Etik og Stabile Aktier.

Vil du vide mere om, hvor vi finder stabil vækst, kan du bl.a. læse vores indsigte "[Værdien af stabil vækst](#)".

# Forventninger til aktiemarkedet

Af adm. direktør og porteføljeformidler, Bo Knudsen, C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S.



Aktiemarkedene fortsatte den positive udvikling i tredje kvartal med en stigning i verdensindekset på 4,5 pct. målt i danske kroner. En stor del af udviklingen tilskrives US-dollar, som steg ca. 4,5 pct. En af forklaringerne på den forholdsvis stærke dollar er de højere realrenter i USA samt en relativ god økonomisk udvikling i USA ift. resten af verden, hvilket får kapitalen til at søge amerikanske aktiver. Emerging markets-aktierne har det fortsat svært, trykket af den stigende dollar, uroen i Hongkong samt handelskrigen mellem Kina og USA.

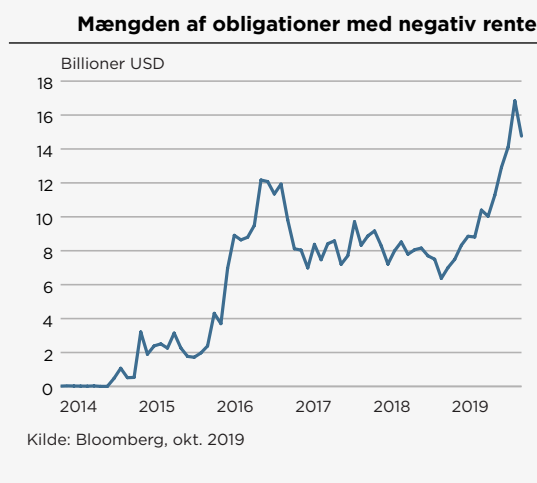
**” I Europa er de 10-årige renter faldet mere end et procentpoint, mens den amerikanske 10-årige rente er faldet 1,5 procentpoint. Dette presser værdiansættelsen på aktier op.**

Årets høje aktieafkast er sket uden en tilsvarende stigning i virksomhedernes indtjening, hvor indtjeningsudviklingen på globalt plan for 2019 tegner sig ganske svagt med en vækst på 1-2 pct. Forklaringen er, at de lange renter er faldet kraftigt gennem de seneste 12 måneder. I Europa er de 10-årige renter faldet mere end et procentpoint, mens den amerikanske 10-årige rente er faldet 1,5 procentpoint. Dette presser værdiansættelsen på aktier op.

## Obligationer er ikke længere det sikre valg

Dagens miljø med lave og negative renter skaber et dilemma: Obligationer, som tidligere var det sikre investeringsvalg, tilbyder i dag stort set kun negative afkastudsigter. Desuden er en obligation i dag langt fra den stabile investering, da der er en væsentlig

Figur 1



risiko for fremtidigt kurstab. Den årlige rente på en dansk og en tysk 10-årig statsobligation er i dag omtrent -0,6 pct. Renten kan selvfølgelig blive endnu lavere (med en kursgevinst til følge) – særligt i tilfælde af en økonomisk recession, men på nuværende renteniveau synes risikoen for kurstab højere end det modsatte. Man skal huske på, at hvis renterne stiger f.eks. et procentpoint til niveauet for bare et år siden, vil man opleve et kurstab på ca. 10 pct. Derfor er obligationer i dag ikke en risikofri placering. Som det kan ses af figur 1 ovenfor, har rentefaldet de seneste 12 måneder betydet en fordobling af den globale obligationsmængde med negative renter til nu ca. USD 15.000 mia. Dette svarer til knapt halvdelen af værdien af hele det amerikanske aktiemarked.

## Recession eller ej ...

Mange analytikere og investorer diskuterer aktuelt risikoen for en global recession, hvor udviklingen i den amerikanske økonomi er en central faktor. Vi har tidligere beskrevet, at rentekurven historisk har været indikator for en kommende økonomisk



**”** Rentefaldet de seneste 12 måneder har betydet en fordobling af den globale obligationsmængde med negative renter til nu ca. USD 15.000 mia. Dette svarer til knapt halvdelen af værdien af hele det amerikanske aktiemarked.

---

nedgang. En inverteret rentekurve, hvor de korte renter er højere end de lange, signalerer en recession inden for typisk et års tid. Rentekurven i USA inverterede i sommers, hvilket kan være et signal om en mulig økonomisk recession medio 2020.

Aktuelt er der en afmatning i fremstillingsindustrien, mens privatforbruget, som udgør to tredjedele af den amerikanske økonomi, fortsat udvikler sig positivt – seneste måling viste en 2,6 pct. realfremgang i privatforbruget. Udviklingen i privatforbruget afhænger i høj grad af udviklingen i arbejdsmarkedet samt af forbrugernes tillid til fremtiden. Her er den indenrigspolitiske situation i USA omkring præsident Trump en risikofaktor sammen med en mulig optrapning af handelskrigen mellem Kina og USA. Hvis Trump gennemfører truslerne om nye tariffier til december, kan det i større omfang end tidligere ramme den amerikanske forbruger. Omvendt taler dette netop for indgåelse af en midlertidig handelsaftale med Kina, særligt med udsigt til et amerikansk valgår i 2020.

**”** Tegn på økonomisk afmatning vil blive mødt med kraftige politiske stimuli i form af både pengepolitiske og finanspolitiske tiltag. I dette lys er det mindre sandsynligt med en dyb og længerevarende nedgang.

---

Generelt er det svært at forudsige, hvornår en økonomisk recession indtræffer. Der er som nævnt valide argumenter for en tilbagegang i 2020. Omvendt er 2020 et valgår og det sidste, præsident Trump ønsker, er en recession i USA. Tegn på økonomisk afmatning vil derfor blive mødt med kraftige politiske stimuli i form af både

penge- såvel som finanspolitiske tiltag. I dette lys er det mindre sandsynligt med en dyb og længerevarende nedgang.

