

## Kvartalsorientering 3. kvartal 2012

Tema: Det modstræbende "bull marked"

# Indholdsfortegnelse

Leder	3
Det modstræbende "bull marked"	4
Globale Aktier	10
Globale Aktier SRI-ak	13
Europa	15
Danske Aktier	18
Østeuropa	21
Asien	24
Investeringsforeningen Carnegie WorldWide	27



# Leder

## Kære investor

En stærkere tro på, at politikerne i Europa og den europæiske centralbank nu langsomt er på rette vej mod håndtering af gældsproblemerne i Europa samt den amerikanske centralbanks beslutning om at lade seddelpressen køre endnu en omgang, fik aktiemarkedene til at stige 5-10% i 3. kvartal oven i de mindre fald i 2. kvartal. Foreningens afdelinger skabte, som det kan ses af tabellen, også pæne afkast, hvor afdeling Globale Aktier eksempelvis steg lidt over 7%.

2012 tegner således til at blive et ganske pænt år for aktieinvestorer og foreningens medlemmer. For foreningens medlemmer er det positivt, at fem ud af seks afdelinger i år har skabt afkast, som er bedre end de respektive benchmark. Den største afdeling, afdeling Globale Aktier, har i år skabt en værditilvækst på 17,6%, hvilket er 3,4%-point mere i afkast end verdensindekset. Afdelingens forbedrede resultater i løbet af de seneste ca. 18 måneder betyder samtidig, at afdelingen nu har skabt bedre afkast end verdensindekset målt på både 1, 3, 5 og 10-års sigt.

I temaartiklen Det modstræbende "bull marked" kigger vi lidt i krystalkuglen. Vi prøver at forklare, hvorfor aktiemarkedene måske paradoksalt for nogle fortsætter med at stige på trods af, at mange økonomer og analytikere advarer om det store gældsbjerg i Europa og USA. Vores svar er, at gældsberget rigtigt nok er en udfordring, som vil betyde lavere økonomisk vækst i årene fremover. Men dette er ikke nødvendigvis det samme som økonomisk stagnation og sammenbrud på aktiemarkedene. Politikerne er opsatte på

at løse problemerne, og nøglen er at skabe en tilpas mængde vækst og inflation, så den nominelle vækst bliver højere end renteniveauet. På denne måde kan vi langsomt arbejde os ud af gældspuklen uden ødelæggende sammenbrud i samfundsøkonomien og på aktiemarkedene. Hvis vi har ret, kan den nuværende positive tendens på aktiemarkedet med til tider kraftige kursudsving undervejs (det modstræbende "bull marked") fortsætte en rum tid endnu.

Du kan læse mere om vores argumenter for en fortsættelse af det modstræbende bull marked i temaartiklen, og du kan læse om investeringsstrategien og afkastudviklingen i de enkelte afdelinger på afdelingssiderne. Som altid, er du velkommen til at kontakte os, hvis du har spørgsmål til Carnegie WorldWide, og hvordan vi kan hjælpe dig med dine investeringsovervejelser.

Bo Knudsen      Tim Kristiansen

## Resultat 3. kvartal 2012 samt år til dato

Afdeling	Afkast 3. kvrt.	Benchmark 3. kvrt.	Afkast 09/2012	Benchmark 09/2012
Globale Aktier	7,3%	5,7%	17,6%	14,2%
Globale Aktier SRI-AK*	5,6%	5,7%	14,8%	14,2%
Europa	4,3%	7,5%	9,8%	12,7%
Danske Aktier	11,4%	11,0%	24,3%	23,0%
Østeuropa	11,3%	9,0%	20,7%	16,4%
Asien	7,7%	8,1%	24,2%	17,2%





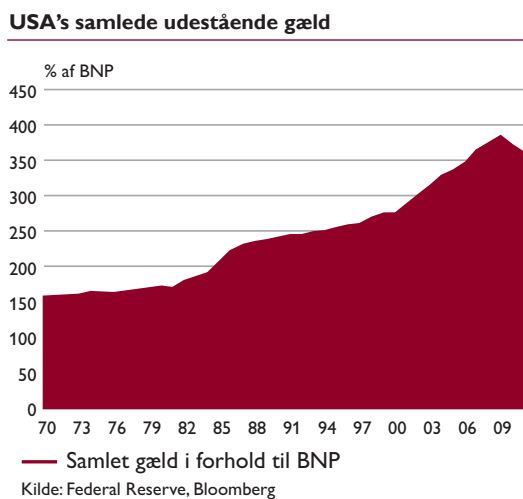
# Det modstræbende “bull marked”

Af adm. direktør og porteføljeformaler Bo Knudsen

## “Is this the real life? Is this just fantasy?”

Virkeligheden eksisterer kun gennem vores egne øjne, og det er enklest at fokusere på en ting ad gangen. Men er vi i investeringsverdenen endt med kun at fokusere på én ting? På det seneste føles det sådan. Det er, som om gæld i forhold til BNP er det eneste, der gælder. I mine mere end 20 år som global investor er det billede, jeg uden sammenligning oftest er blevet præsenteret for, den samlede gæld i forhold til BNP i den vestlige verden. Og det vil ingen ende tage. Hovedtaleren på de bedste konferencer i investeringsverdenen er gældseksperter, som essentielt beskriver konsekvenserne af den samme grafik (gæld i forhold til BNP), som vi har kigget på i mere end 20 år. Se figur 1 med USA som eksempel nedenfor.

Figur 1:



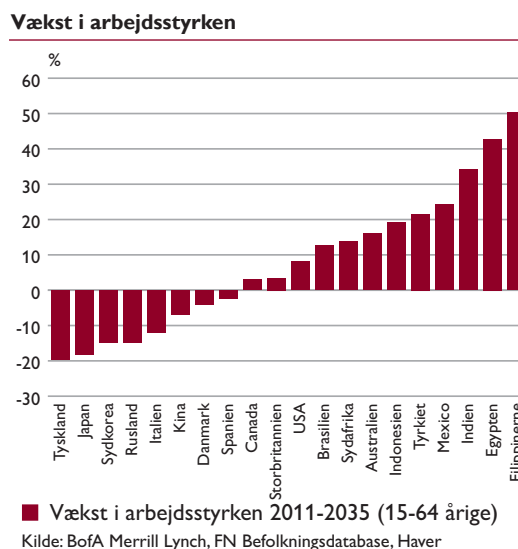
Jeg accepterer, at der er et problem. Du skaber højere forbrug og kan købe et større hus ved hjælp af gæld. Og gælden forsvinder ikke, men vokser i stedet på ubehagelig vis med rentes rente-effekten. Det er derfor sandsynligt, at verden i en situation, hvor gælden skal nedbringes, vokser langsommere. Og gældseksperter fortæller os med moralistiske undertoner - at vi må lide i årevis for vores synder med overforbrug og overinvesteringer. Historien taler så stærkt til os, at vi ikke engang protesterer, når levebrødsnegativis-

ter i den finansielle sektor beskriver, at ”alt vil kollapse”. Samtidig har vi set en massiv kursopgang, som startede i marts 2009. Aktier stiger under lav omsætning, i det jeg vil betegne som det modstræbende “bull marked”. Alt er ikke kollapsedet, og der er mere og andet i livet end gæld i forhold til BNP. I CAM søger vi efter disse andre dimensioner, der driver økonomisk vækst, og som muliggør, at vi kan håndtere gældsberget, som laksen der springer, hvor det ellers synes svært. Jeg vil berøre to af de vigtigste faktorer i relation hertil og vil ligeledes berøre den politiske agenda i omgivelser, hvor politik og økonomi er særligt tæt knyttet sammen.

## Demografi

Hvis jeg kun skulle vælge én vækstfaktor for en økonomi, ville det være udviklingen i størrelsen af den arbejdende del af befolkning og ikke gæld i forhold til BNP.

Figur 2:

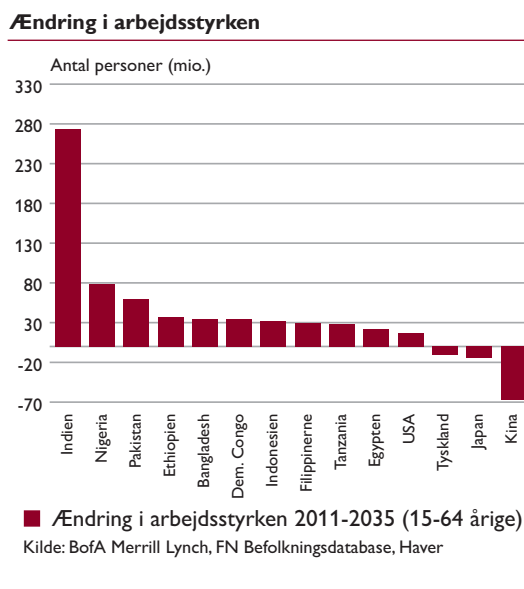


Figur 2 viser hvilke lande, der har et vækstpotentiale, idet arbejdsstyrken stiger over de næste godt 20 år. Lande i Sydøstasien og Afrika er velpositionerede, mens dele af Europa er udfordret på denne faktor på det lange sigt.

**” Hvis jeg kun skulle vælge én vækstfaktor for en økonomi, ville det være udviklingen i størrelsen af den arbejdende del af befolkning og ikke gæld i forhold til BNP.**

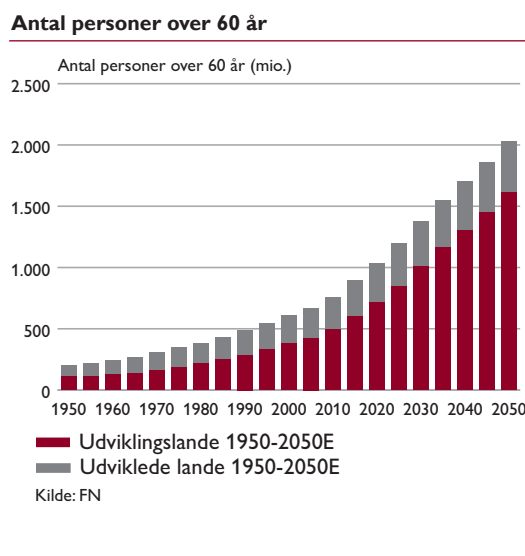
Måles ændringen i det absolutte antal personer, som vist i figur 3, er Indien det store håb for verden.

Figur 3:



Der er masser af potentiale i en række lande i Asien og Afrika, men også store lande som Brasilien og USA vil opleve vækst i arbejdsstyrken. Potentialet kan udløses, såfremt den politiske vilje er til stede. Vi ser også her de velkendte udfordringer for Japan, som samtidig har meget stramme immigrationsregler. Det nuværende lokomotiv i Europa, Tyskland, har også et problem på længere sigt. Lige nu drager landet dog fordel af de åbne grænser i Europa, og immigrationen ind i Tyskland er på det højeste niveau i 16 år. I bogen "the Age of Aging" af George Magnus beskriver han, at en meget stor del af befolkningstilvæksten de kommende 40 år vil ske i aldersgruppen 60+. Ca. 700 mio. mennesker over 60 år i dag bliver til næsten 2 mia. i 2050 drevet af den stigende levealder over hele verden. Se figur 4 øverst på næste side. Aldersgruppen over 80 år vil gå fra 90 mio. i dag til over 400 mio. i samme periode. Det var en fejl ikke at lade

Figur 4:



pensionsalderen stige med den voldsomme stigning i levealderen over de sidste 50-100 år. Det må korrigeres i en mere aggressiv takt, end det sker i dag. Ligeledes er det åbenbart, at du og jeg og vores børn må skabe mere og være mere aktive i 60'erne, 70'erne og 80'erne for at holde samfundets vækst på et højere niveau. Demografiske tendenser bevæger sig som gletchere i en bestemt retning. Det kan synes lidt voldsomt at basere investeringer på basis af 10-30-årige tendenser i en verden præget af kortsigtede handler. Men det betaler sig at tænke langsigtet. Pludselig er der gået 10 år. For eksempel var og er demografi en vigtig faktor i forhold til vores investering i indiske HDFC, som vi har haft glæde af i mere end otte år i porteføljen. Nestlé, som snart har været 20 år i porteføljen, er drevet af væksten i emerging markets, som i høj grad drives af demografiske trends.

