

# ODIN Emerging Markets EUR 31.12.2025

Rahastossa on osuusluokkia - A, B ja C

## SALKUNHOITAJAN KOMMENTIT

Vuosi 2025 oli tapahtumarikas vuosi kehittyvien markkinoiden (Emerging Markets) osakemarkkinoilla. Siinä missä vuosi 2024 oli laaja-alaisen nousun vuosi, 2025 toi selvästi esiin eron teknologisen innovaation vetämien alueiden ja perinteisemmistä raaka-aineista riippuvaisempien markkinoiden välillä.

Globaalisti markkinoita leimasi Yhdysvaltojen talouden ”pehmeä lasku” sekä laskevat korot, mikä historiallisesti on tukenut kehittyviä markkinoita. Samalla sisäiset erot olivat suuria. Teknologiapainotteiset markkinat, kuten Taiwan ja Etelä-Korea, olivat kärjessä tekoälyinfrastruktuurin (AI) ja datakeskusten massiivisten investointien vauhdittamana. Korkean teknologian laitteistojen vienti rikkoi ennätyksiä, eikä sirujen kysynnässä näy merkkejä hiipumisesta vuoteen 2026 siirryttäessä.

Kiinassa taas muutosvaihe jatkui. Vaikka viranomaisten elvytyspaketit ovat auttaneet vakauttamaan kiinteistömarkkinaa ja nostaneet jonkin verran kotimaista kulutusta, pitkän aikavälin sijoittajan näkökulmasta kuvaa piirtää yhä vahvemmin maan painotus teknologiseen omavaraisuuteen.

ODIN Emerging Markets tuotti vuonna 2025 positiivisesti, mutta tulos ei täysin vastannut vuoden tavoitteitamme. Tämä johtui pääasiassa siitä, että markkina suosi vuoden aikana matalamman laadun yhtiöitä. Monet vuoden pörssivoittajista olivat korkeasti velkaantuneita tai heikon historiallisen näyttön omaavia yhtiöitä – toimijoita, jotka vielä hiljattain kamppailivat selviytymisestään, mutta joita nyt nosti markkinoiden poikkeuksellisen vahva riskinottohalukkuus.

Sijoitusfilosofiamme on ”defensiivinen” siinä mielessä, että painotamme vakavaraisuutta ja vältämme yhtiöitä, joilla on korkea velkaantuneisuus tai heikko hallinnointitapa. Tämän vuoksi emme osallistuneet näiden spekulatiivisempien yhtiöiden nousuun. Tämä näkyi erityisesti Kiinassa ja Koreassa, joissa olemme olleet alipainossa juuri siksi, että vaatimuksemme täyttyviä laatuyhtiöitä on vähän. ”Laatu” sijoitustekijänä kohtasi yleisesti vastatuulta vuonna 2025 ja tuotti laajaa markkinaa heikommin. On kuitenkin huomionarvoista, että rahasto tuotti paremmin kuin MSCI Emerging Markets Quality Index, mikä vahvistaa yhtiövalintamme tuottaneen lisäarvoa myös markkinassa, joka ei suosinut sijoitustyyliämme.

Konservatiivinen lähestymistapamme ei kuitenkaan estänyt meitä hyötymästä teknologasektorin voimakkaasta kasvusta. Rahaston altistus puolijohdeteollisuuteen ja datakeskusten alihankintaketjuun oli tärkeä tuoton ajuri. Laatuyhtiöt kuten TSMC, Samsung, Chroma ja Aspeed hyötyivät globaalista tekoälyinvestointien kiihtymisestä, ja ne ovat olleet rahaston vahvimpia tuotonlähteitä vuoden aikana. Lisäksi rahaston laaja hajautus tuki kehitystä: 15 rahaston yhtiötä nousi yli 20 % vuoden aikana. Näihin kuului teknologiayhtiöiden (Korea ja Taiwan) lisäksi yhtiöitä muun muassa Filippiineiltä, Etelä-Afrikasta, Kiinasta, Brasiliasta, Malesiasta ja Perusta.