### **Fokus på langsigtede værdiskabende aktieselskaber**

På denne baggrund mener vi, at en langsigtet investor er bedst tjent med at fokusere på mere forudsigelige langsigtede aktietemaer og ud fra dette finde de bedste aktieinvesteringer. Værdiansættelsen af aktiemarkedene er fornuftig – særligt set i lyset af de negative afkastudsigter på obligationer og kontantindskud. Kommer der en økonomisk afmatning, vil den modsvares politisk bl.a. i form af yderligere rentesænkninger. Lave renter holder hånden under værdiansættelsen på aktiemarkedet – særligt prisfastsættelsen af vækst og aktier med lang ”varighed”, dvs. at aktier med langtidsholdbare forretningsmodeller vil forblive høj og endog måske stigende. Så selvom de cykliske og de såkaldte “value”-aktier fik et mindre comeback i tredje kvartal, tror vi, at et længerevarende miljø uden høj vækst og inflation gør det vanskeligere for disse selskaber, da de netop har brug for vækst og inflation for at lette presset på forretningsmodellen.

**”** Vi mener, at en langsigtet investor er bedst tjent med at fokusere på mere forudsigelige langsigtede aktietemaer og derudfra finde de bedste aktieinvesteringer.

---

Virksomhedernes indtjening er generelt stadig langt over deres kapitalomkostninger, hvilket fortsat vil stimulere investeringer og opkøbsaktivitet. Vi er dog i den sene fase af en 10-årig opgang på aktiemarkedene, og der er en lang række usikkerhedsmomenter; politisk styrede økonomier, udsigt til en langstrakt politisk spænding mellem Kina og USA, politisk usikkerhed om det fremtidige lederskab i USA, Brexit uden en aftale og den aktuelle uro i Hongkong. Vi anbefaler derfor fortsat en risikobalanceret investeringstilgang.



# Globale Aktier

Du kan investere i Globale Aktier  
udloddende eller akkumulerende:  
Globale Aktier Udl. DK0010157965  
Globale Aktier Akk. DK0060655702

## Status på kvartalet

De globale økonomiske udsigter er i øjeblikket stabile. Den politiske usikkerhed og den igangværende amerikanske handelskonflikt med Kina præger dog fortsat markederne og skaber en vis uro. Den amerikanske forbrugers købelyst har indtil videre været upåvirket af usikkerhederne, og samtidigt er det interessant, at arbejdsløsheden i euroområdet fortsat falder (p.t. 7,4 pct.) på trods af en svag udvikling i den tyske industriproduktion. Forventningerne til den globale indtjeningsvækst er fortsat moderate, omend Indien er den store undtagelse efter en nylig vedtagelse af massive lettelser af selskabsskatten.

De fleste aktiemarkeder steg en lille smule i kvartalet, omend aktiemarkedet i Hongkong faldt næsten 10 pct. i lyset af de fortsatte offentlige protester og uroligheder. Afdelingen steg 3,2 pct., mens MSCI AC Verdensindekset steg 4,5 pct. Det lidt lavere afkast end markedet skyldes primært vores to investeringer i Hongkong: Sun Hung Kai Properties og AIA. Den faldende oliepris trak også Royal Dutch Shell ned. År til dato er afdelingen steget 24,3 pct. mod benchmark, der er steget 21,9 pct.

## Investeringsstrategi og porteføljeændringer

Strategien er uforandret med en afbalanceret kombination af stabile og tematiske vækst-selskaber. Et mere vanskeligt lovgivningsmiljø i Kina for internetselskabet **Naspers** har ført til, at vi har solgt selskabet og i stedet investeret i den indonesiske bank **Bank Central Asia** (BCA).

Vi ser BCA som en af verdens førende vækst-selskaber med en imponerende indtjeningsvækst gennem de seneste to årtier, hvor det økonomiske og politiske miljø i Indonesien har været ganske ustabil. Vores tro på selskabet blev styrket efter et nyligt besøg i Indonesien, hvor vi mødtes med den øverste ledelse samt repræsentanter fra den familie, som er majoritetsaktionær. Ligeledes tror vi, at det nylige genvalg af præsident Joko Widodo (Jokowi) de kommende fem år vil skabe mere politisk stabilitet, bedre vækst og et positivt investeringsklima. BCA har en af de stærkeste udlånsforretninger i Indonesien med adgang til billig finansiering. Desuden vurderer vi ledelsen positivt, der med sin dybe teknologiske forståelse investerer massivt i ny teknologi, hvilket skaber en langtidsholdbar platform for vækst. BCA er samtidigt den førende udbyder af realkredit i Indonesien. Realkreditlån målt ift. BNP er blot 2 pct. (til sammenligning ligger Indien på 10 pct.) og samtidigt er befolkningen på 261 mio. personer meget ung, idet 42 pct. af befolkningen er under 25 år. Dette giver langsigtet medvind til BCA.



Se porteføljen på [cww.dk](http://cww.dk)

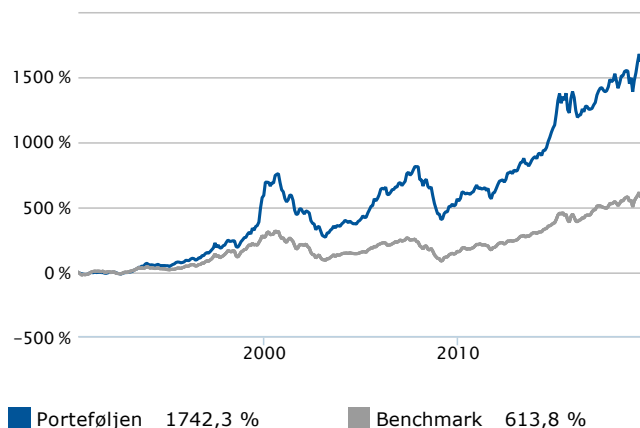
# C WORLDWIDE GLOBALE AKTIER

PR. 30. SEPTEMBER 2019

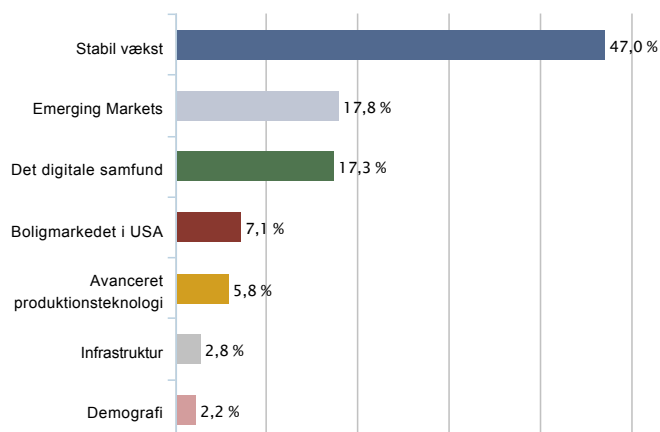
## FAKTA

Afdeling	C WorldWide Globale Aktier KL
Fondskode	DK0010157965
Afdelingens start	30. juni 1990
Risikomærkning	Gul
Lagerbeskattes frie midler	Nej
Benchmark	MSCI AC World
Emissionstillæg	0,35 %
Indløsningsfradrag	0,31 %
Løbende omkostninger	1,68 %
ÅOP	1,94 %
Indirekte handelsomkostninger	0,01 %
Forvalterteam	Bo Knudsen, Bengt Seger, Lars Wincentzen, Mattias Kolm