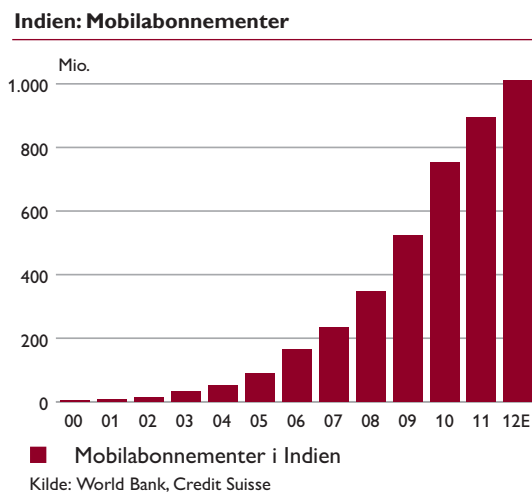
**” Der er nu flere indere, der har adgang til en telefon end adgang til et toilet. Private og erhvervsdrivende kan udveksle informationer og ideer og mere effektivt lave forretninger – det er vigtigere end gæld i forhold til BNP. Det skaber potentiale for udvikling af nye sektorer og økonomisk vækst.**

## Innovation og teknologi

Mange kritiserer - med rette - reformtempoet i Indien. Men landet har været igennem massive forandringer de seneste ti år. I 2003 havde 37 mio. indere en mobiltelefon.

Her, ti år senere, er der tæt ved en mia. mobiltelefoner i Indien. Se figur 5 nedenfor. Der er nu flere indere, der har adgang til en telefon end adgang til et toilet. Private og erhvervsdrivende kan udveksle informationer og ideer og mere effektivt lave forretninger – det er vigtigere end gæld i forhold til BNP. Det skaber potentiale for udvikling af nye sektorer og økonomisk vækst.

Figur 5:



Verden har en række udfordringer ved siden af håndteringen af gældsbyrget, og vækstmulighederne ligger i innovative løsninger af de problemer, menneskeheden konfronteres med: Mere effektivitet i udnyttelsen af klodens energiresourcer, lettere adgang til rent vand, den globale aldring af befolkningen, bekæmpelse af kriminalitet, fattigdom og sygdom og at skabe en bedre forståelse af klimaforandringerne. Men også muligheden for at udnytte teknologi til at skabe et mere interessant arbejdsliv gennem automatisering af rutineopgaver, og bruge teknologi til underholdning eksempelvis gennem let adgang til den virtuelle verden gennem smartphones og tablets. Universal-løsningen for vækst er innovation og potentiel skabelse af

nye sektorer. Mennesket er løsningsorienteret, og her ligger håbet for vækst.

Historien viser, at verden kan vokse, selvom der er gældsproblemer i en række lande. Perioden efter 2. verdenskrig viser dette. Der er mere pres på den vækstfaktor, der fokuserer på innovation og teknologi, fordi gældssituationen og den aldrende befolkning lægger et nedadgående pres på væksten i de kommende årtier. Verden har dog en fordel i dag i forhold til dengang. Vi handler og bytter idéer på tværs af grænser i vid udstrækning ved hjælp af teknologiske gennembrud og frem for alt gennem den revolutionerende idé – internettet. Der er fortsat masser af potentiale for yderligere globalisering, og Pankaj Ghemawat kommer i sin bog "World 3.0" med sit bud på, hvordan globalisering og regulering kan kombineres. At det lokale og globale faktisk kan gå hånd i hånd. I sidste ende er denne udvikling i vores egne og politikernes hænder.

## Den politiske agenda

Det er centralt at fastslå, at der er én primær politisk agenda; nemlig at skabe vækst med inflation. Politik og økonomi hænger uløseligt sammen. Som politiker mister du magten, hvis du ikke skaber økonomisk vækst. Skal gældsbyrget under kontrol, kræver det, at den nominelle vækst er på et højere niveau end renteniveauet. Inflationsdrevet vækst OG langsigtet offentlig budgetdisciplin kan bringe os i en situation, hvor vi bevæger os i den rigtige frem for den forkerte retning. Deflation er ikke et alternativ, så troen på sådan et scenarie virker aggressivt i en verden, hvor politikerne vil noget andet, og hvor de har magten til at implementere vidtgående tiltag i retning af deres overordnede mål. Steve Hanke fra John Hopkins Universitetet i Baltimore beskriver 56 tilfælde af hyperinflation i et arbejdspapir, der blev

**” Kan politikerne skabe en løsning, hvor den nominelle vækst løber hurtigere end renten uden at miste tilliden og kontrollen? Her er nøglen at implementere elegante og samtidigt effektive løsninger. Det kræver dog lidt camouflerende tryllekunst for at fungere, kombineret med langsigtede, reelle reformer.**



offentliggjort i sommer. Gennem dette projekt fik han et enestående indblik i sammenhængen mellem budgetunderskud, pengetrykning og tillid. Når det bliver for åbenbart for offentligheden, at staten printer penge for at betale sine regninger og i stor skala finansierer sit budgetunderskud med seddelpressen, mister befolkningen tilliden, valutaen knækker sammen, og inflationen går amok.

Så kan politikerne skabe en løsning, hvor den nominelle vækst løber hurtigere end renten uden at miste tilliden og kontrollen? Her er nøglen til at implementere elegante og samtidigt effektive løsninger. Det kræver dog lidt camouflerende tryllekunst for at fungere, kombineret med langsigtede, reelle reformer. Det skal med andre ord ikke være for gennemsigtigt, at politikerne bare printer penge for at finansiere statsunderskuddet. Og når det gælder uigennemsigtheden, er Europa klart nummer ét. Den meget komplekse struktur i Europa kan dermed være en fordel, ved at der ikke er direkte overførsler mellem tyskere og grækere, men at transaktionen kører igennem EU-systemet. Visse kommentatorer kalder det, der foregår i Europa, for en græsk tragedie. Det kunne dog også ses som en opera, hvor de

forskellige aktører spiller deres roller. Hovedrollerne spilles stadig af politikere, som er påvirket af, hvad der foregik under 2. verdenskrig og derfor ønsker et samlet Europa. Af tyske politikere som forstår, at en tilbagevenden til D-mark ville være en katastrofe for det tyske eksportlokomotiv og dermed en katastrofe for tysk økonomi.

Der har været en bred diskussion og åbenlys uenighed mellem ledende aktører i Tyskland. Netop denne åbne diskussion er i mine øjne både sund og tillidsskabende, og resultatet er mere balancerede løsninger. Det er derfor, vi i denne omgang vil opleve, at løsningen hedder mere og ikke mindre integration i Europa. De seneste initiativer, hvor

- 1) Den Europæiske Centralbank lanceres som køber af statsobligationer, hvis den pågældende stat spørger pænt og implementerer langsigtede strukturelle reformer
- 2) der etableres en fælles bankunion, hvor forbindelsen mellem de nationale banker og den enkelte stat brydes

er tilpas intelligente og langsigtede sunde, kombineret med, at det er uigennemskueligt for den brede befolkning på grund af brug af forkortelser. Det vigtigste er at undgå at skabe mistillid, og Merkels fortsatte popularitet i Tyskland og det seneste valg i Holland viser, at befolkningen i de stærkere lande stadig har troen på en fælles europæisk agenda. Både i tragedier og i operaer er der en skurk. Måske er det nødvendigt med en skurk, der, korrekt eller ukorrekt, straffes for at bevare tilliden til systemet. Men afstraffelsen af banksystemet og de stadig skrappe krav til kapital må stoppe snart.

**” Banksystemet er en vigtigere skaber af likviditet end centralbankerne. Selvom centralbankerne nu er aktive ved seddelpressen, skabes et vigtigt smøremiddel for likviditet gennem det private banksystem. Nye sektorer og innovative løsninger på verdens problemer skabes lettest gennem et velfungerende kapitalmarked, hvor banker spiller en afgørende rolle.**

Banksystemet er en vigtigere skaber af likviditet end centralbankerne. Selvom centralbankerne nu er aktive ved seddelpressen, skabes et vigtigt smøremiddel for likviditet gennem det private banksystem. Nye sektorer og innovative løsninger på verdens problemer skabes lettest gennem et velfungerende kapitalmarked, hvor banker spiller en afgørende rolle.

## Tro på vækst

I et regionalt perspektiv ser vi mere konstruktivt på USA i forhold til Europa. Vi gennemgik vores mere positive langsigtede syn på USA i seneste kvartalsrapport. Indien er et håb for vækst. Vi ser stadig Kina som en økonomi med godt vækstpotentiale de kommende år, men en lavere væksttakt er i vente. Det mest sandsynlige scenarie er fortsat stærk, forbrugsdrevet vækst i omegnen af +10% drevet af urbanisering, lønfremgang og sulten efter et bedre liv. Vi ser en lavere væksttakt i anlægsinvesteringerne, men vi tror ikke på noget kollaps. Der er stadig 300 mio. kinesere uden adgang til rindende vand, og infrastrukturen i Kina er generelt stadig på et lavt niveau. Der forventes da også betydelige investeringer i bl.a. vandteknologi over de kommende år, som illustreret i figur 6 nedenfor.

Figur 6:



Kombinationen af en fortsat vækst i den globale befolkning kombineret med store lande med en konstruktiv demografisk profil og en stærk drivkraft for at få et bedre liv er vægtige grunde til at være positiv på de globale vækstudsigter.

**” Det er ikke nødvendigvis rationelt at investere efter et scenarie, hvor alt vil kollapse. Man bør flytte sig og se forbi gældsberget. Den politiske agenda er klar. Der skal skabes vækst med inflation. Vækst med inflation er et aktievenligt miljø, så længe inflationen bliver under eller omkring de 3%. I dette miljø kan det modstræbende bull marked fortsætte sin opgang længere end pessimisterne venter.**

Det, at vi gennem teknologi og kommunikationsredskaber deler viden på tværs af landegrænser i udpræget grad, er en tredje væsentlig grund til optimisme.

Det er ikke nødvendigvis rationelt at investere efter et scenarie, hvor alt vil kollapse. Man bør flytte sig og se forbi gældsberget. Den politiske agenda er klar. Der skal skabes vækst med inflation. Vækst med inflation er et aktievenligt miljø, så længe inflationen bliver under eller omkring de 3%. I dette miljø kan det modstræbende ”bull marked” fortsætte sin opgang længere end pessimisterne venter.

Aktier er ikke billige i absolut forstand efter den seneste kursopgang, som nu har været i 3½ år, men relativt til alternativerne er aktier fortsat meget attraktive. Negative realrenter på statsobligationer er ikke attraktivt i langt de fleste scenarier. Det svarer vel lidt til, at man betaler mere for brandforsikringen på sit hus end huset er værd. Jeg synes faktisk, det ofte er intellektuelt interessant at høre de negative profeter, som med moralen på deres side fortæller, at alting vil kollapse. Jeg tror dog ikke, at ”alt vil kollapse”. Det er en fantasi. Virkeligheden bliver langt bedre - i det mindste gennem mine øjne.







## Globale Aktier

### Overblik

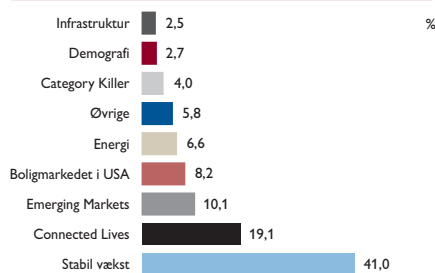
Markederne er fortsat påvirket af den usikre politiske situation på globalt plan. Dog har positive udmeldinger og tiltag fra verdens centralbanker været medvirkende til stigninger i de globale aktiemarkeder i 3. kvartal 2012. I 3. kvartal skabte afdeling Globale Aktier et positivt afkast på 7,3% og var således bedre end MSCI indekset, som steg 5,7%. I år er afdeling Globale Aktier steget med 17,6%, hvilket er et merafkast på 3,4%-point i forhold til de globale aktiemarkeder målt ved MSCI's globale indeks.

Det mest positive bidrag i kvartalet kom fra HDFC, men selskaber inden for teknologiområdet – Google, Samsung og Apple – bidrog også positivt. Omvendt var Microsoft, Praxair og Fanuc blandt de aktier, der bidrog negativt til det samlede afkast i kvartalet.

### Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Afdelingens fundament udgøres fortsat af række stabile vækstselskaber inden for bl.a. de stabile forbrugsgoder og farmasektoren. Dette fundament suppleres af selskaber, som bl.a. drager nytte af en forventet forbedring i det amerikanske husmarked, selskaber der har en høj eksponering mod emerging markets eller er ledende inden for teknologiområdet. Fælles for alle selskaberne i afdelingen er, at de har en stærk ledelse og en solid forretningsmodel, der understøttes af en eller flere strukturelle vækstdrivere, der giver selskabet mulighed for at skabe en solid indtjeningsvækst selv i et lavvækstmiljø.