### Salkunhoitajat:



Dan Erik Glover



Håvard Opland

### Miksi sijoittaa ODIN Emerging Markets -rahastoon?

ODIN Emerging Markets -rahastoon sijoittaminen on strateginen valinta niille, jotka haluavat hyötyä kehittyvien markkinoiden kasvusta ja vaurauden lisääntymisestä pitkällä aikavälillä, mutta samalla haluavat välttää liiallisen riskin. Rahaston strategia viime vuosina on keskittynyt kuluttajien ostovoiman kasvun huomioimiseen. Rahasto on defensiivinen, eli se pyrkii suojaamaan sijoittajien pääomaa markkinoiden heilahteluilta.

### Miten ODIN Emerging Markets on positioitu?

ODIN Emerging Markets -rahasto sijoittaa kehittyvien markkinoiden yhtiöihin, joilla on vahva markkina-asema, korkea pääoman tuotto ja joiden omistajaohjaus on mielestämme hyvä. Suurin osa rahaston yhtiöistä myy tuotteitaan suoraan kuluttajille ja hyötyvät näin ollen keskiluokan kasvusta. Nämä yhtiöt ovat suurimmilta osin suojassa poliittisten muutosten ja teknologian kehityksen vaikutuksilta.

[Lue lisää Odin-menetelmästä tästä >>](#)

## Positiiviset tuotonlähteet

Vuoden 2025 parhaat tuotonlähteet olivat:

**TSMC** on maailman suurin puolijohdevalimo, eli yhtiö, joka valmistaa puolijohdeita muille toimijoille, jotka eivät halua tai pysty investoimaan omaan tuotantoon. Kyse on erittäin pääomavaltaisesta liiketoiminnasta, jossa sisäänuloesteet ovat korkeat ja mittakaava on ratkaiseva. TSMC on selkeä markkinajohtaja ja pystyy kasvamaan erittäin kannattavasti. Tekoälyinvestointeihin käytetään valtavia summia, ja erityisesti NVIDIAN luoma kysyntäpiikki on kasvattanut TSMC:n kapasiteetin tarvetta AI-sirujen valmistuksessa. Samalla on käynyt yhä selvemmäksi, etteivät TSMC:n kilpailijat pysty vastaamaan samalla tasolla, mikä korostaa yhtiön markkina-aseman vahvuutta. Emme tiedä, ketkä voittavat tekoälyn sovelluspuolella, mutta TSMC on tämän ”kultaryntäyksen” ”hakku ja lapio” -toimittaja: lähes kaikki globaalit toimijat kilpailevat tekoälyjohtajuudesta, ja yhtiön kapasiteetti on kriittinen pullonkaula. TSMC:llä on myös hyvin konservatiivinen investointikulttuuri – yhtiö välttää ylikapasiteettia, koska se tiedostaa loppumarkkinan syklisyyden. Tämä vähentää pitkän aikavälin ylisijoittamisen riskiä ja auttaa säilyttämään vahvan hinnoitteluvoiman.

**ASPEED Technology** on taiwanilainen puolijohdeyhtiö ja maailman johtava niin sanottujen BMC-sirujen (Baseboard Management Controller) suunnittelija. Yksinkertaistettuna BMC toimii palvelimen ”aivoina” etähallinnassa: se mahdollistaa lämpötilan valvonnan, virransyötön hallinnan ja vianmäärityksen ilman fyysistä läsnäoloa datakeskuksessa. Yhtiön tuotteet ovat kasvaneet vahvasti jo ennen tekoälyinvestointien kiihtymistä, mutta tekoälybuumi on nostanut kasvun uudelle tasolle. AI-palvelimet vaativat entistä kehittyneempää valvontaa, ja ASPEEDin teknologia on kriittinen komponentti lähes kaikissa näissä järjestelmissä. Dominoivan markkinaosuutensa ansiosta ASPEED on keskeinen toimija tekoälymurroksessa pitkällä kasvu-uralla.