## AFKASTUDVIKLING



## TEMA



## AFKAST & RISIKO

	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	12,3	36,7	62,6	196,0	1.742,3	10,4
Benchmark (%)	8,1	36,5	60,4	198,2	613,8	6,9
Aktivt afkast (%)	4,1	0,2	2,2	-2,2	1.128,5	3,5

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. p.a. porteføljen (%)	10,0	12,3	11,2	15,4
Std. afv. p.a. benchmark (%)	10,7	11,8	10,6	14,9
Beta	0,9	1,0	1,0	0,9

## 10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
Visa	7,6 %
HDFC	7,0 %
The Home Depot	5,1 %
AIA Group	4,8 %
Ecolab	4,3 %
Amazon.com	4,3 %
Alphabet	4,3 %
Thermo Fisher Scientific	4,0 %
Royal Dutch Shell	4,0 %
Keyence	3,9 %

## RISIKO/AFKAST PROFIL



Indikatoren viser sammenhængen mellem risiko og afkast. Afdelingens placering er bestemt af udsvingene i afdelingens regnskabsmæssige indre værdi de seneste fem år. Kategoriseringen er givet fra afdelingens Central Investorinformation og kan ændre sig. Det skyldes, at historiske data ikke kan give et billede af afdelingens fremtidige risikoprofil.

Benchmark er inkl. udbytter i DKK. Bemærkninger til afkast se bagerst i denne publikation.



# Globale Aktier Etik

## Status på kvartalet

Aktiemarkedene er fortsat præget af politisk usikkerhed og handelskonflikten mellem USA og Kina. Købelysten hos de amerikanske forbrugere er dog indtil videre upåvirket heraf. Samtidigt er det interessant, at arbejdsløsheden i euroområdet fortsat falder (i øjeblikket 7,4 pct.) på trods af en svag udvikling i den tyske industriproduktion. Vores forventningerne til den globale indtjeningsvækst er fortsat moderate, om end Indien er den store undtagelse efter en nylig vedtagelse af massive lettelser af selskabsskatten.

De globale aktiemarkeder steg en smule i kvartalet, om end aktiemarkedet i Hongkong, der fortsat er præget af offentlige protester og uroligheder, faldt næsten 10 pct. Afdelingen leverede et positivt afkast på 4,8 pct. i tredje kvartal, hvilket var en smule bedre end afdelingens benchmark, MSCI AC World, der steg 4,5 pct. År til dato har afdelingen skabt et afkast på 28,1 pct. mod afdelingens benchmark, der er steget 21,9 pct.

## Investeringsstrategi og porteføljeændringer

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 medvind 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.

I tredje kvartal foretog vi flere omlægninger. Et mere besværligt lovgivningsmiljø i Kina for det sydafrikanske internetselskab **Naspers** har ført til, at vi har solgt selskabet. For provent investerede vi i indonesiske **Bank Central Asia** (BCA), der gennem to årtier har vist en imponerende indtjeningsvækst og er et af verdens førende vækstselskaber.

Vi har desuden investeret i hollandske **Royal Phillips**. Selskabet har gennemgået en større transformation for at blive globalt førende inden for billedteknologier til medicinalteknologien. Selskabet er i gang med at reducere omkostninger for at forbedre effektiviteten og derigennem indtjeningsmarginerne. Endelig gennemgår selskabet en større kulturel forandring, der skal gøre selskabet mere smidigt med henblik på at optimere kundeoplevelserne. Købet af Royal Phillips blev finansieret ved at reducere vores investeringer i Thermo Fischer Scientific, Ecolab og Novo Nordisk, der alle har leveret gode afkast.



Se porteføljen på [cww.dk](http://cww.dk)

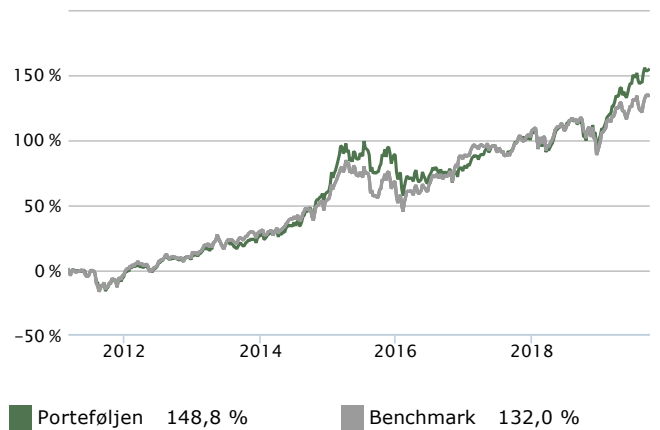
# C WORLDWIDE GLOBALE AKTIER ETIK

PR. 30. SEPTEMBER 2019

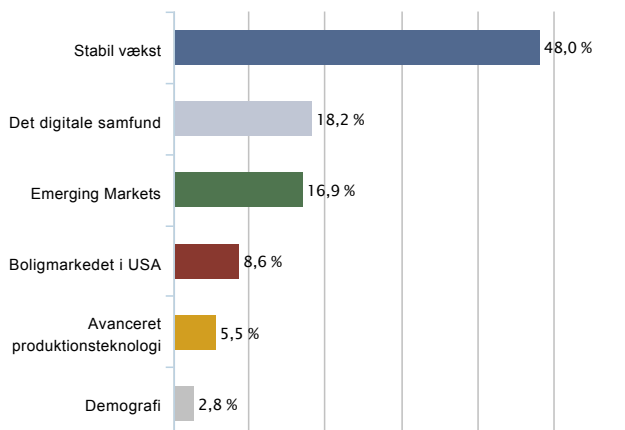
## FAKTA

Afdeling	C WorldWide Globale Aktier Etik KL UDL.
Fondskode	DK0060287217
Afdelingens start	7. marts 2011
Risikomærkning	Gul
Lagerbeskattes frie midler	Ja
Benchmark	MSCI AC World
Emissionstillæg	0,35 %
Indløsningsfradrag	0,31 %
Løbende omkostninger	1,69 %
ÅOP	1,91 %
Indirekte handelsomkostninger	0,01 %
Forvalterteam	Bo Knudsen, Bengt Seger, Lars Wincentzen, Mattias Kolm