### Temaoversigt pr. 30.09.2012



### Omlægninger

I løbet af tredje kvartal købte vi **Louis Vuitton – Møet Hennessey (LVMH)**, **Barclays Bank** og **BorgWarner** til porteføljen.

**LVMH** er blandt verdens førende selskaber inden for mode- og lædervarer med en global markedsandel på 12%. Med sit fokus på Champagne og Cognac nyder selskabet derudover godt af sin stærke position inden for vin og spiritus – selskabets Cognac brand Hennessy har en 40% global markedsandel. Selskabet er i stor grad eksponeret mod den kinesiske forbruger og trods de usikkerheder i Kina, der i dag præger overskrifterne, er vi begejstrede for den langsigtede indenlandske efterspørgselsvækst i Kina, drevet af en voksende middelklasse. Det vil særligt være europæiske luksusvarer, der vil drage fordel af denne udvikling. Hvis man ser på LVMHs eksponering mod geografiske områder med høj vækst inden for luksussegmentet samt dets megabrande, forventer vi, at selskabets omsætningsvækst fortsat vil overstige væksten for det globale luksusmarked, der forventes at være på 4-5% om året. Med et fokus på luksusvarer har LVMH mulighed for løbende at hæve priserne, hvorfor vi forventer, at selskabet fremadrettet vil kunne opretholde en tocifret vækst i indtjeningen. Vi vurderer, at LVMH er attraktivt prisfastsat i forhold til det langsigtede vækstpotentiale.

Købet af LVMH blev finansieret ved et salg af **Sinopec**. Sinopecs olieaktiviteter har præsteret på et tilfredsstillende niveau, men der har været en markant nedtur i raffinering og kemikaliesegmenterne, som er tabsgivende. Sinopec influeres i høj grad af majoritetsaktionæren – den kinesiske regering – og minoritetsaktionærene har ikke altid den højeste prioritet. Vi har længe forgæves ventet på en liberalisering, som ville sikre profitabilitet i raffinering. Dette kan stadigvæk ske, men vi vurderer, at den nye regering vil have andre mere presserende opgaver, og at dette ikke vil have høj prioritet. For at sikre eksponering mod den langsigtede historie i Kina og specifikt automatiseringstemaet, har vi i stedet valgt at øge investeringsvægten i japanske **Fanuc**.

### Forventninger til Globale Aktier

I løbet af det kommende år vil aktiemarkederne præges af politiske nyheder, hvor opmærksomheden vil samle sig omkring det amerikanske valg og dets konsekvenser for de store finanspolitiske stramninger, der er planlagt at træde i kraft i starten af 2013. Herudover vil centralbankernes styring af pengepolitikken og den fortsatte integrationsproces i Europa præge aktiemarkederne. Vi venter moderat vækst i den globale økonomi i de kommende 1-2 år som følge af den fortsatte nedbringelse af gælden i den vestlige verden og mere afdæmpet, men forsat god vækst i emerging markets. Dog vurderer vi, at der inden for en overskuelig årrække vil være lande, der vil opleve højere vækstrater, fordi politikere og centralbankerne formår at sikre kontrolleret nominal vækst, og fordi disse lande samtidig understøttes af positive demografiske tendenser, som beskrevet i temaartiklen.

I dette miljø er aktieudvælgelsen af afgørende betydning. Selskaber, der har fokus på innovation og er i stand til at øge deres indtjening, er særligt attraktive. Nøgleordene er tålmodighed og disciplin, når man ser på det nuværende usikre økonomiske klima.

Vi har også valgt at købe **Barclays Bank**. Barclays Bank oplever et udfordrende driftsmiljø i form af bl.a. en eksponering mod Sydeuropa. Alligevel giver Den Europæiske Centralbanks handlinger og erklærede støtte til pressede Eurozone medlemme, Barclays og den øvrige banksektor tid til at håndtere disse udfordringer. Vi har valgt at købe Barclays på grund af selskabets eksponering mod det attraktive privatbankmarked i Storbritannien, hvor bl.a. en konsolidering i sektoren har resulteret i, at forrentningen på egenkapitalen overstiger 20%. Med sin solide finansieringsposition står Barclays ydermere utrolig stærkt i forhold til sine konkurrenter. Vi har tillid til den nye ledelse og vurderer, at den vil være i stand til at håndtere de udfordringer, der skulle opstå i forbindelse med undersøgelserne af LIBOR (det dagligt offentliggjorte interbank rentegennemsnit fra London) samt eventuelle skærpede kapitalkrav. Med en prisfastsættelse på 0,5 gange indre værdi vurderer vi tillige, at aktieprisen er ekstremt attraktiv og mere end opvejer de nævnte negative faktorer.

I forlængelse af vores strategi og omlægninger i sidste kvartal har vi øget vores eksponering mod amerikanske selskaber og købt **BorgWarner**. Til trods for at vi typisk er tovende over for en investering i den normalt cykliske bilindustrien, er BorgWarner en førende leverandør med højteknologiske produkter, der har gode strukturelle vækstudsigter. Selskabet befinder sig i en gunstig position med sine produkter inden for f.eks. turboladere og dobbeltkoblingsgearkasser. I mange lande er der blevet vedtaget en række love, der skal sikre en markant højere brændstoffektivitet og lavere CO<sub>2</sub> emissioner inden for en overskuelig årrække. Dette kombineret med at en typisk benzinmotor kun konverterer 28% af energien i benzin til motorkraft har drevet efterspørgslen for BorgWarners produkter. BorgWarners konstante fokus på teknologisk udvikling samt det overordnede politiske og forbrugermæssige fokus på højere brændstoffektivitet og lavere CO<sub>2</sub> emissioner vil drive denne efterspørgsel de næste 3-5 år.

Købet af Barclays og BorgWarner blev finansieret ved et salg af **Vodafone**. Vodafone-aktien er steget betydeligt efter, at selskabets solide amerikanske selskab (Verizon Wireless) er begyndt at udbetale dividender. Desværre er Vodafo-nes europæiske segment berørt af det ekstremt udfordrende miljø i Europa, og vi vurderer, at det vil være svært for Vodafone at øge såvel top- som bundlinje på kort- og mellemlangt sigt.

## Investeringsfilosofi

Afdelingens målsætning er at skabe langsigtet høj værditilvækst, der overstiger markedsafkastet med en moderat risiko på niveau eller under markedsrisikoen. Afdelingens investeringsfilosofi er forskellig fra de fleste større investorer og andre investeringsforeninger ved at være meget fokuseret. Afdelingen investerer i typisk 25-30 nøje udvalgte selskaber, som over en årrække har store muligheder for at udvikle sig positivt.

Det er foreningens erfaring, at få selskaber giver mulighed for et indgående kendskab til hvert enkelt selskab, hvorved risikoen bedre kan styres. Foreningen arbejder målrettet hver dag på at forstå fremtidens trends. Men vigtigere end at forudse fremtiden er det at være forberedt på fremtiden med en robust portefølje af unikke enkeltaktier.

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

### Risikomærkning

Læs mere om risikomærkning på: [www.cww.dk](http://www.cww.dk)

### Fondskode DK0010157965

Afdelingens start: 30.06.1990

Læs mere på: [www.cww.dk/ga](http://www.cww.dk/ga)

### Nøgletal

	30.09.12	30.06.12
Formue (i 1.000 kr.)	3.497.830	3.393.971
Cirkulerende andele stk.	6.455.258	6.719.430
Udbytte	0,00	5,75
Indre værdi	541,86	505,10
Officiel kurs	539,15	503,00

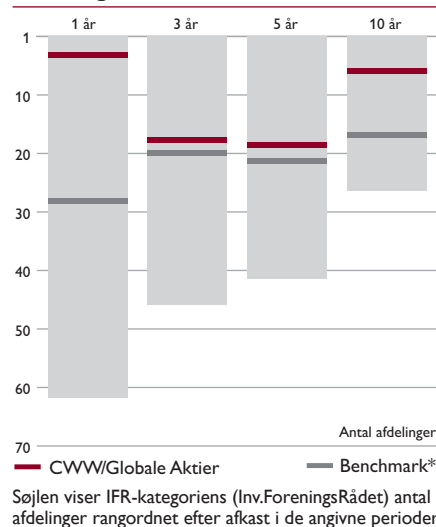
Afkast/Merafkast i %	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Globale Aktier	31,3	39,9	-1,6	104,7	10,2
Benchmark*	26,4	39,5	-2,0	64,6	5,6
Globale Aktier merafkast ift. benchmark*	4,9	0,4	0,4	40,1	4,6

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	11,1	14,9	13,7	16,5
Std.afv. % p.a. benchmark*	10,8	15,9	13,8	16,0
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	0,9	-0,2	0,3	0,3

### Afkastudvikling (start indeks 100)



### Placering i IFR's afkaststatistik



### Aktieporteføljen pr. 30.09.2012

	USA & Canada	Storbritannien	Kontinental-europa	Pacific	Emerging Markets	Total	Benchmark*
<b>Energi</b>	Suncor Energy 2,0	BG Group 2,4				4,4	11,1
<b>Råvarer</b>	Praxair 2,9 Sherwin-Williams 1,8					4,7	7,5
<b>Industri og service</b>	Union Pacific 3,5 General Electric 2,5		Schneider Electric 2,1	Fanuc 2,8		10,9	10,1
<b>Forbrugsgoder - cykliske</b>	Walt Disney 3,0 BorgWarner 1,4 Home Depot 3,3		Inditex 4,0 LVMH 1,8			13,5	10,4
<b>Forbrugsgoder - defensive</b>	Philip Morris Intl. 4,2	BAT 8,4 Diageo 3,5	Nestlé 3,1			19,2	10,6
<b>Medicinal</b>			Novo Nordisk 2,7			2,7	9,5
<b>Finans</b>	Wells Fargo 3,1	HSBC 3,1 Barclays 1,6			HDFC 6,3	14,1	19,9
<b>Informations-teknologi</b>	Apple 3,6 Visa 4,6 Microsoft 3,8 Google 4,7		SAP 4,8		Samsung Electronics 5,1 Tencent Holdings 1,9	28,5	12,8
<b>Telekommunikation</b>						0,0	4,6
<b>Koncessioneret service</b>						0,0	3,5
<b>Andet</b>				CWW/Asien 2,0		2,0	0,0
<b>Total</b>	44,4	19,0	18,5	4,8	13,3	100,0	-
<b>Benchmark*</b>	51,7	8,3	15,2	12,2	12,6	-	100,0

\* Benchmark er pr. 1.1.2010 ændret fra MSCI aktieverdensindeks til MSCI All Country aktieverdensindeks inkl. geninvesterede nettoudbytter omregnet til DKK. Tallet bagved navnet på aktien angiver i procent andelen af Carnegie WorldWide/Globale Aktiers aktiebeholdning.





## Globale Aktier SRI-AK

### Overblik

De globale aktiemarkeder er fortsat påvirket af den usikre politiske situation på globalt plan. Afdeling Globale Aktier SRI-AK steg med 5,6% i kvartalet, mens MSCI's globale aktieindeks faldt med 5,7%. Google, HDFC Bank og Inditex var de største positive bidragsydere i løbet af kvartalet, mens Temenos, der blev solgt fra i perioden, gav det dårligste afkast. År til dato er afdelingens indre værdi steget 14,8%, mens verdensindekset er steget 14,2%.

### Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Vores investeringsstrategi er lagt an på forventninger om lav global økonomisk vækst. Vi tror, at selskaber, der leverer god indtjeningsvækst, er særligt værdifulde i dette miljø. En række af stabile vækstselskaber inden for bl.a. stabile forbrugsgoder udgør afdelingens fundament. Herudover har vi fokus på selskaber relateret til internettet samt vestlige selskaber, som begünstiges af vækst i emerging markets.

Afdelingens etiske profil betyder, at vi ikke har investeret i tobak- og alkoholselskaberne BAT, Philip Morris Intl. samt Diageo, som afdeling Globale Aktier har investeret i. Afdelingen har heller ikke investeret i Samsung Electronics, da et af selskabets datterselskaber er leverandør til forsvarsindustrien ej heller i LVMH, som henter en del af omsætningen via salg af spiritus. I stedet har vi valgt at investere i ABB, Danone, General Mills, Pepsico, Syngenta og Coach.