## Negatiiviset tuotonlähteet

**Garware Technical Fibres** on johtava intialainen teknisten tekstiilien valmistaja. Yhtiö tuottaa erikoisratkaisuja, kuten lankoja, verkkoja ja köysistöjä, jotka ovat kriittisiä panoksia muun muassa vesiviljelylle, kalastukselle, merenkululle ja urheilulle. Osake kehittyi heikosti vuoden aikana pääosin vientimarkkinoiden tilapäisen vastatuulen vuoksi. Lisäksi Intian osakemarkkina oli tänä vuonna heikompi arvostustason laskun myötä, mikä vaikutti kaikkiin intialaisiin omistuksiimme. Yhtiö kohtasi myös syklisen kysynnän laskun vesiviljelysektorilla, mikä hidasti lyhyen aikavälin kasvua. Näistä huolimatta pidämme Garwarea vahvana pitkän aikavälin sijoituksena: yhtiö on hyvin johdettu, velaton ja tuottaa erittäin korkeaa pääoman tuottoa. Se siirtää tuoteportfoliota kohti edistyneempiä, korkeamman katteen ratkaisuja, ja arvioimme nykyiset haasteet tilapäisiksi töyssyiksi muutoin vahvalla rakenteellisella kasvu-uralla.

Toinen negatiivinen tuotonlähde oli niin ikään intialainen **CRISIL**, Intian johtava luottoluokituslaitos ja globaalin S&P Globalin tytäryhtiö. CRISIL tuottaa luottoluokituksia, data-analytiikkaa ja neuvontapalveluja, jotka toimivat rahoitusmarkkinoiden ”luottamusvaluuttana”. Osake oli vuoden aikana paineessa lähinnä siksi, että yhtiön kansainvälisessä analytiikkaliiketoiminnassa nähtiin tilapäinen kasvun hidastuminen globaalien pankkien syklisen heilahtelun vuoksi. Pidämme tätä kuitenkin lyhyen aikavälin kohinana muuten vahvassa kasvutarinaan.

Uskomme CRISILiin edelleen vahvasti sen dominoivan markkina-aseman vuoksi. Yhtiö on erinomaisesti asemoitunut hyötymään Intian rakenteellisesta kasvusta, erityisesti kun maan joukkovelkakirjamarkkina kehittyi ja infrastruktuurin rahoitustarve kasvaa voimakkaasti. Yhtiö yhdistää tämän kasvun erittäin korkeaan pääoman tuottoon ja velattomaan taseeseen – täysin sijoitusfilosofiamme mukaisesti.

## Muutokset salkussa

Yksi keskeisimmistä sijoituskriteereistämme yhtiöitä arvioidessamme on hyvä hallinnointitapa (“governance”). Haluamme sijoittaa yhtiöihin, joissa olemme luottavaisia johdon ja omistusrakenteen suhteen. Etsimme omistajia, joilla on vahva yrittäjähenkinen kulttuuri ja kyky uudistua. Arvostamme myös pitkiä kasvu-uria, mielellään myös kotimaan rajojen ulkopuolella. Lisäksi uskomme yhtiöihin, joilla on vahva ja vaikeasti murrettava markkina-asema – esimerkiksi mittakaava-, teknologia- tai verkostovaikutusten vuoksi. Mikään yhtiö ei täytä kaikkia kriteereitämme täydellisesti, mutta rahastoon valitsemillamme yhtiöillä arvioimme olevan hyvät edellytykset luoda arvoa pitkällä aikavälillä. Alla on lyhyt kuvaus yhtiöistä, joita olemme lisänneet ja poistaneet rahastosta.

## Lisäykset

**Full Truck Alliance** operoi maailman suurinta digitaalista rahtialustaa ja sitä kuvataan usein ”Uberiksi rekoille” Kiinassa. Yhtiö ratkaisee merkittävää tehokkuusongelmaa yhdistämällä tavaranomistajat suoraan kuorma-autonkuljettajiin sovelluksen kautta, mikä korvaa kalliita välikäsiä ja vähentää tehotonta tyhjääjtoa. Yhtiö on erinomaisesti asemoitunut kannattavaan kasvuun seuraavina vuosina hallitsevien verkostovaikutusten ansiosta: koko tekee siitä ensisijaisen valinnan sekä kuljettajille että asiakkaille. Kasvun priorisoinnin jälkeen yhtiö on alkanut ”korjata satoa” ottamalla käyttöön komissioita ja myymällä korkean katteen palveluja, kuten polttoainetta, vakuutuksia ja luottoa. Tämä luo hyvin skaalautuvan mallin Kiinan logistiikkamarkkinaa, joka on yhä digitalisaation alkuvaiheessa.