## AFKASTUDVIKLING



## TEMA



## AFKAST & RISIKO

	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	17,8	46,5	72,7	-	148,8	11,2
Benchmark (%)	8,1	36,5	60,4	-	132,0	10,3
Aktivt afkast (%)	9,7	10,0	12,4	-	16,8	0,9

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. p.a. porteføljen (%)	9,7	12,0	-	11,0
Std. afv. p.a. benchmark (%)	10,7	11,8	-	10,7
Beta	0,8	0,9	-	0,9

## 10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
Visa	8,1 %
HDFC Bank	6,8 %
The Home Depot	4,9 %
Nestlé	4,9 %
Procter & Gamble	4,4 %
Coca-Cola	4,4 %
AIA Group	4,4 %
Ecolab	4,3 %
Alphabet	4,2 %
Thermo Fisher Scientific	4,1 %

## RISIKO/AFKAST PROFIL



Indikatoren viser sammenhængen mellem risiko og afkast. Afdelingens placering er bestemt af udsvingene i afdelingens regnskabsmæssige indre værdi de seneste fem år. Kategoriseringen er givet fra afdelingens Central Investorinformation og kan ændre sig. Det skyldes, at historiske data ikke kan give et billede af afdelingens fremtidige risikoprofil.

Benchmark er inkl. udbytter i DKK. Bemærkninger til afkast se bagerst i denne publikation.



# Stabile Aktier

## Status på kvartalet

Det globale aktiemarked fortsætter fremgangen trods fortsat usikkerhed omkring Brexit, handelskrigen mellem USA og Kina, uro i Hongkong, øgede spændinger i Mellemøsten m.v. Aktiemarkedet understøttes af et globalt faldende renteniveau, hvilket betyder, at mange obligationer og visse indlånskonti nu har negativ rente. Som investor skal man derfor være endnu mere opmærksom på, hvilke typer selskaber man investerer i. Vi finder fortsat attraktive aktier med stabil kursudvikling trods en vis uro på markederne.

Afdelingen leverede i kvartalet et afkast på 6,8 pct., hvor benchmark steg 7,4 pct. En af kvartalets bedste aktier var det amerikanske teleselskab AT&T, der steg med knap 20 pct. efter en progressiv investor købte en væsentlig ejerandel og presser ledelsen for ændringer. Pfizer skuffede derimod med et kursfald på godt 12 pct., da man bl.a. vil udskille produkter med mistet patent på en mindre favorabel måde end ventet. År til dato er afdelingen steget 24,2 pct. mod benchmark, der er steget 23,4 pct.

## Investeringsstrategi og porteføljeændringer

Afdelingen investerer i selskaber med en lavere følsomhed over for de økonomiske konjunkturer, og som har en stærk konkurrencemæssig position med en rimelig forudsigelig og stabil indtjeningsvækst. Vi leder efter forskelligartede investeringer for at gøre porteføljen robust. Det er baggrunden for, at porteføljen tilstræbes at have lavere kursudsving end det globale aktiemarked generelt. Vi har f.eks. investeret i den amerikanske discountkæde **TJX**, der sælger mærkevarer til markant lavere priser end i modebutikkerne, og som har modstået presset fra online-handel. Salget stiger typisk i perioder med usikkerhed, fordi forbruget bliver endnu mere koncentreret omkring gode tilbud.

Derudover har vi investeret i to kinesiske motorvejsselskaber **Shenzhen Expressway** (nord for Hongkong) og **Jiangsu Expressway** (Shanghai-området). Selskaberne har gavn af den økonomiske vækst, som betyder flere biler og mere trafik på vejene. Konjunkturer kan svinge fra år til år, men trafikken på motorvejene er relativt stabil, hvilket understøtter en stabil indtjeningsvækst.

Vi solgte **Keppel DC REIT**, der driver datacentre hovedsageligt i Asien og Europa, efter aktien var steget mere end 50 pct. siden købet for mindre end et år siden. Der har ikke været væsentlige nyheder omkring selskabet, men investorernes jagt på stabil vækst og højt udbytte har presset værdiansættelsen for højt op.



Se porteføljen på [cww.dk](http://cww.dk)

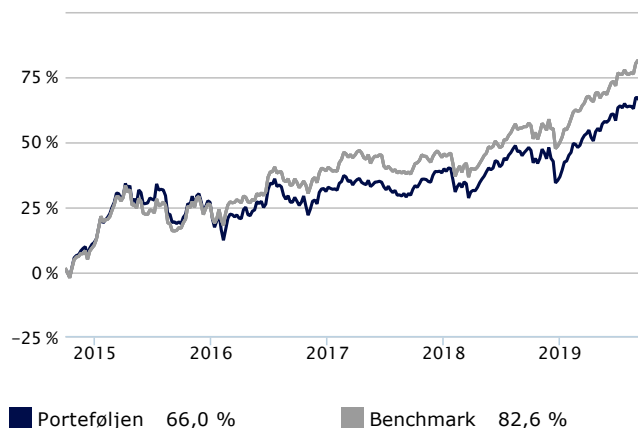
# C WORLDWIDE STABILE AKTIER

PR. 30. SEPTEMBER 2019

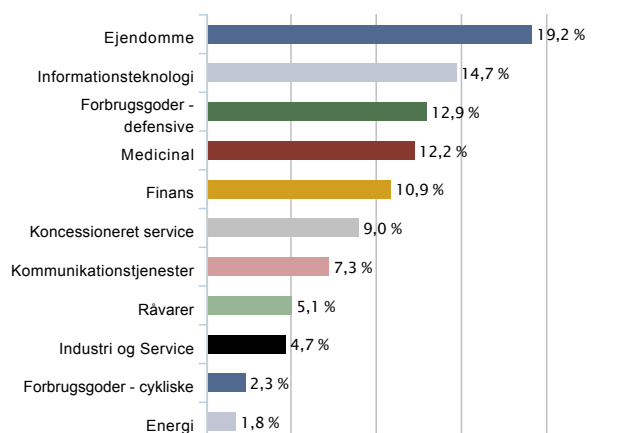
## FAKTA

Afdeling	C WorldWide Stabile Aktier KL
Fondskode	DK0010312529
Afdelingens start	1. oktober 2014
Risikomærkning	Gul
Lagerbeskattes frie midler	Nej
Benchmark	MSCI AC World Minimum Volatility
Emissionstillæg	0,35 %
Indløsningsfradrag	0,31 %
Løbende omkostninger	1,72 %
ÅOP	2,09 %
Indirekte handelsomkostninger	0,02 %
Forvalter	Jakob Greisen