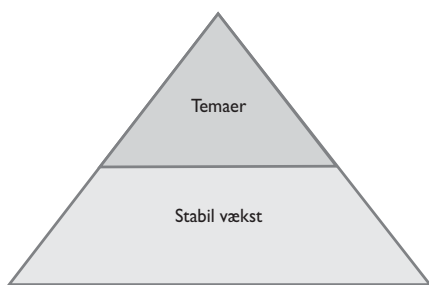
### Omlægninger i kvartalet

Vi har købt **Coach**, **BorgWarner** og **Barclays** og har solgt **Sinopec** og **Vodafone**.

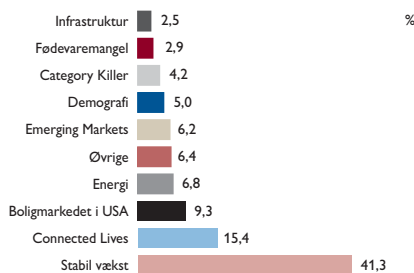
Amerikanske **Coach** designer håndtasker samt forskelligt modetilbehør, som sælges via egne forretninger, stormagasiner, specialbutikker og online. Omkring 70% af omsætningen stammer fra USA, 20% fra Japan samt særligt Kina, hvor salget vokser stærkt. Selskabet har gode ekspansionsmuligheder i Kina og Europa, samt inden for produkter til mænd. Aktien er rimeligt prisfastsat, og selskabet har en finansiell styrke til at øge dividenden og købe egne aktier tilbage.

Vi købte **Barclays** på grund af selskabets eksponering mod det attraktive privatbankmarked i UK, hvor bl.a. en konsolidering i sektoren har resulteret i, at forventningen af egenkapitalen nu overstiger 20%. Vi har tillid til den nye ledelse og vurderer, at den vil være i stand til at håndtere de udfordringer, der skulle opstå i forbindelse med LIBOR undersøgelserne samt eventuelle skærpede kapitalkrav.

Endelig købte vi **BorgWarner**, der er en førende leverandør af højteknologiske produkter til bilindustrien. Selskabet befinder sig i en gunstig position med produkter inden for f.eks. turboladere og dobbeltkoblingsgearkasser, da disse områder har gode strukturelle vækstudsigter.



### Temaoversigt pr. 30.09.2012



### Forventninger til Globale Aktier SRI-AK

Se afsnit under afdeling Globale Aktier side 11.

### Investeringsfilosofi

Afdelingens målsætning er at skabe langsigtet høj værditilvækst, der overstiger markedsafkastet med en moderat risiko på niveau med eller under markedsrisikoen.

Afdelingen investerer fortrinsvis i danske og udenlandske aktier eller aktiebaserede værdipapirer. Afdelingen investerer i selskaber, som foreningen finder, har en samfundsansvarlig adfærd.

Herudover vil afdelingen ikke investere i selskaber, som har en betydelig del af deres aktiviteter inden for produktion, distribution og salg af alkohol, tobak, pornografi, hasardspil, våben eller teknologiske produkter, som specifikt anvendes til våben.

Afdeling Globale Aktier SRI-AK har samme investeringsproces som afdeling Globale Aktier, men inden der investeres i et nyt selskab, screenes selskabet af en ekstern konsulent, som sikrer, at selskaberne i porteføljen overholder internationale konventioner og normer samt udviser sociale- og miljømæssige hensyn.

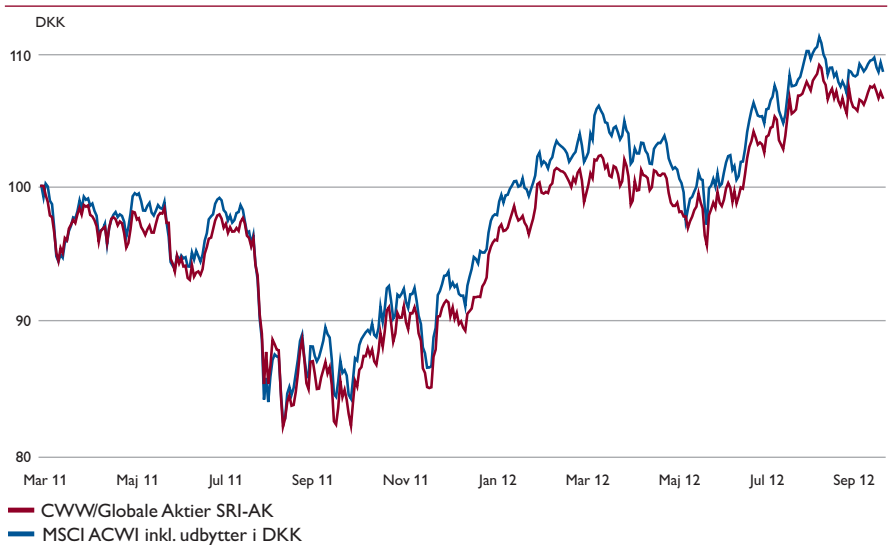
<b>Risikomærkning</b>	■
Læs mere om risikomærkning på:	<a href="http://www.cww.dk">www.cww.dk</a>
<b>Fondskode</b>	<b>DK0060287217</b>
Afdelingens start:	07.03.2011
Læs mere på:	<a href="http://www.cww.dk/ga-sri">www.cww.dk/ga-sri</a>

<b>Nøgletal</b>	<b>30.09.12</b>	<b>30.06.12</b>
Formue (i 1.000 kr.)	66.365	60.237
Cirkulerende andele stk.	622.921	596.921
Udbytte	0,00	0,00
Indre værdi	106,54	100,91
Officiel kurs	107,90	101,50

<b>Afkast/Merafkast i %</b>	<b>1 år</b>	<b>3 år</b>	<b>5 år</b>	<b>10 år</b>	<b>Levetid p.a.</b>
Carnegie WorldWide/Globale Aktier SRI-AK	26,7	-	-	-	4,1
Benchmark*	26,4	-	-	-	5,3
Globale Aktier SRI-AK merafkast ift. benchmark*	0,3	-	-	-	-1,2

<b>Risikonøgletal er først tilgængelige efter 3 år</b>	<b>3 år</b>	<b>5 år</b>	<b>10 år</b>	<b>Levetid</b>
Std.afv. % p.a. porteføljen	-	-	-	-
Std.afv. % p.a. benchmark*	-	-	-	-
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	-	-	-	-

### Afkastudvikling (start indeks 100)



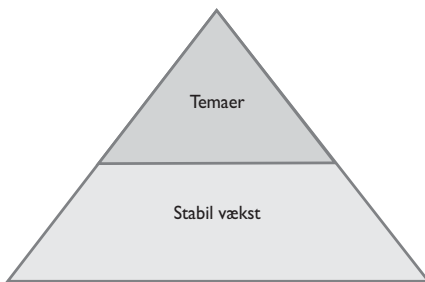
### Aktieporteføljen pr. 30.09.2012

	USA & Canada	Storbritannien	Kontinental-europa	Pacific	Emerging Markets	Total	Benchmark*
<b>Energi</b>	Suncor Energy 2,2	BG Group 2,6				4,8	11,1
<b>Råvarer</b>	Praxair 3,4 Sherwin-Williams 2,4		Syngenta 2,9			8,7	7,5
<b>Industri og service</b>	Union Pacific 3,8		ABB 2,5 Schneider Electric 2,0	Fanuc 3,3		11,6	10,1
<b>Forbrugsgoder - cykliske</b>	Walt Disney 3,1 BorgWarner 1,5 Coach 1,9 Home Depot 3,4		Inditex 4,2			14,1	10,4
<b>Forbrugsgoder - defensive</b>	General Mills 3,7 Pepsico 4,0		Danone 4,1 Nestlé 6,2			18,0	10,6
<b>Medicinal</b>			Novo Nordisk B 5,0			5,0	9,5
<b>Finans</b>	Wells Fargo 3,5	HSBC 3,1 Barclays 1,6			HDFC Bank 6,2	14,4	19,9
<b>Informations-teknologi</b>	Apple 4,0 Google 5,6 Microsoft 4,0 Visa 4,7		SAP 3,3		Tencent Holdings 1,8	23,4	12,8
<b>Telekommunikation</b>						0,0	4,6
<b>Koncessioneret service</b>						0,0	3,5
<b>Andet</b>						0,0	0,0
<b>Total</b>	51,2	7,3	30,2	3,3	8,0	100,0	-
<b>Benchmark*</b>	51,7	8,3	15,2	12,2	12,6	-	100,0

\* Benchmark er MSCI All Country aktieverdensindeks inkl. geninvesterede nettoudbytter omregnet til DKK. Tallet bagved navnet på aktien angiver i procent andelen af Carnegie WorldWide/Globale Aktier SRI-AKs aktiebeholdning.



# Europa



## Overblik

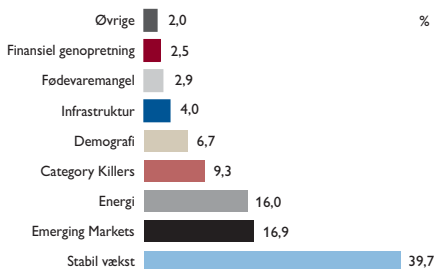
Den Europæiske Central Bank (ECB) annoncerede i begyndelsen af august, at banken ville foretage støtteopkøb af statsobligationer i lande, som var under pres for at forlade euroen. Det førte til kraftige kursstigninger i aktiemarkedene, og stigningerne var stærkest i bankaktierne, specielt i Sydeuropa, som af gode grunde har været presset i længere tid.

Afdelingens afkast i kvartalet blev på 4,3%, hvilket var væsentligt lavere end benchmark på 7,5%. Afkastet for afdelingen for de tre første kvartaler blev på 9,8% mod benchmark, der er steget 12,7%. Underperformance kan blandt andet henføres til afdelingens defensive stabile vækstaktier, som ikke kunne følge med i opgangen. Vi er dog overbeviste om, at porteføljens mange unikke aktier nok skal følge mønstret fra de tidligere år; nemlig at gøre det væsentligt bedre end markedet på sigt.

En håndfuld aktier (Inditex, SAP, Xstrata, Prysmian og DNB) steg med mere end 18%, hvorimod Avocet Mining og Temenos faldt markant. Manglende tiltro til de to selskabers ledelser har medført, at vi har afhændet aktierne i kvartalet.

Flere aktier er afhændet, hvilket har givet plads til en række nye spændende selskaber, som tæller: SCA, Eni, LVMH, Danske Bank, Barclays Bank og to gamle kendinge Diageo og IS Reit.

## Temaoversigt pr. 30.09.2012



## Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

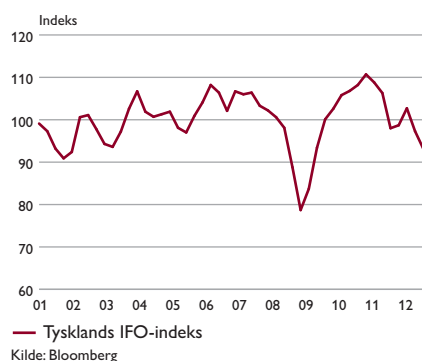
ECB's annoncering har indtil videre brudt den negative spiral, som de sydeuropæiske statsobligationsmarkeder har befundet sig i. Det er værd at bemærke, at der endnu ikke er foretaget støtteopkøb fra ECB's side, for betingelserne for at opnå hjælpen er, at landene beder om officiel hjælp fra EU og indgår bindende aftaler om skrappe offentlige budgetopstramminger og reformer.

Det er umiddelbart svært at se enden på recessionen i Europa, for arbejdsløsheden stiger fortsat, og regeringerne indfører spareprogrammer og skatteforhøjelser, der på kort sigt trækker i den gale retning. Erhvervslivets optimisme har også været faldende, som det fremgår af grafen øverst på næste side.

De pæne stigninger i aktiemarkedene i år styrker vores tro på, at udvalgte europæiske selskaber trods økonomisk ørkenvandring i dag er rigtigt gode langsigtede køb. Vi er dog varsomme med at investere i europæiske selskaber med for stor eksponering til indenlandsk efterspørgsel som f.eks. teleselskaber og offentlige værker.

Der er flere tusinde børsnoterede selskaber i Europa, men afdelingen fokuserer på at finde 25-30 unikke selskaber, der oplever god vækst og er rimeligt prisfast-

### Erhvervsoptimisme i Tyskland



### Forventninger til Europa

Vi ser lav vækst i Europa i årene fremover. Der er behov for store reformer, som kan løfte konkurrenceevnen og væksten på længere sigt.