**MercadoLibre** on johtava latinalaisamerikkalainen verkkokauppa- ja fintech-yhtiö. Yhtiö muistuttaa monella tapaa yhdistelmää Amazonista, Shopifysta sekä pankki- ja luottoyhtiöistä. Sillä on alueen suurin verkkokauppaalusta ja laajin logistiikkaverkosto, mikä luo vahvan verkostovaikutuksen. Tätä yhtiö hyödyntää laajentaakseen pankki- ja lainapalveluihin. Lisäksi yhtiöllä on merkittävää tuloskasvupotentiaalia mainonnassa, vastaavasti kuin Amazonilla Yhdysvalloissa. Olemme seuranneet yhtiötä pitkään ja olemme viime aikoina nähneet sen aseman alkavan näkyä vahvana kannattavuutena valtavista kasvumahdollisuuksista huolimatta. Yhtiön arvostus on pitkään ollut selvästi mukavuusalueemme ulkopuolella, mutta hyödynsimme mahdollisuuden sijoittaa kohtuullisemmalla hinnalla tammikuussa.

**Grupo GPS (GPS Participações e Empreendimentos S.A.)** on brasilialainen yritysostovetoinen palveluyhtiö useilla toimialoilla. Malli muistuttaa pohjoismaisia toimijoita kuten tanskalainen ISS tai ruotsalainen Securitas. Yhtiö toimii hajautetulla mallilla, jossa yritysostojen tarkoituksena on pääosin asiakassuhteiden hankinta ja lisäarvon luonti ristiinmyynnillä. Grupo GPS on yksi Brasilian suurimmista työnantajista ja sillä on vahva brändi, jossa keskiössä on ammattimainen henkilöstöhallinta – palveluliiketoiminnan kriittinen tekijä. Koostaan huolimatta yhtiön markkinaosuus on vain noin 5 % sirpaleisessa markkinassa, joten kasvumahdollisuudet Brasiliassa ovat edelleen suuret. Yhtiöllä on vahva hallinnointi ja yrittäjävetoisuus, mikä sopii ODIN-malliin.

## Amphenol

Olemme sijoittaneet syksyn aikana Amphenoliin. Yhtiö suunnittelee ja valmistaa laajan kirjon välttämättömiä elektroniikkakomponentteja. Sen vahvuus on poikkeuksellisen hajautettu liiketoimintamalli, jossa altistusta on kestäville loppumarkkinoille kuten IT ja datakeskukset (myös AI-infrastrukturi), puolustus, kaupallinen ilmailu, autoteollisuus ja teollinen automaatio. Hajautus vähentää syklisyyttä. Amphenolia leimaa hajautettu ja yrittäjävetoisesti johdettu kulttuuri, jossa vastuu viedään lähelle päätöksentekoa. Kasvun ajureina ovat automaatio, digitalisaatio ja sähköistyminen, jotka lisäävät kytkentäjärjestelmien ja antureiden kysyntää kaikkialla aina lentokoneista datakeskuksiin. Yhtiön kilpailuetu perustuu korkeisiin vaihtokustannuksiin: se keskittyy räätälöityihin, suorituskykyä ja luotettavuutta vaativiin ratkaisuihin, joissa seisokit eivät ole asiakkaalle hyväksyttäviä. Tämä antaa vahvan hinnoitteluvoiman, koska tuotteet ovat asiakastoiminnan kannalta kriittisiä, mutta muodostavat vain pienen osan kokonaiskustannuksesta. Viimeisen kahden vuoden aikana IT/Datacom-segmentti on kasvanut erityisen vahvasti datakeskusinvestointien myötä, ja Amphenol toimittaa komponentteja koko arvoketjuun. Tuotevalikoima on teknologia-arkkitehtuurin suhteen agnostinen. Lisäksi yhtiön onnistunut yritysostostrategia on tukenut tuloskasvua: osakekohtainen tulos on kasvanut keskimäärin 18 % vuodessa viimeiset 15 vuotta. Uskomme yhtiön hyötyvän automaation ja sähköistymisen trendeistä myös tulevalle vuosikymmenellä ja näemme potentiaalia pitkäaikaiseen arvonluontiin.