## AFKASTUDVIKLING



## SEKTOR



## AFKAST & RISIKO

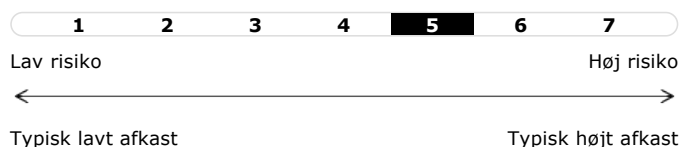
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	14,2	32,7	66,0	-	66,0	10,7
Benchmark (%)	17,1	37,0	82,6	-	82,6	12,8
Aktivt afkast (%)	-2,9	-4,3	-16,6	-	-16,6	-2,1

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. p.a. porteføljen (%)	8,7	10,4	-	10,4
Std. afv. p.a. benchmark (%)	7,7	9,5	-	9,4
Beta	1,0	1,0	-	1,0

## 10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
Franco-Nevada	5,1 %
Atlantica Yield	4,7 %
Deutsche Wohnen	4,4 %
Grand City Properties	4,2 %
Progressive Corp	4,2 %
Aroundtown	4,0 %
Amdocs	3,6 %
STORE Capital	3,4 %
Fidelity National Info Serv	3,3 %
Johnson & Johnson	3,2 %

## RISIKO/AFKAST PROFIL



Indikatoren viser sammenhængen mellem risiko og afkast. Afdelingens placering er bestemt af udsvingene i afdelingens regnskabsmæssige indre værdi de seneste fem år. Kategoriseringen er givet fra afdelingens Central Investorinformation og kan ændre sig. Det skyldes, at historiske data ikke kan give et billede af afdelingens fremtidige risikoprofil.

Benchmark er inkl. udbytter i DKK. Bemærkninger til afkast se bagerst i denne publikation.



# Danmark

## Status på kvartalet

Det danske aktiemarked steg 0,9 pct. i tredje kvartal. Til sammenligning gav afdelingen et afkast på -1,7 pct. De største positive bidrag kom fra vores undervægt af Lundbeck, The Drilling Company of 1972 (forh. Maersk Drilling) og A.P. Møller-Mærsk. Omvendt trak vores overvægt i Danske Bank, Vestas Wind Systems, ISS og Demant samt vores undervægt i Ørsted ned. År til dato er afdelingen steget 12,0 pct., mens benchmark er steget 15,6 pct.

Kvartalet var præget af en del udsving i begge retninger. Det er fortsat spændingerne mellem USA og Kina, der gør markedsdeltagerne urolige for effekterne på verdenshandlen. Således er nervøsiteten for en global recession steget. I Danmark var der opsigtsvækkende nyt i bankverdenen med et opgør i Sydbanks bestyrelse, om hvorvidt bestyrelsen eller aktionærene har førsteprioritet. Fire bestyrelsesmedlemmer trak sig, da deres aktionærvenlige ”fusionsforsøg” med SparNord blev nedstemt af Sydbanks bestyrelse.

Det var en positiv nyhed, at Novo Nordisk fik godkendt deres nye GLP1-baserede orale diabetesmiddel. Godkendelsen var ventet med spænding, da Novo Nordisk nu kan konkurrere på tabletmarkedet, hvilket ikke har været tilfældet tidligere. Endelig kunne Lundbeck oplyse, at det er lykkedes dem at opkøbe Alder Bio Pharmaceuticals for DKK 13 mia. I februar 2020 vil den amerikanske styrelse for fødevarer og medicin (FDA) tage stilling til, om selskabets fase-3 produkt mod migræne kan godkendes. Lundbeck er i gang med at eksekvere på den nye strategi, hvor opkøb skal styrke den lidt svage portefølje af nye produktkandidater.

## Investeringsstrategi og porteføljeændringer

Porteføljen er overvægtet med ca. 6 procentpoint i cykliske aktier og undervægtet med ca. 6 pct. i defensive aktier. Den cykliske overvægt er primært koncentreret i industriaktierne, mens bankerne er neutralvægtet. Undervægten af defensive aktier stammer fra en selskabsspecifik undervægt af Lundbeck og Ørsted og er således ikke drevet af en overordnet holdning til de to aktivklasser. Der er ikke sket nævneværdige ændringer i kvartalet. Risikoen i markedet er stigende. Handelskonflikter er ikke positive for væksten, hvilket gør investeringsbetingelserne vanskeligere. Da renten er lav og i mange tilfælde negativ, er der fortsat ikke et attraktivt alternativ til aktier, selvom risikoen er stigende. Investorerne svinger mellem håbet om, at der ikke kommer recession og frygten for, at den kommer. Det giver svingende aktiekurser. Hertil kommer, at de såkaldt ”sikre aktier” er højt prisfestsat og ikke tåler, at indtjeningen skuffer. Betingelserne er derfor sværere end normalt.



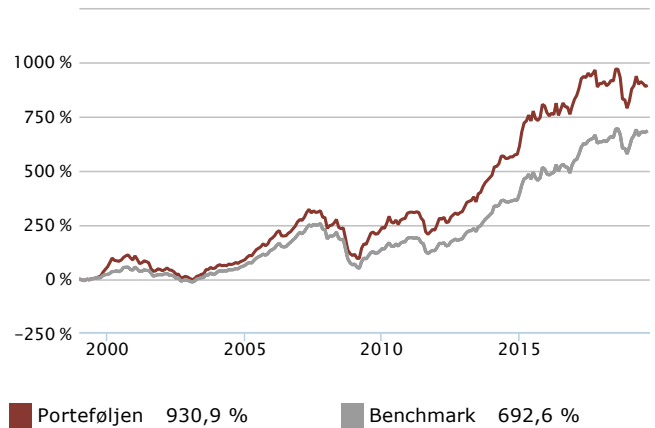
Se porteføljen på [cww.dk](http://cww.dk)