Lav vækst og en aldrende befolkning giver mange europæiske lande store udfordringer, specielt de lande, som allerede i dag har store underskud på de offentlige finanser og dem med høj gæld.

Vi advokerer for, at det ikke er det samme som, at europæiske aktier er uinteressante, tværtimod. Aktiekurserne indregner allerede en mild recession, hvilket burde begrænse yderligere markante kursfald.

Vi fortsætter derfor vores arbejde med at finde 25-30 selskaber, der på langt sigt vil vokse og levere gode afkast.

sat. Væksten i disse selskaber er drevet af attraktive produkter og services, der sælges globalt. Omkring halvdelen af porteføljen er investeret i store, stabile vækstselskaber med stærke balancer, som kan håndtere selv meget negative omgivelser.

Afdelingens finansaktier udgør 20% af investeringerne og har i lang tid været centreret omkring selskaber med hovedparten af deres aktiviteter i emerging markets. Den aftagende risiko for sammenbrud af euroen og centralbankernes meget ekspansive pengepolitik har medført, at vi har købt to banker: Danske Bank og Barclays Bank. Vi vurderer, at bankerne er kommet langt i restruktureringen af deres kerneforretninger, så de snart kan se mod lysere tider. Den lave prisfastsættelse gør dem naturligvis endnu mere interessante, men det bør nævnes, at investering i banker generelt er forbundet med høj risiko.

Afdelingens investeringer inden for energi udgør omkring 16% og er fortsat baseret på forventninger om høje oliepriser.

### Omlægninger i kvartalet

Vi finder mange spændende investeringskandidater, og i 3. kvartal har det betydet flere omlægninger end normalt. Ud over salg af **Avocet** og **Temenos** samt køb af **Danske Bank** og **Barclays Bank**, har vi solgt **BME** efter en kraftig kursstigning. Det samme gør sig gældende for **Jeronimo Martins**, **Vodafone** og **Standard Chartered**, hvor konkurrencen spidser til. Salgene har givet plads til:

**Diageo**, som er verdens største producent af spiritus med mange kendte varemærker bl.a. Johnny Walker og Smirnoff. Den organiske vækst på omkring 6% er drevet af stigende salg i emerging markets og USA samt af en utrolig stærk underliggende trend, hvor forbrugerne i stigende grad køber dyrere mærker. **IS Reit** står over for en ny vækstperiode med flere nye kontorbyggeprojekter i Tyrkiet. Som følge heraf tror vi, at ejendomsselskabet kan fordoble sin indre værdi frem til 2014. Faktisk handles selskabet i forvejen med en pæn discount.

**SCA** har ved diverse opkøb og frasalg transformeret sig til et mere rent forbrugsgodeselskab med pæne globale markedsandele inden for bl.a. papirlømtørklæder, bleer og inkontinensprodukter. Hertil kommer, at selskabet er den største private skovejjer i Sverige.

**Eni** er Italiens største energiselskab, der handles med 20-30% rabat i forhold til de store internationale konkurrenter. Store olie- og gasfund i Kazakhstan, Barentshavet og Angola vil om få år løfte produktionen betydeligt.

Endelig har vi købt en position i **LVMH**, der er verdensledende inden for mode- og lædervarer. Selskabet har derudover en unik position inden for vin og spiritus. Vi forventer, at selskabet vil fortsætte med at vokse hurtigere end industrien.



## Investeringsfilosofi

Afdelingens målsætning er at skabe en langsigtet høj værditilvækst, der overstiger markedsafkastet, med en moderat risiko på niveau med eller under markedsrisikoen.

Afdelingen følger samme overordnede investeringsfilosofi og -metode som afdeling Globale Aktier. Afdelingens ansvarlige porteføljeforvaltere indgår i et tæt og åbent samarbejde med forvalterne af foreningens øvrige afdelinger.

Afdelingen investerer i europæiske aktier og kan endvidere investere op til 30% i Østeuropa uden for EU, herunder potentielle kandidater til optagelse i EU samt de tidligere sovjetstater.

### Risikomærkning

Læs mere om risikomærkning på: [www.cww.dk](http://www.cww.dk)

### Fondskode DK0010312529

Afdelingens start: 23.05.2005

Læs mere på: [www.cww.dk/eu](http://www.cww.dk/eu)

### Nøgletal

	30.09.12	30.06.12
Formue (i 1.000 kr.)	81.871	84.252
Cirkulerende andele stk.	755.163	810.163
Udbytte	0,00	1,75
Indre værdi	108,42	103,99
Officiel kurs	108,61	103,90

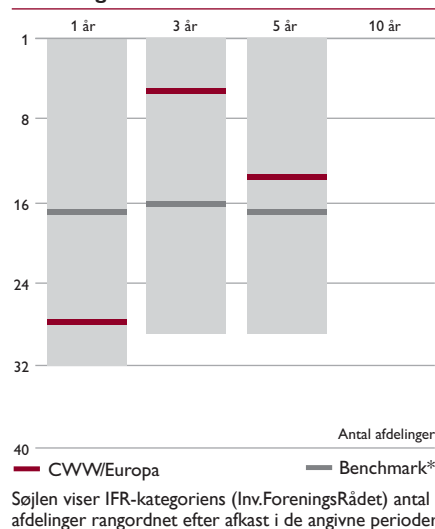
Afkast/Merafkast i %	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Europa	18,7	33,5	-16,0	-	3,6
Benchmark*	22,6	20,8	-17,6	-	2,8
Europa merafkast ift. benchmark*	-3,9	12,7	1,6	-	0,8

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	12,1	17,6		15,7
Std.afv. % p.a. benchmark*	13,6	18,6		16,2
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	0,7	-0,3		0,1

### Afkastudvikling (start indeks 100)



### Placering i IFR's afkaststatistik



### Aktieporteføljen pr. 30.09.2012

	Norden	UK og Irland	Centraleuropa	Sydeuropa	Østeuropa	Total	Benchmark*
<b>Energi</b>		BG Group 4,0 Royal Dutch Shell A 3,3 Tullow Oil 1,8		Saipem SPA 3,4 ENI 3,4		15,9	11,4
<b>Råvarer</b>		Xstrata 3,2	Syngenta 2,9			6,1	9,5
<b>Industri og service</b>	DSV 4,3			Prysmian 4,0		8,3	10,8
<b>Forbrugsgoder - cykliske</b>		Pearson 2,9	LMVH 3,1	Inditex 5,1		11,1	8,5
<b>Forbrugsgoder - defensive</b>	Swedish Match 5,1 SCA B 4,4	BAT 8,2 Diageo 2,1	Nestlé 3,1	Ebro Foods 3,2		26,1	14,9
<b>Medicinal</b>	Novo Nordisk 3,7		Roche 3,0			6,7	12,3
<b>Finans</b>	DNB 3,3 Danske Bank 2,4	Prudential 2,5 Barclays 2,0			Sberbank-ADR 3,0 Türkiye Sinai Kalkinma Bankasi 4,6 IS Reit 3,1	20,9	19,2
<b>Informationsteknologi</b>			SAP 4,9			4,9	2,9
<b>Telekommunikation</b>						0,0	6,1
<b>Koncessioneret service</b>						0,0	4,4
<b>Andet</b>						0,0	0,0
<b>Total</b>	23,2	30,0	17,0	19,1	10,7	100,0	-
<b>Benchmark*</b>	9,4	36,0	46,4	8,2	-	-	100,0

\* Benchmark er MSCI aktieeuropaindeks inkl. geninvesterede nettoudbytter omregnet til DKK. Tallet bagved navnet på aktien angiver i procent andelen af Carnegie WorldWide/Europas aktiebeholdning.



## Danske Aktier

### Overblik

Stigende risikoappetit gav et overraskende godt afkast i 3. kvartal. Den Europæiske Centralbank gav investorerne mod på at købe flere europæiske aktier. Selskabsspecifikke investeringsvalg var den primære årsag til afdelingens positive merafkast.

De defensive aktier er fortsat dyre, men har en "sikker" indtjening, mens de cykliske aktier er billige, men med usikkerhed omkring indtjeningen. Porteføljen er fortsat neutralt balanceret for så vidt angår cykliske versus defensive aktier.

Vi forventer fortsat, at aktiemarkedet vil være svingende og i høj grad styret af den politiske og makroøkonomiske udvikling.

Afdeling Danske Aktier gav et afkast på 11,4% og outperformede således det generelle danske aktiemarked med 0,4%-point i kvartalet. I de første ni måneder af 2012 har afdelingen givet et afkast på +24,3%, hvilket er 1,3%-point bedre end benchmark.

Største bidrag til porteføljens performance på sektorniveau har været medicinalsektoren efterfulgt af finansselskaber og materialer, hvilket på enkeltaktieniveau stammer fra porteføljens overvægtede position i GN Store Nord og undervægtede position i Lundbeck og Novozymes.

Vi har oplevet en negativ påvirkning på afkastet fra investeringerne i G4S, North Media og F.L. Smidt.

### Markedet i 3. kvartal

Aktiemarkedet udviklede sig noget bedre end forventet i kvartalet som følge af en mindre risikoaversion hos investorerne. Problemerne er ellers mange og store, men også i høj grad velkendte. Det er som om, at investorerne har forstået og accepteret problemerne i Sydeuropa og de generelle vækstproblemer og har vendt fokus mod, at disse problemer måske kan løses med tiden. Den Europæiske Centralbanks uforbeholdne støtte til euroen var i høj grad startskuddet til investorernes tilbagevenden til investering i europæiske aktiver. Det ringe alternativ i form af en meget lav obligationsrente har selvfølgelig også medvirket til at understøtte aktiemarkedet.

Der var ikke nogen klar tendens i performance mellem de cykliske aktier og de defensive aktier, hvilket meget vel kan afspejle investorernes uafklarede holdning til, hvor den økonomiske udvikling er på vej hen.

”Det er svært at spå – især om fremtiden” og det har sjældent været mere rigtigt end nu. Aktiemarkedene balancerer på en knivsæg. På den ene side er der god fundamental værdi i de cykliske sektorer og et utroligt dårligt alternativ i form af den lave obligationsrente, men på den anden siden mangler der økonomisk vækst, som kan sikre en voksende indtjening på kort sigt, og der hersker fortsat en stor usikkerhed omkring gældssituationen, specielt i Sydeuropa.

Der er ingen grund til at tro, at situationen bliver fuldstændig afklaret lige med det samme, og derfor skal afkast fortsat skabes ved en mere aktiv stock-picking, når afkast/risiko forhold tilsiger dette.

### Forventninger til Danske Aktier

Vi forventer fortsat, at det danske aktiemarked vil udvikle sig volatilt.

Usikkerheder er der mange af, Grækenland, Spanien, euroen, manglende vækst og høj gældssætning for blot at nævne nogle. Mange af disse usikkerheder er allerede inddiskonteret i det nuværende prisniveau, og derfor er spørgsmålet, om det økonomiske klima bliver endnu værre, eller om vi ”bare” skal acceptere en periode med lav vækst.

I sidstnævnte tilfælde vil aktiemarkedet godt kunne stige, blot risikoen for, at det bliver værre, kan elimineres.

De danske selskaber står godt rustet til en usikker fremtid, da selskaberne har god kontrol over omkostningerne og er lavt gældssat. Hertil kommer, at mange selskaber er placeret i strukturelt voksende niches, som kun i begrænset omfang er påvirket af verdensøkonomien.

Vi forventer således, at de danske selskaber kan fortsætte med at øge deres indtjening i årene fremover.

### Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Porteføljen er fortsat neutralt balanceret for så vidt angår cykliske versus defensive aktier. Finanssektoren er overvægtet, men overvægten er ligeligt fordelt på forsikrings-selskaberne, der betragtes som defensive og bankerne, der traditionelt er mere cykliske. Vægtningen mellem de tre hovedgrupper (cykliske, defensive og finanssektoren) er p.t. overvejende styret af den relative vurdering. Det store spørgsmål er nu, hvornår risikoviljen vender tilbage til aktiemarkedet? Når det sker, bør der være et pænt potentiale i de cykliske industriaktier samt bankerne.

Porteføljen er bygget op omkring en række solide og velindtjenende selskaber med en gennemprøvet forretningsmodel, der skal skabe en solid performance i såvel gode som mindre gode tider. Vi har fokus på selskaber, der forsøger at skabe langsigtet værditilvækst gennem investeringer i deres kerneforretning – det være sig via forskning og udvikling, tilkøb og/eller udflytning af produktionsbasen. En mindre del er eksponeret til selskaber, hvor forretningsmodellen ikke er helt færdigudviklet og/eller forstået af markedet, hvilket giver mulighed for større positive revurderinger af selskabets værdi i takt med, at selskabet udvikler sig.