## Myynnit

**Wise iTech** on eteläkorealainen ”Big Data” - ja BI-ohjelmistojen (Business Intelligence) toimittaja, joka auttaa yrityksiä keräämään, analysoimaan ja visualisoimaan dataa. Yhtiöllä on ollut vahva asema kotimarkkinassaan, mutta päätimme myydä omistuksen kasvavan tekoälyriskin vuoksi. Generatiivinen AI uhkaa yhtiön ydintoimintaa: kun kielimallit voivat kirjoittaa koodia ja tuottaa monimutkaisia analyyseja sekunneissa, maksuhalukkuus perinteisille erikoistuneille analyysityökaluille heikkenee. Pelkäämme kilpailuedun rapautuvan, kun globaalit jättiläiset sisällyttävät AI:n suoraan omiin alustoihinsa. Arviomme mukaan pääoma työskentelee paremmin yhtiöissä, joilla ei ole vastaavaa riskiä tulla syrjäytetyksi.

**Vinamilk** on Vietnamin kiistaton markkinajohtaja maitotuotteissa ja yksi maan tunnetuimmista brändeistä. Dominanssista huolimatta kasvu on hidastunut selvästi viime vuosina. Vietnamin maitomarkkina näyttää kypsymisen merkkejä, ja yhtiöllä on vaikeuksia löytää uusia kasvun ajureita kilpailun kiristyessä ja kuluttajakäyttäytymisen muuttuessa. Päätimme siksi myydä omistuksen. Arviomme mukaan osake ei ollut riittävän houkuttelevasti hinnoiteltu kompensoimaan hidasta kasvua ja vaimeampia näkymiä.

## Näkymät ja sijoitusstrategia

Näemme kehittyvissä markkinoissa paljon yhtiöitä, joilla on vahvat ja pitkän aikavälin kasvunäkymät. Ostovoiman kasvaessa ja keskiluokan laajentuessa kysyntä monille tuotteille ja palveluille lisääntyy – palveluille, jotka länsimaissa ovat itsestäänselvyyksiä, kuten pankkipalvelut ja internet. Esimerkiksi Meksikossa ja Vietnamissa 60–70 % väestöstä on yhä ilman pankkitiliä ja vain noin kaksi kolmesta käyttää internetiä päivittäin. Tämä luo suuria kasvumahdollisuuksia telekom- ja pankkisektorille, vaikka ne lännessä näyttäisivät ”tylsiltä” toimialoilta.

Perinteisten kasvutoimialojen lisäksi kehittyvissä markkinoissa on myös paljon teknologiayhtiöitä. Taiwanin, Kiinan ja Etelä-Korean yhtiöt ovat keskeisiä toimijoita globaalissa teknologiakehityksessä: laskentateho, tekoäly ja vihreä energia. Ilman TSMC:tä, maailman suurinta siruvalmistajaa, teknologiajätit kuten Apple, Nvidia, Microsoft ja Google näyttäisivät tänään hyvin erilaisilta. Sijoitukset kehittyviin markkinoihin tarjoavat siten myös altistuksen globaaleihin teknologatrendeihin.

Erityisesti tekoälyn alihankintaketju on kehittynyt vahvasti, ja tämän odotetaan jatkuvan vuonna 2026. Kuvaamme usein ekosysteemin monimutkaisuutta biologisella metaforalla: datakeskus on kuin ihmiskeho. Prosessorit (CPU ja GPU) ovat aivot. Muistipiirit edustavat lyhyt- ja pitkäkestoista muistia. Verkkokomponentit ovat hermosto. Virtalähde on sydän ja verisuonet. Jäähdytys on iho ja hikirauhaset. Kun kaikki on näin tiiviisti kytketty, on helppo ymmärtää, miksi pullonkaulat ovat nyt niin näkyviä. Monet ”elimet” valmistetaan Kiinassa, Etelä-Koreassa ja Taiwanissa, ja juuri siellä sijaitsee suuri osa maailman kriittisimmästä osaamisesta. Räjähdysmäinen kysyntä yhdistettynä rajalliseen kapasiteettiin kiristää markkinaa ja vahvistaa hinnoitteluvoimaa.

Koska alihankkijat ovat varovaisia kapasiteetin liian nopeassa kasvattamisessa historiallisen syklisyyden pelossa, syntyy niukkuustilanne ja vahva hinnoitteluvoima yhtiöille, joita omistamme. Uskomme tämän kysynnän ja tarjonnan välisen kuilun säilyvän tai jopa vahvistuvan vuoden 2026 aikana.