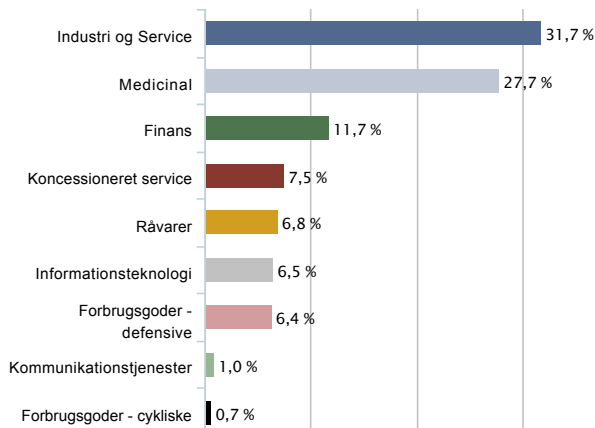
## FAKTA

Afdeling	C WorldWide Danmark KL
Fondskode	DK0010249655
Afdelingens start	23. december 1998
Risikomærkning	Gul
Lagerbeskattes frie midler	Nej
Benchmark	OMX Copenhagen Cap Indeks
Emissionstillæg	0,24 %
Indløsningsfradrag	0,24 %
Løbende omkostninger	1,56 %
ÅOP	1,77 %
Indirekte handelsomkostninger	0,004 %
Forvalterteam	Kim Korsgård Nielsen, Peter Holt

## AFKASTUDVIKLING



## SEKTOR



## AFKAST & RISIKO

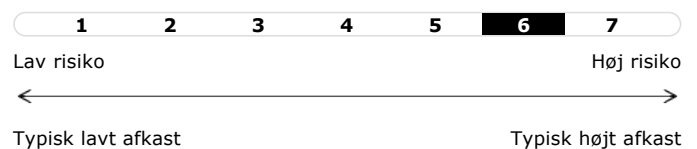
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	-3,5	11,0	49,7	212,9	930,9	11,8
Benchmark (%)	2,2	26,8	70,7	245,3	692,6	10,4
Aktivt afkast (%)	-5,7	-15,8	-21,1	-32,4	238,3	1,4

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. p.a. porteføljen (%)	11,8	12,4	13,7	18,4
Std. afv. p.a. benchmark (%)	10,8	11,7	12,7	16,6
Beta	1,1	1,0	1,1	1,1

## 10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
Novo Nordisk	9,9 %
Coloplast	7,7 %
NTG	7,7 %
Ørsted	7,5 %
Vestas Wind Systems	7,4 %
Carlsberg Breweries	4,7 %
Danske Bank	4,7 %
A.P. Møller-Mærsk	4,3 %
Demant	4,0 %
ISS	3,8 %

## RISIKO/AFKAST PROFIL



Indikatoren viser sammenhængen mellem risiko og afkast. Afdelingens placering er bestemt af udsvingene i afdelingens regnskabsmæssige indre værdi de seneste fem år. Kategoriseringen er givet fra afdelingens Central Investorinformation og kan ændre sig. Det skyldes, at historiske data ikke kan give et billede af afdelingens fremtidige risikoprofil.

Benchmark er inkl. udbytter i DKK. Bemærkninger til afkast se bagerst i denne publikation.



# Asien

## Status på kvartalet

De asiatiske aktiemarkeder skabte lavere afkast end de globale markeder i tredje kvartal, da handelskonflikten mellem USA og Kina fortsat prægede markederne negativt, omend der på det seneste er kommet lidt mildere toner. Urolighederne i Hongkong har også medvirket til at øge usikkerheden. Mere positivt fortsatte den indiske præsident Modi den reformvenlige vej efter sit genvalg tidligere på året. I september annoncerede han en stor nedsættelse af selskabsskatterne på USD 20 mia. for at øge virksomhedsinvesteringerne og Indiens konkurrenceevne som et foretrukket produktionsområde.

Afdelingens indre værdi steg 1,2 pct., mens benchmark MSCI AC Asia ekskl. Japan faldt 0,2 pct. i kvartalet. De største positive bidragsydere var HDFC Life Insurance (Indien) og Sunny Optical (Kina), mens det største negative bidrag kom fra de to kinesiske ejendomsudviklere Sunac og China Overseas Land & Invest. År til dato er afdelingen steget 16,2 pct., mens benchmark er steget 10,9 pct.

## Investeringsstrategi og porteføljeændringer

Vi fastholder strategien med fokus på den indenlandske vækst i Asien. Vi har foretaget tre nye investeringer: **BTPS** (Indonesien), **Godrej Properties** (Indien) og **Zhejiang Dingli Machinery** (Kina). BTPS er en långiver inden for mikrofinansiering med fokus på kvinder i dårligt stillede områder. Et lån er typisk baseret på grupper med fem personer, der hæfter solidarisk for tilbagebetalingen – en model tilsvarende Bharat Financial i Indien. Virksomheden har oplevet høj vækst siden 2011 og driver i dag 200.000 forretninger i 23 af landets 34 provinser. Godrej Properties er en førende boligentreprenør. Med indførelsen af ejendomsreguleringsloven er der sket en stor konsolidering i sektoren, hvor de større virksomheder vinder markedsandele. Dette minder om udviklingen i Kina for 15 år siden, og vi ser Godrej som et af de bedste selskaber til at drage en tilsvarende fordel – med en stærk forretningsmodel og et godt renommé. Zhejiang Dingli producerer industrielle lifte. Virksomheden er førende i Kina med en markedsandel på ca. 30 pct. og brugen af lifte er lavere i Kina sammenlignet med udviklede markeder. Vi forventer derfor en vækst på ca. 30 pct. årligt i de kommende år drevet af 1) højere sikkerhedskrav, da brugen af lifte forbedrer sikkerhed og arbejdsforhold 2) bedre omkostningsstyring ifm. stigende lønomkostninger pga. effektivisering af manuelle arbejdsgange 3) ekspansion af udlejningsvirksomhed, hvor markedet udvides til at omfatte virksomheder, som ikke har et kontinuerligt behov for lifte. Zhejiang Dingli er således godt positioneret til at drage fordel af disse medvinde.