Stock-picking er den vigtigste faktor i vores aktieudvælgelse, mens branche- og tematiske betragtninger bliver brugt som supplement i investeringsbeslutningen. I et lille investeringsunivers som det danske aktiemarked vil det altid være en vurdering af det enkelte selskabs konkrete fremtidsperspektiver og aktiens relative vurdering, der ligger til grund for, om aktien indgår i vores portefølje.

### Omlægninger i kvartalet

Porteføljen har ikke ændret karakter i løbet af 3. kvartal.

Porteføljen er således fortsat neutralt positioneret, når bankerne regnes for cykliske og forsikrings-selskaberne regnes for defensive.

**Lundbeck** er blevet solgt efter forholdsvis kort tid i porteføljen. Hurtigere og kraftigere generisk konkurrence vil erodere selskabets indtjening hurtigere og voldsommere end først antaget. Dette vil besværliggøre, at selskabet kan fastholde sin målsætning om en driftsindtjening på minimum DKK 2 mia. i perioden 2012-2014. Dette stiller større krav til den kommercielle succes af depressionsmidlet LU21004, end vi er villige til at forudsætte på nuværende tidspunkt. Provenuet er investeret bredt i de øvrige selskaber i porteføljen.

## Investeringsfilosofi

Afdelingens målsætning er at skabe en langsigtet høj værditilvækst, der overstiger markedsafkastet med en moderat risiko på niveau eller under markedsrisikoen. Den stigende internationalisering af markederne har en betydelig effekt på det danske aktiemarked, hvilket medfører, at specielt de større danske aktier i høj grad prisfastsættes af internationale investorer. Derfor er det vigtigt at forstå de internationale trends, der påvirker de udenlandske investorer adfærd.

Erfaringerne fra afdeling Globale Aktier har vist, at en portefølje med få aktier giver mulighed for et mere indgående kendskab til hver enkelt aktie. Risikoen i porteføljen kan kvalitativt holdes på et lavt niveau, når det sikres, at kvaliteten er høj i hver enkelt aktie. Disse erfaringer drager vi nytte af ved forvaltning af afdeling Danske Aktier. Afdelingens ansvarlige porteføljeformidlere indgår i et tæt og åbent samarbejde med forvalterne af foreningens øvrige afdelinger. Afdelingen investerer fortrinsvis i selskaber noteret på OMX Den Nordiske Børs København.

### Risikomærkning

Læs mere om risikomærkning på: [www.cww.dk](http://www.cww.dk)

### Fondskode

**DK0010249655**

Afdelingens start: 23.12.1998

Læs mere på: [www.cww.dk/da](http://www.cww.dk/da)

### Nøgletal

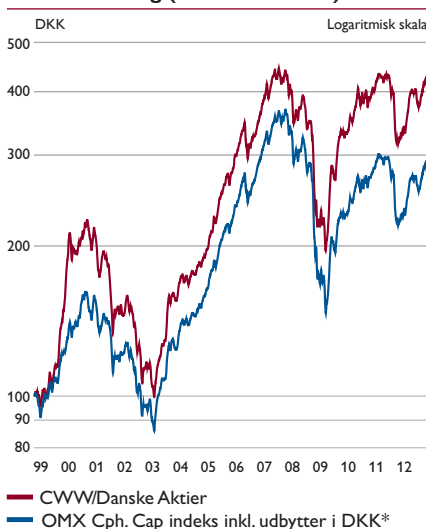
	30.09.12	30.06.12
Formue (i 1.000 kr.)	537.075	491.161
Cirkulerende andele stk.	2.880.546	2.934.586
Udbytte	0,00	3,25
Indre værdi	186,45	167,37
Officiel kurs	186,26	167,60

Afkast/Merakast i %	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Danske Aktier	32,1	27,7	-1,1	287,4	11,0
Benchmark*	30,2	25,4	-18,7	211,8	7,9
Danske Aktier merakast ift. benchmark*	1,9	2,3	17,6	75,6	3,1

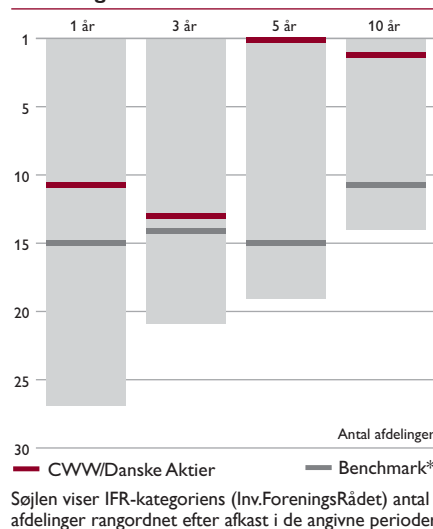
### Risiko

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	17,0	23,7	19,7	20,9
Std.afv. % p.a. benchmark*	15,4	22,9	18,8	18,6
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	0,4	-0,1	0,6	0,4

### Afkastudvikling (start indeks 100)



### Placering i IFR's afkaststatistik



### Aktieporteføljen pr. 30.09.2012

	Cyklisk vækst	Stabil vækst	Finansiell vækst	Total	Benchmark*
<b>Energi</b>				0,0	0,1
<b>Råvarer</b>		Novozymes 1,1		1,1	8,1
<b>Industri og service</b>	A.P. Møller-Mærsk 7,3 Vestas Wind Systems 1,1 FLSmidth 4,5 NKT 1,8 G4S 4,6 DSV 4,9			24,2	24,3
<b>Forbrugsgoder - cykliske</b>	North Media 0,7 IC Companys 0,4 Pandora 1,9			3,0	2,8
<b>Forbrugsgoder - defensive</b>		Carlsberg 10,1 Chr. Hansen Holding 4,6		14,7	10,6
<b>Medicinal</b>		Novo Nordisk 10,1 Coloplast 4,8 William Demant 3,3 GN Store Nord 5,4		23,6	24,9
<b>Finans</b>			Danske Bank 9,7 Topdanmark 5,0 Jyske Bank 4,9 Sydbank 2,0 Nordea 3,0 Tryg 5,1	29,7	23,4
<b>Informationsteknologi</b>	SimCorp 2,1			2,1	0,9
<b>Telekommunikation</b>		TDC 1,6		1,6	4,7
<b>Koncessioneret service</b>				0,0	0,2
<b>Andet</b>				0,0	0,0
<b>Total</b>	29,3	41,0	29,7	100,0	100,0

\* Benchmark består fra 1. januar 2004 af OMX Cph. Cap indeks inkl. udbytter i DKK. Tidligere var benchmark KAX Totalindeks ekskl. udbytter. Tallet bagved navnet på aktien angiver i procent andelen af Carnegie WorldWide/Danske Aktiers aktiebeholdning.





## Overblik

Aktiemarkedene i Østeuropa steg som ventet i 3. kvartal som følge af en midlertidig opbremsning i eurokrisen. På kort sigt har Europas politikere leveret tiltag, der kan stabilisere de finansielle markeder, men kun fremtiden kan vise, om der er den fornødne opbakning i befolkningerne til at gennemføre de påkrævede reformer. Til trods for al usikkerheden om Europas fremtid, amerikansk gældskrise og usikkerhed om, hvor stor væksten bliver i Kina i de kommende år, har aktiemarkedene leveret positive afkast i 2012. Afdeling Østeuropa steg i kvartalet 11,3%, hvilket kan sammenlignes med afdelingens benchmark, som steg 9,0%. I år er afdeling Østeuropa steget 20,7% i forhold til en stigning i benchmark på 16,4%. Selv om der er usikkerhed på kort sigt, er vi optimistiske på lidt længere sigt, da aktier i dag er attraktivt prisfatsat.

## Kompliceret investeringsmiljø

De østeuropæiske aktiemarkeder havde alle stigninger i størrelsesordenen 8-9% i kvartalet på grund af en lav prisfatsættelse på aktiemarkedene kombineret med politiske initiativer, der på kort sigt havde potentiale til at give håb om øget politisk og økonomisk integration i euro-området. Desuden har alverdens centralbanker, med den amerikanske Federal Reserve og Den Europæiske Centralbank i spidsen, indikeret ekstremt lempelig pengepolitik, så længe der er behov for det, og den rigelige likviditet har hjulpet aktiemarkedene verden over.

Flere af afdelingens største positioner steg ganske pænt gennem kvartalet: Sberbank 10%, Dragon Oil 18%, Eurasia Drilling Company 28%, Eon Russia 21% og IS Reit 17%, men mest steg Alacer, afdelingens største guldsekskabsinvestering, med 35%, understøttet af en stigende guldpris i kvartalet. Vi har valgt at fastholde investeringerne i guldmineselskaberne, da vi ser meget positivt på guldmarkedet og selskaber, der producerer guld. Det skyldes kombinationen af ekstreme pengepolitiske eksperimenter, og det forhold, at vi nu er på vej ind i den periode af året, hvor efterspørgslen efter guld sæsonmæssigt er størst (til gaver). Renteniveauerne er fortsat ekstremt lave, og historisk er guldprisen steget i perioder, hvor realrenterne er negative. Desuden har hovedparten af de vestlige lande meget alvorlige gældsproblemer på mellemlangt sigt, og guld er en glimrende forsikring mod fremtidige gældskriser.

## Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Strukturen i porteføljen kan kort skitseres som eksponering til indenlandsk efterspørgsel i Rusland og Tyrkiet, øget råvareefterspørgsel samt investering i guldselskaber, der er en forsikring mod fortsat finansiell ustabilitet. Stærke balancer og selvfinansieringsevne er meget vigtige kriterier for aktievalget i porteføljen. Grundet tilstedeværelsen af gode selskaber til attraktive priser fastholder vi en høj vægtning på ca. 60% i Rusland.

## Omlægninger i kvartalet

Gennem kvartalet har vi foretaget tre nye investeringer. For at finansiere disse køb har vi solgt Kazmunaigas og Synergy, mens vi har reduceret i Dragon Oil og i Magnit. De tre nye selskaber er:

**Kazakhmys** er et kobberselskab med 100% af produktionen i Kasakhstan. Selskabet har to relativt store vækstprojekter (Bozshakol og Aktogay), der forventes at kompensere for konstant faldende malmkvaliteter - et velkendt fænomen i kobberindustrien - der fører til begrænset vækst i produktionen i de kommende år. Ud over kobberproduktion sælger selskabet overskudselektricitet til det Kasakhstanske el-net. Endelig ejer selskabet 26% af aktierne i ENRC, der er en af verdens største producenter af ferrocrome, der primært anvendes til fremstilling af rustfrit stål. Den kasakhstanske regering ejer 26% af gruppen, og 27,9% er ejet af formanden Vladimir Kim. Kazakhmys har de seneste kvartaler oplevet stigende produktionsomkostninger, hvilket betyder, at selskabet i dag er meget operationelt gearret til kobberprisen. Vores investering i selskabet er på denne baggrund mere af taktisk karakter og sker i kølvandet på endnu en omgang kvantitative lempelser i USA, Europa og Japan. Denne ekstremt aggressive pengepolitik forventes sammen med en fortsat vækst i råvareefterspørgslen i Kina at bidrage til fortsat høje råvarepriser og specielt et stærkt kobbermarked.

**M.Video** er den førende russiske elektronikdetailhandler med en markedsandel på 12%. Selskabet har ca. 270 butikker i 115 byer med 49 butikker i Moskva alene. M.Videos forretningsmodel er baseret på et ensartet butikformat på 2.000 m<sup>2</sup> og 20.000 varenumre. Selskabets strategi er at øge tætheden af butikker i byer, hvor det allerede har aktiviteter for at opnå stordriftsfordele, og det forventes, at selskabet åbner 20-30 nye butikker om året. Ved siden af sit netværk af butikker har M.Video også en aggressiv internetforretningsmodel. Kombinationen af denne model og optimeringen af logistiknetværk samt en fortsat vækst i den disponible indkomst blandt russere og øget anvendelse af forbrugerkredit, giver os en forventning om minimum 20% vækst i indtjeningen i de kommende år. Selskabet skaber allerede i dag positive pengestrømme og har en betydelig kontantbeholdning, hvilket giver os grund til at tro på betydelige dividendebetalinger.