Lisäksi näemme, että tekoälyfokus on saanut monet muut sektorit ja yhtiöt jäämään varjoon, erityisesti Aasian markkinoilla kuten Indonesiassa, Vietnamissa, Filippiineillä ja Malesiassa. Meillä on useita sijoituksia näissä maissa, joissa fundamentaalinen kehitys on edelleen vahvaa, vaikka osakekurssit eivät ole seuranneet perässä. Pidämme tätä houkuttelevana pitkän aikavälin sijoitusmahdollisuutena.

Kehittyvien markkinoiden arvostustasot ovat nousseet jonkin verran, mutta ovat silti selvästi länsimaita – erityisesti Yhdysvaltoja – matalammat. Siksi odotamme vähemmän vastatuulta yliarvostuksesta kehittyvissä markkinoissa kuin joillakin länsimarkkinoilla.

Kehittyvät markkinat ovat myös alisijoitettu omaisuusluokka: aktiivisissa ja passiivisissa salkuissa niiden osuus on tyypillisesti 0–12 %, vaikka markkina-arvojen perusteella osuuden tulisi olla lähempänä 25 %. Tämä on mielenkiintoista erityisesti siksi, että kehittyvät markkinat tuottavat suuren osan globaalista kasvusta.

Kehittyvät markkinat tarjoavat myös hajautushyötyä jopa globaaliin indeksirahastoon verrattuna. Esimerkiksi Intian, Brasilian ja Kiinan ajurit eroavat selvästi toisistaan, kun taas Euroopalla ja Yhdysvalloilla on enemmän yhteisiä ajureita. Lisäksi kehittyvien markkinoiden ja länsimarkkinoiden heilahtelut korreloivat heikommin, mikä tarkoittaa, että kehittyvien markkinoiden lisääminen salkkuun voi tarjota merkittävää hajautushyötyä ja monissa tapauksissa pienentää kokonaisheiluntaa klassisen salkkuteorian mukaisesti.

Kehittyvissä markkinoissa on myös paljon sudenkuoppia: heikko hallinnointi, korkea velka, heikko kannattavuus tai puutteellinen ympäristötyö ovat yleisiä riskejä. Siksi uskomme aktiivisen ja valikoivan lähestymistavan olevan oikea tapa sijoittaa.

ODIN Emerging Markets on aktiivisesti hoidettu rahasto, joka etsii kehittyviltä markkinoilta yhtiöitä ODINin sijoitusfilosofian mukaisesti. Tavoitteenamme on sijoittaa yhtiöihin, jotka ovat osoittaneet kykynsä luoda arvoa, joilla on vahva markkina-asema ja jotka ovat järkevästi hinnoiteltuja suhteessa odotettuun tulevaan arvonluontiin.

Rahasto eroaa monista kilpailijoista laajemmalla hajautuksellaan niin yhtiökokoluokan kuin maantieteellisen altistuksen osalta. Noin puolet rahaston pääomasta on sijoitettu pieniin ja keskisuuriin yhtiöihin, jotka toimivat usein niche-markkinoilla ja joita johtavat yrittäjät tai perheet pitkällä aikavälillä. Esimerkkejä tällaisista niche-markkinoista ovat maalinmyynti Indonesiassa, huvipuistot Intiassa, henkilöstöhallinnan ohjelmistot Thaimaassa ja lähiruokaketju Puolassa.

Rahasto eroaa myös selvästi monista muista siinä, että fokus on laajempi kuin vain suurissa markkinoissa kuten Kiinassa, Intiassa ja Koreassa. Olemme hajauttaneet salkkua useisiin markkinoihin, joita muut toimijat usein sivuuttavat. Meillä on esimerkiksi korkeampi altistus Indonesiaan, Malesiaan, Filippiineille, Etelä-Afrikkaan ja Vietnamiin. Nämä maat ovat usein vähemmän alttiita nykyiselle geopolitiselle epävarmuudelle, ja samalla ne parantavat rahaston kokonaishajautusta.

Lyhyesti: ODIN Emerging Markets tarjoaa laajan altistuksen suurille megatrendeille, kuten elintason ja ostovoiman nousulle kehittyvissä markkinoissa, sekä globaaleille teknologatrendeille kuten vihreä teknologia, tekoäly, digitalisaatio ja automaatio. Rahastoa hoidetaan myös maltillisesti ja vastuullisesti, keskittyen laatuun ja hyvään riskien hajautukseen.