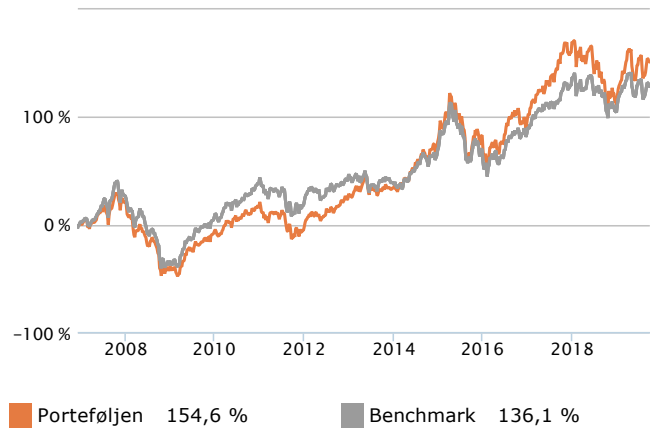


Se porteføljen på [cww.dk](http://cww.dk)

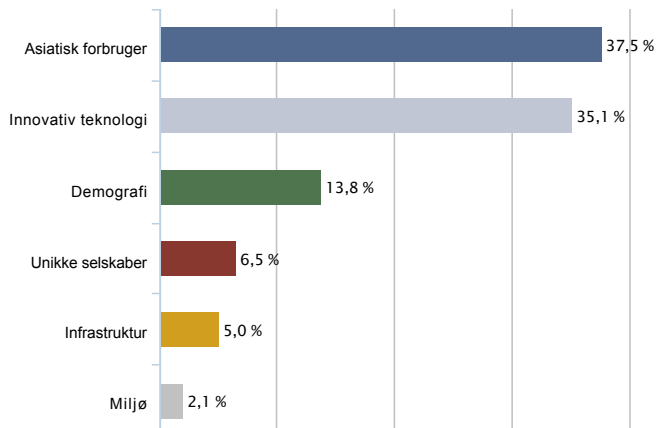
## FAKTA

Afdeling	C WorldWide Asien KL
Fondskode	DK0060057644
Afdelingens start	7. december 2006
Risikomærkning	Gul
Lagerbeskattes frie midler	Nej
Benchmark	MSCI AC Asia ex Japan
Emissionstillæg	0,50 %
Indløsningsfradrag	0,55 %
Løbende omkostninger	1,94 %
ÅOP	2,14 %
Indirekte handelsomkostninger	0,0 %
Forvalterteam	Allan Christensen, Mogens Akselsen

## AFKASTUDVIKLING



## TEMA



## AFKAST & RISIKO

	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	8,0	24,8	54,9	193,1	154,6	7,6
Benchmark (%)	3,0	24,2	43,0	130,2	136,1	6,9
Aktivt afkast (%)	5,0	0,5	11,9	62,9	18,5	0,6

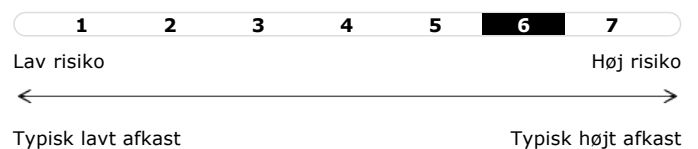
  

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. p.a. porteføljen (%)	15,0	16,6	15,8	18,9
Std. afv. p.a. benchmark (%)	12,3	14,2	13,7	17,9
Beta	1,2	1,1	1,1	1,0

## 10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
Samsung Electronics	7,2 %
TSMC	7,1 %
Tencent Holdings	6,5 %
Alibaba Group	5,9 %
Ping An Insurance	3,8 %
China Overseas Land & Investment	3,5 %
AIA Group	3,5 %
Sunny Optical Tech	3,1 %
Sunac China Holdings	2,8 %
DBS Group	2,4 %

## RISIKO/AFKAST PROFIL



Indikatoren viser sammenhængen mellem risiko og afkast. Afdelingens placering er bestemt af udsvingene i afdelingens regnskabsmæssige indre værdi de seneste fem år. Kategoriseringen er givet fra afdelingens Central Investorinformation og kan ændre sig. Det skyldes, at historiske data ikke kan give et billede af afdelingens fremtidige risikoprofil.

Benchmark er inkl. udbytter i DKK. Bemærkninger til afkast se bagerst i denne publikation.



# Emerging Markets

## Status på kvartalet

Spændingerne mellem USA og Kina steg i kvartalet, hvor Trump-administrationen fik Kinas valutamanipulation at mærke, og vi så en optrapning af handelskonflikten. Samtidigt blev forskellen på de to-årige og de ti-årige amerikanske renter negativ, hvilket historisk set har været en indikation for en kommende amerikansk recession. Vi oplevede også fortsat uro i Hongkong og en svag vækst i den indiske økonomi. Den indiske regering har imidlertid indført adskillige vækstfremmende tiltag med bl.a. en massiv skattereform, der reducerer selskabsskattesatserne fra 35 til 25 pct. Endvidere vil virksomheder, der foretager nye investeringer og påbegynder produktion inden 31. marts 2023, få en skattesats på 17 pct. Disse initiativer understøtter vores langsigtede positive syn på Indien. Trods disse bekymringer skabte afdelingen i kvartalet et afkast på 1,3 pct., mens benchmark steg mere beskedent med 0,1 pct. Som konsekvens af svagheden i den indiske økonomi var HDFC Bank blandt de største negative bidragsydere, ligesom PSG Group, MRV og COLI bidrog negativt. Vi har dog fortsat tiltro til disse selskabers langsigtede vækstpotentiale. Blandt de positive bidragsydere var Sunny Optical, TSMC, Berger Paints og Intermedica, som alle leverede stærke regnskaber, hvilket understøttede en positiv kursudvikling i kvartalet. År til dato er afdelingen steget 14,2 pct., mens benchmark er steget 11,1 pct.

## Investeringsstrategi og porteføljeændringer

I kvartalet solgte vi **ConCor** og **Adani Ports**. Begge selskaber er godt langsigtet positioneret i Indien, men vi ser endnu bedre muligheder i det indiske byggefirma **NCC**. Vi forventer, at virksomheden kan drage fordel af en forventet investeringsoptur i Indien. Vi solgte **MyEG**, fordi vi fortsat er usikre på masterkoncessionen, og om det udenlandske arbejdstager-legaliseringsprogram vil blive gennemført. Vi solgte **Geely** pga. høje lagerniveauer og udvidelse af kapacitet i de sidste par år, som fortsat vil tynde virksomhedens vækst fremover. Vi solgte **Han's Laser** pga. corporate governance-problemer og øget konkurrence. **Naspers'** NewCo-notering ændrer ikke på den indviklede governance-struktur eller spørgsmålet om ledelsens overdrevne kontrol over virksomheden, hvorfor selskabet er solgt. Vi solgte desuden **GeoPark**, som er en cyklisk forretning, og med aktuelle marginer på et historisk højt niveau ønsker vi ikke længere at holde positionen.