**Etalon** er en af Ruslands største og ældste udviklere af fast ejendom. Selskabets portefølje er fokuseret på store boligkomplekser, der hovedsageligt er målrettet til middelklassen. Etalon fokuserer på St. Petersborg og Moskva, der er Ruslands største ejendomsmarkeder. Vi forventer en kraftig vækst i ejendomsmarkedet over de kommende år i takt med, at russernes velstand fortsætter med at stige og i takt med, at flere og flere russere vælger at opgradere deres boligstandard fra gamle sovjetiske lejekaserner til mere moderne boligformater. Etalon er velpositioneret til at deltage i denne vækst, da selskabet allerede i dag er meget profitabelt og derfor kan fortsætte med ekspansive investeringer.

### Forventninger til Østeuropa

Efter det meget positive 3. kvartal er der grund til at udvise nogen forsigtighed, da markedsretningen ikke er entydig. På den ene side er den globale vækst nedadgående i øjeblikket, og aktieanalytikere har typisk for høje forventninger til selskabernes fremtidige indtjening. Omvendt synes de europæiske politikere at have rykket tættere sammen for at gøre, hvad der er påkrævet for at udvikle en politisk overbygning til den monetære union. Indtil projektet er gennemført, vil ECB opkøbe statsobligationer i enorme mængder for derved at presse renteniveauerne nedad.

Hvordan dette spil vil falde ud er svært at vurdere, men de europæiske og østeuropæiske aktiemarkeder er i dag billige i historisk sammenhæng, og prisfastsættelsen afspejler ikke længere en gunstig konjunkturudvikling. Langsigtet vurderer vi, at de østeuropæiske aktiemarkeder er attraktivt prisfastsat, og der vil være gode købsmuligheder for den langsigtede investor.

## Investeringsfilosofi

Afdelingens målsætning er at skabe en langsigtet høj værditilvækst, der overstiger afkastet på det generelle østeuropæiske aktiemarked med en moderat risiko på niveau med eller under markedsrisikoen.

Afdelingen følger samme overordnede investeringsfilosofi og -metode som afdeling Globale Aktier. Afdelingens ansvarlige porteføljeforvaltere indgår i et tæt og åbent samarbejde med forvalterne af foreningens øvrige afdelinger.

Afdelingens risiko må forventes at være højere end eksempelvis risikoen på foreningens globale og europæiske afdelinger.

Afdelingen investerer i østeuropæisk konvergens, herunder i den strukturelle forandring, der finder sted i de mindre udviklede økonomier mod øst og sydøst som eksempelvis de tidligere sovjetstater og Tyrkiet.

### Risikomærkning

Læs mere om risikomærkning på: [www.cww.dk](http://www.cww.dk)

### Fondskode DK0015945166

Afdelingens start: 07.11.1996

Læs mere på: [www.cww.dk/cee](http://www.cww.dk/cee)

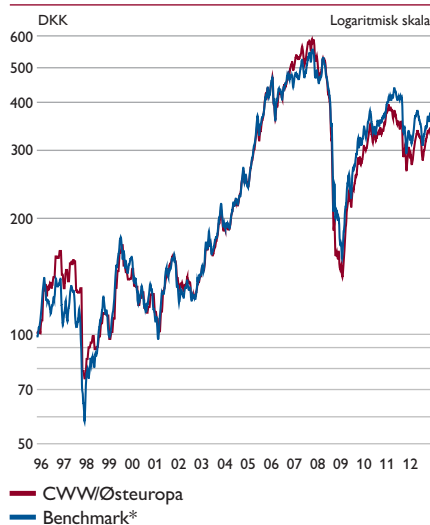
### Nøgletal

	30.09.12	30.06.12
Formue (i 1.000 kr.)	420.778	381.859
Cirkulerende andele stk.	1.661.604	1.677.604
Udbytte	0,00	0,00
Indre værdi	253,24	227,62
Officiel kurs	249,66	228,20

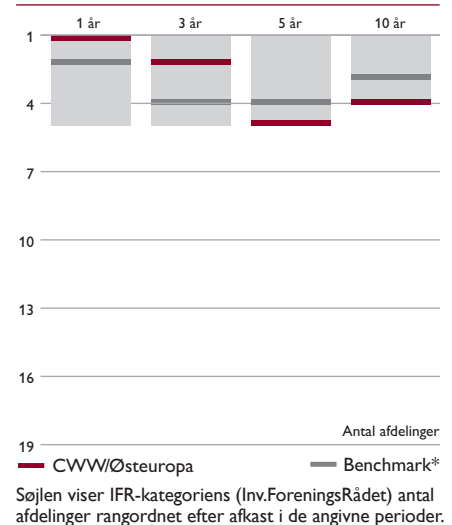
Afkast/Merafkast i %	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Østeuropa	24,5	28,2	-39,2	160,2	7,9
Benchmark*	22,1	25,2	-26,8	198,7	8,5
Østeuropa merafkast ift. benchmark*	2,4	3,0	-12,4	-38,5	-0,6

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	21,3	34,5	28,0	30,2
Std.afv. % p.a. benchmark*	22,8	32,4	27,5	31,8
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	0,3	-0,3	0,3	0,2

### Afkastudvikling (start indeks 100)



### Placering i IFR's afkaststatistik



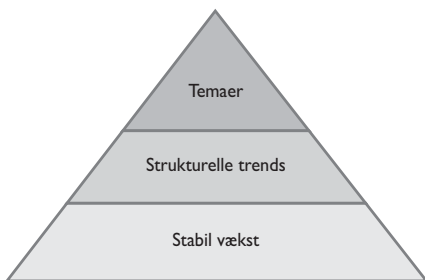
### Aktieporteføljen pr. 30.09.2012

	Ungarn/ Tjekkiet	Tyrkiet	Polen	Rusland	Andre lande	Total	Benchmark*
<b>Energi</b>	MOL Magyar 3,8			Gazprom 4,2 Lukoil 4,8 NovaTak 5,7 Eurasia Drilling 5,2 Surgutneftegas 4,4	Dragon Oil 5,0	33,1	40,7
<b>Råvarer</b>		Alacer Gold 5,0		Phosagro 3,0 Highland Gold Mining 2,2	Uranium One 1,7 Kazakhmys 2,7	14,6	10,9
<b>Industri og service</b>			Budimex 1,0	Globaltrans Investment 6,5		7,5	0,0
<b>Forbrugsgoder - cykliske</b>				Magnit 4,8 M.Video 2,6	Kernel 3,0	10,4	0,7
<b>Forbrugsgoder - defensive</b>						0,0	3,4
<b>Medicinal</b>						0,0	1,3
<b>Finans</b>		Turkiye Halk Bankasi 3,6 Turkiye Sinai Kalkinma Bank 5,3 Is Reit 3,0 Emlak Konut 4,4		Sberbank 9,2 Etalon Group 1,9		27,4	25,2
<b>Informationsteknologi</b>						0,0	0,5
<b>Telekommunikation</b>				MTS 4,1		4,1	8,2
<b>Koncessioneret service</b>				E.ON Russia 2,9		2,9	9,1
<b>Andet</b>						0,0	0,0
<b>Total</b>	3,8	21,3	1,0	61,5	12,4	100,0	-
<b>Benchmark*</b>	11,9	0,0	29,0	59,1	0,0	-	100,0

\*Benchmark består af den markedsværdivægtede udvikling mellem Rusland, Polen, Ungarn og Tjekkiet, hvor Rusland indgår med halv markedsvægt. Benchmark beregnes af Morgan Stanley inkl. geninvesterede udbytter i DKK. Tallet bagved navnet på aktien angiver i procent andelen af Carnegie WorldWide/Østeuropas aktiebeholdning.



# Asien



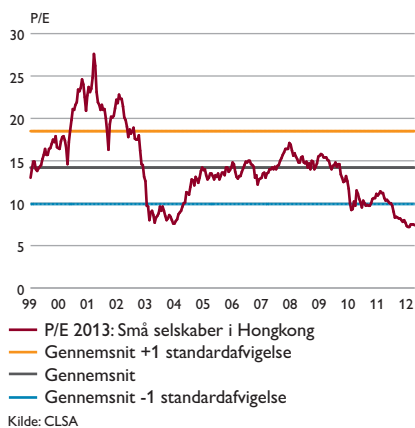
## Overblik

Kvartalet gav positive afkast, men var dog igen præget af store kursudsving som følge af den globale usikkerhed og den europæiske gældskrise. I Asien steg Morgan Stanleys Asien ex. Japan 8,1%, mens afdelingen steg 7,7%.

Afdelingens afkast i de 3 første kvartaler har været 24,2%, mens indekset kun er steget 17,2%. Afdelingens gode afkast er skabt gennem en god selskabsudvælgelse i en række forskellige lande og sektorer.

2011 var præget af økonomiske opstramninger samt stor usikkerhed bl.a. i Kina. Udviklingen er nu i bedring. De økonomiske opstramninger er vendt til økonomiske lempelser, og politikerne har nu fokus på vækst. Dette er normalt positivt for aktier og har også været en af årsagerne til det positive afkast i 2012. Vi er stadig positive på Asien, hvor vi i højere grad end tidligere oplever, at det er de asiatiske forbrugere, der driver væksten. På kortere sigt kan den globale usikkerhed dog fortsat påvirke markederne negativt.

## Hongkong: Prisfastsættelse af små selskaber



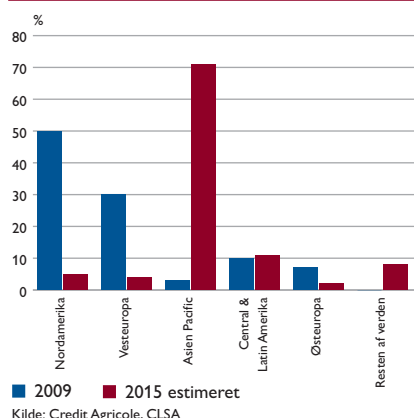
## Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Til trods for den meget negative stemning på de globale aktiemarkeder, fastholder vi et mere optimistisk syn på fremtidsudsigterne for Asien – herunder Kina. Som det ses af figuren til venstre, er risikoaversionen usædvanlig høj. Prisfastsættelsen af de mindre selskaber i Hongkong har nu nået et punkt, der svarer til lavpunktet under SARS-krisen i 2003. Grafen er meget repræsentativ for den negative stemning specielt omkring Kina, da mange af disse mindre virksomheder har Kina som deres primære forretningsområde.

Vi har netop afsluttet en to ugers rejse i regionen, hvor et af hovedformålene var at udfordre vores positive investeringsholdning til Kina. Rejsen har bestyrket vores tro på, at Kina ikke står foran et kollaps, hverken i investeringerne eller i ejendomsmarkedet. Dog vil væksten komme ned og blive drevet af andre faktorer i de kommende år. Her vil det kinesiske privatforbrug blive en afgørende drivkraft, da urbaniseringen stadig vil pågå i en årrække endnu, og lønindkomsterne langt fra er toppet. Væksten i Kinas investeringstakt vil aftage en smule fra ca. 25% til omkring 15-20% pr. år, samtidig med at investeringerne vil have en mere social karakter med fokus på miljø, uddannelse og sundhedssektoren. Det betyder ikke, at investeringerne i infrastruktur er stoppet, men de vil i tiltagende grad flytte vestpå. Vi har en stærk tro på, at ejendomsmarkedet ikke er overophedet, hvorfor vi fastholder overvægten i Kina og i de kinesiske ejendomsaktier.

En anden hensigt med rejsen var at få en dybere forståelse for smartphonetemaet. Det er et marked, der har og stadig vil vokse eksplosivt, hvor især Asien Pacific vil drive væksten. Som det ses af figuren øverst på næste side, vil en stigende andel af det globale salg ske i Asien. I 2015 ventes det, at syv ud af ti



**Smartphones:****Fordeling af det globale salg****Forventninger til Asien****2012 står i volatilitetens tegn**

Vi forventer, at kursudsvingene stadig vil være intense, fordi situationen i den vestlige verden stadig ikke har fundet en overbevisende løsning. Ligeledes vil meget divergerende holdninger til Asien, og ikke mindst Kina, påvirke aktiekurserne. Til trods for uroen, er vi optimistiske på udviklingen i Asien pga. vores mere positive syn på Kina. Dermed er den vigtigste forudsætning for en bæredygtig strukturel udvikling i Asien til stede, nemlig at den indenlandske asiatiske forbruger er den primære økonomiske drivkraft. Vi forventer fortsat økonomiske og politiske lempelser i et miljø med nedadgående inflation. Dermed er der et historisk grundlag for gode udsigter på de asiatiske markeder, når dette samtidig kædes sammen med den lave prisfastsættelse på de asiatiske aktier. Den lave prisfastsættelse kan bl.a. ses af figuren på foregående side, som viser P/E niveauet for de mindre Hongkongnoterede kinesiske aktier.

nye smartphones vil blive solgt i Asien Pacific. Hovedårsagen er den lave udbredelse i regionen, hvor kun 24% har en smartphone mod 70% i Vesteuropa. Det er afgørende at vælge de rigtige selskaber, fordi konkurrencesituationen er ekstremt hård. Konklusionen efter turen er, at man enten skal have den direkte eksponering i ”brands”, som Apple og Samsung eller indirekte via producenter af afgørende komponenter til smartphones. Dermed minimerer man risikoen for det forkerte valg, fordi komponentproducenterne leverer til en lang række af mobilproducenter. Vi har foretaget et par omlægninger, så afdelingen nu har ca. 10% i direkte investeringer til dette tema.