Vi har købt **Via Varejo**, hvor den nye ledelse skal sikre, at de står stærkt ift. væksten inden for e-handel og fintech i Brasilien. Endelig købte vi **PSG Group**, som har en portefølje af innovative vækstaktiver i Sydafrika. De leder efter aktiver i brancher, der har høje adgangsbarrierer eller fragmenterede industrier med mulighed for konsolidering.



Se porteføljen på [cww.dk](http://cww.dk)

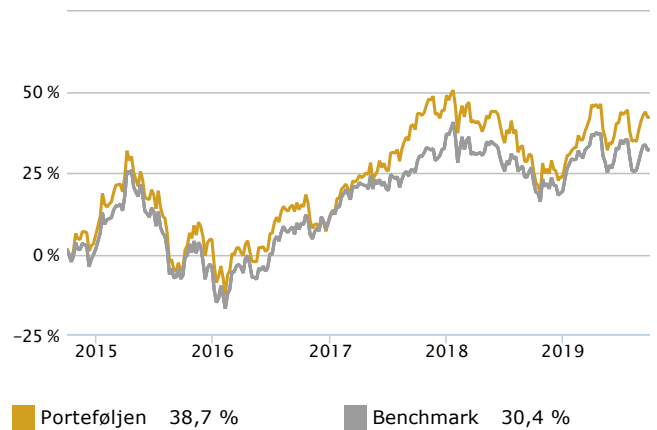
# C WORLDWIDE EMERGING MARKETS

PR. 30. SEPTEMBER 2019

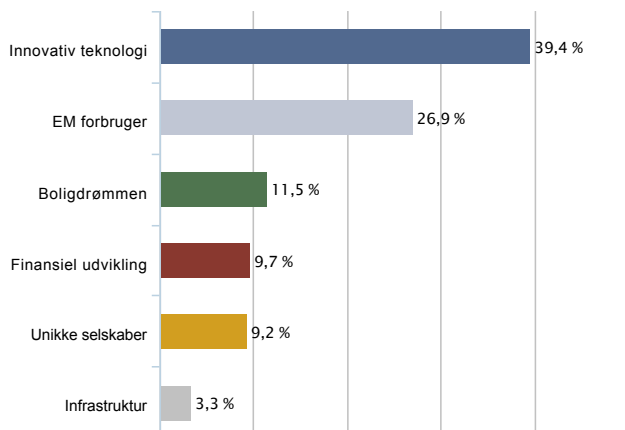
## FAKTA

Afdeling	C WorldWide Emerging Markets KL
Fondskode	DK0015945166
Afdelingens start	1. oktober 2014
Risikomærkning	Gul
Lagerbeskattes frie midler	Nej
Benchmark	MSCI Emerging Markets
Emissionstillæg	0,50 %
Indløsningsfradrag	0,55 %
Løbende omkostninger	1,97 %
ÅOP	2,41 %
Indirekte handelsomkostninger	0,04 %
Forvalterteam	Aman Kalsi

## AFKASTUDVIKLING



## TEMA



## AFKAST & RISIKO

	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid	P.A.
Porteføljen (%)	9,0	25,0	38,7	-	38,7	6,8
Benchmark (%)	4,5	23,0	30,4	-	30,4	5,5
Aktivt afkast (%)	4,5	2,0	8,3	-	8,3	1,3

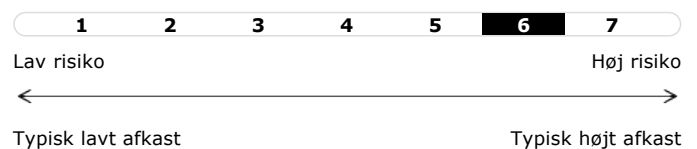
  

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std. afv. p.a. porteføljen (%)	12,4	14,6	-	14,5
Std. afv. p.a. benchmark (%)	11,4	13,5	-	13,4
Beta	1,0	1,0	-	1,0

## 10 STØRSTE POSITIONER

	Vægt
Samsung Electronics	7,3 %
Alibaba Group	6,9 %
HDFC Bank	6,0 %
Tencent Holdings	5,5 %
TSMC - ADR	5,1 %
Ping An Insurance	4,6 %
Longfor Group	4,5 %
Fomento Economico Mexicano	3,5 %
Sunny Optical Tech	3,4 %
ICICI Bank	2,9 %

## RISIKO/AFKAST PROFIL



Indikatoren viser sammenhængen mellem risiko og afkast. Afdelingens placering er bestemt af udsvingene i afdelingens regnskabsmæssige indre værdi de seneste fem år. Kategoriseringen er givet fra afdelingens Central Investorinformation og kan ændre sig. Det skyldes, at historiske data ikke kan give et billede af afdelingens fremtidige risikoprofil.

Benchmark er inkl. udbytter i DKK. Bemærkninger til afkast se bagerst i denne publikation.

# Én grundfilosofi – syv afdelinger

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

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

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

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

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

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

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

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

## C WorldWides kerne- og vækstafdelinger



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

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

Læs mere om afdelingernes strategi, afkastudvikling og risikofaktorer på [cww.dk](http://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](http://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](http://www.cww.dk).

## Andre praktiske oplysninger

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

Redaktionen er afsluttet den 11. oktober 2019. Kvartalsorienteringen for 3. kvartal 2019 er tilgængelig på foreningens hjemmeside samme dag. 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](http://cww.dk), hvor du også kan udfylde en investeringsordre, som du sender til din bankrådgiver.

Du har også mulighed for at investere via din pensionsordning – her bør du kontakte din pensionsrådgiver og få rådgivning om hvilken metode, der passer bedst til dig.

Vil du vide mere, så kontakt en af vores medarbejdere på 35 46 35 46.

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

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

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

Artikler i kvartalsorienteringen må ikke gengives eller videredistribueres helt eller delvist uden CWWs forudgående skriftlige samtykke. Historiske afkast er ikke en garanti for fremtidige afkast. Prospekt og dokument med central investorinformation er tilgængelig på [cww.dk](http://cww.dk).

## INVESTERINGSFORENINGEN C WORLDWIDE

Dampfærgevej 26 · DK-2100 København Ø · Tlf: +45 35 46 35 46 · Fax: +45 35 46 36 00 · [www.cww.dk](http://www.cww.dk)