Der har også været en afgørende forandring i indisk politik, hvor den tidligere finansminister er blevet udskiftet med en ny og mere reformvenlig person. Den nye finansminister, som tidligere har haft succes med jobbet, har på mindre end ti uger allerede indført en række mindre reformer, der lover godt for den vigtige fremtidige reformproces. Indien har især brug for strukturreformer på udbudssiden af økonomien. De nye tiltag sigter mod mere åbenhed for direkte udenlandske investeringer i indisk erhvervsliv - herunder luftfartsindustrien og moderne detailkæder, samt tager et opgør med offentlig subsidiering af olierelaterede produkter; et område, der vejer tungt på statens finanser. Desuden restruktureres en række konkurstruede el-distributører, som pga. dårlig økonomi i årevis har underinvesteret i infrastruktur. Vi fastholder den nuværende overvægt i Indien. Vi følger udviklingen i Indien tæt med henblik på at øge mod mere infrastrukturrelaterede områder, hvis de positive tendenser fortsætter.

Vi har stadig en stor eksponering mod Filippierne, som er en virkelig stærk væksthistorie drevet af eksport af service i form af filippinere, der arbejder oversøisk, samt at udenlandske virksomheder flytter serviceaktiviteter til landet, eksempelvis telefoncentre. Der er ligeledes begyndende politisk vilje til større infrastrukturprojekter. Gældsætningen er lav på alle niveauer af samfundet, hvorfor denne investeringscase er holdbar og mindre risikabel. Vi fastholder en undervægt i de mere cykliske markeder som Korea og Taiwan med fokus på særligt teknologiske selskaber. Her er porteføljen domineret af smartphone-temaet omkring komponentfabrikanter. I Korea er de to globale virksomheder Samsung og Hyundai vores hovedinvesteringer.

**Omlægninger i kvartalet**

Vi har solgt kinesiske **Evergrande Real Estate Group** pga. frygt for dårlige ledelsesbeslutninger. **Sinopec** er solgt, fordi prisreformer i Kina bliver ved med at trække ud. Vi har solgt **Shinhan** i Korea samt **Phison Electronics** og **Catcher** i Taiwan for at finansiere mere interessante investeringsmuligheder. Vi har købt kinesiske **Beijing Enterprises Water Group**, som specialiserer sig i vandservice, hvilket i de kommende år vil være et område med stor vækst, **Nagacorp**, som er et kasino med en meget stærk position i Cambodia og **Tiangong**, som er en spændende kinesisk producent af specialstål. Vi har købt Indiske **Gruh Finance**, som finansierer billige boliger i Indien. I Singapore har vi købt **Ezion**, som står stærkt inden for serviceskibe til olieindustrien, samt **Golden Agri**, der er en af verdens største producenter af palmeolie. I Thailand har vi købt ejendomsselskabet **Supalai**, som nyder godt af væksten uden for Bangkok. Endelig har vi købt **Novatek** i Taiwan, der leverer elektronik til skærme til smartphones og tablets.

## Investeringsfilosofi

Afdelingens målsætning er at skabe langsigtet høj værditilvækst, der overstiger markedsafkastet med en moderat risiko på niveau med eller under markedsrisikoen.

Afdelingens investeringsfilosofi er at kombinere langsigtede trends og kortsigtede temaer med dybdegående aktieudvælgelse for at skabe et godt langsigtet afkast for den tålmodige investor.

Grundet Asiens specielle markedsstruktur vil antallet af aktier normalt udgøre 35-70. Porteføljen vil typisk være sammensat af en række store og mindre selskaber. Det er foreningens erfaring, at det er vigtigt med eksponering til dette segment af markedet for at kapitalisere på den asiatiske væksthistorie. Afdelingen er samtidig karakteriseret ved fokusering gennem et mindre udvalg af nøje analyse-rede temaer. Afdelingen investerer i børsnoterede selskaber i Asien ekskl. Japan.

### Risikomærkning

Læs mere om risikomærkning på: [www.cww.dk](http://www.cww.dk)

### Fondskode DK0060057644

Afdelingens start: 07.12.2006

Læs mere på: [www.cww.dk/asien](http://www.cww.dk/asien)

### Nøgletal

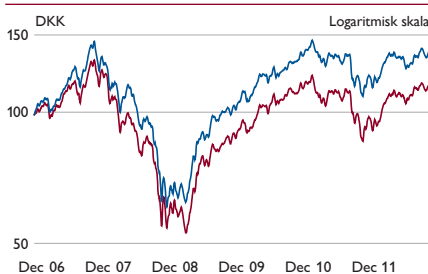
	30.09.12	30.06.12
Formue (i 1.000 kr.)	432.580	402.020
Cirkulerende andele stk.	3.820.775	3.823.775
Udbytte	0,00	1,00
Indre værdi	113,22	105,14
Officiel kurs	113,90	105,03

Afkast/Merafkast i %	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Asien	33,3	37,8	-3,5	-	3,1
Benchmark*	24,9	38,9	4,6	-	6,2
Asien merafkast ift. benchmark*	8,4	-1,1	-8,1	-	-3,1

### Ny ansvarlig porteføljerådgiver og strategi pr. 1. november 2010.

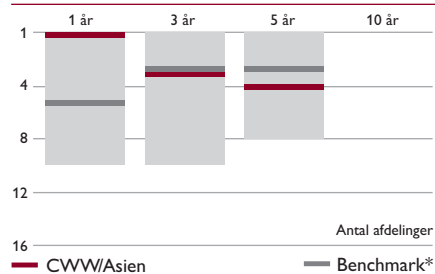
Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	17,1	23,8	-	22,5
Std.afv. % p.a. benchmark*	15,3	23,4	-	22,3
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	0,6	-0,1	-	0,0

### Afkastudvikling (start indeks 100)



— CWW/Asien  
— MSCI Asien ekskl. Japan inkl. udbytter i DKK

### Placering i IFR's afkaststatistik



Søjlen viser IFR-kategoriens (Inv.ForeningsRådet) antal afdelinger rangordnet efter afkast i de angivne perioder.

### Aktieporteføljen pr. 30.09.2012

	Kina & Hong Kong	MTIF** & øvrige	Korea	Taiwan	Indien	Singapore	Total	Benchmark*
<b>Energi</b>	Petrochina 2,0 Sinopec Kantons 1,3					Ezion 1,5	4,8	7,2
<b>Råvarer</b>	China National Building 1,5 G-Resources 0,9 Dongyue Group 0,7 Tiangong Intl. 0,9	Indocement 1,3	LG Chem 1,5 Posco 1,1		Asian Paints 1,5		9,4	7,1
<b>Industri og service</b>	China State Construction 2,4 Techtronic Industries 1,4	Airasia 0,9 JG Summit 1,0 SM Investments 1,4			Havels India 1,3 Larsen&Toubro 1,5	Sembcorp Marine 1,0	10,9	9,6
<b>Forbrugsgoder - cykliske</b>	Dongfeng Motor 1,0 Haier Electronics 1,5 Skyworth Digital 1,0 Tianneng Power Intl. 0,9	Genting Berhad 1,0 Astra Intl. 1,2	Hyundai Mobis 1,1 Hyundai Motor 1,3 Kia Motors 1,9 Kolao Holdings 1,6		Eicher Motors 0,9		14,2	9,5
<b>Forbrugsgoder - defensive</b>					ITC 1,2	GGR 1,1 Super Group 1,5	3,8	5,5
<b>Medicinal</b>							0,0	1,0
<b>Finans</b>	AIA Group 1,2 Bank of China 1,8 Cheung Kong 1,6 China Construction Bank 1,5 COGO 1,9 China Overseas Land 3,1 Sunac China Holdings 1,5 Hang Lung Property 1,1 First Pacific 1,1	Bank Rakyat 1,1 Kasikombank 1,7 Filinvest Land 1,5 Supalai PCL 1,4	DGB 1,1		Gruh Finance 1,1 ICICI Bank 2,5 HDFC 2,4 IDFC 1,3		28,9	31,4
<b>Informations-teknologi</b>	AAC Technologies 1,8 Tencent 1,9 Sunny Optical Tech 1,6 Spreadtrum 0,8		Samsung Electronics 6,9	Advantech 1,5 Largan Precision 1,1 Novatek 1,2 Radiant 1,5 Taiwan Semiconductor 2,6 Hon Hai Precision 2,4			23,3	18,3
<b>Telekom.</b>	China Mobile 3,0						3,0	6,6
<b>Konces. service</b>	Beijing Enterprises Water Group 1,7						1,7	3,8
<b>Total</b>	41,1	12,5	16,5	10,3	13,7	5,1	100,0	-
<b>Benchmark*</b>	35,1	12,6	20,8	14,8	9,4	7,2	-	100,0

\*Benchmark er MSCI Asien ekskl. Japan inkl. geninvesterede nettoudbytter i DKK. \*\*Malaysia, Thailand, Indonesien, Filippinerne. Tallet bagved navnet på aktien angiver i procent andelen af Carnegie WorldWide/Asiens aktiebeholdning.

# Investeringsforeningen Carnegie WorldWide

## Risikomærkning af investeringsprodukter

Med virkning fra den 1. juli 2011 er en ny bekendtgørelse om risikomærkning af investeringsprodukter trådt i kraft.

Carnegie WorldWide er forpligtet til at risikomærke alle foreningens afdelinger.

Alle Carnegie WorldWides afdelinger har en gul mærkning, da 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 2012. Kvartalsorienteringen for 3. kvartal 2012 er offentliggjort på [www.cww.dk](http://www.cww.dk) den 12. oktober 2012 og udsendt til alle medlemmer den 28. oktober 2012.

Vi skal oplyse, at tallene i denne kvartalsorientering er historiske, og at tidligere afkast ikke kan anvendes som en pålidelig indikator for fremtidige afkast. Vi tager forbehold for trykfejl i kvartalsorienteringen. 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 Information & materiale.

I Investeringsforeningen Carnegie WorldWide har vi siden begyndelsen i 1990 stået fast ved vores valg om at være en fokuseret og uafhængig investeringsforening. Fokus på få unikke investeringsprodukter suppleret med et stabilt team af erfarne investeringsmedarbejdere har skabt den særlige investeringskultur, der er fundamentet for Carnegie WorldWides afdelinger. Vi arbejder målrettet med trendbaseret stock-picking. For os betyder det fokuserede porteføljer med typisk 25-30 værdipapirer, dog afdeling Asien undtaget, nøje udvalgt på grundlag af dybdegående analyse og langsigtede trends i den globale økonomi. Fokuserede porteføljer med få papirer, fordi det giver godt porteføljeoverblik og bedre mulighed for dybdeanalyse. Globale trends fordi investering i selskaber, der drager nytte af disse, ofte er gode langsigtede investeringer.

Fokus er nøgleordet, fordi det skaber topmotivation, overblik og mulighed for at gå i dybden. De ingredienser, der efter vores erfaring skal til for at skabe ekstraordinære langsigtede investeringsresultater til de ca. 17.000 medlemmer, der har valgt Carnegie WorldWide.

Alle foreningens afdelinger har fravalgt at investere med udgangspunkt i sammensætningen af det generelle marked. Det betyder i praksis, at foreningens afdelinger må forventes at have en afkastudvikling, der ligger langt fra markedsudviklingen – naturligvis med det sigte at skabe en højere værditilvækst på langt sigt.

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

# Én portefølje – 29 kvalitetsaktier!

**INVESTERINGSFORENINGEN CARNEGIE 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)