



CARNEGIE WORLDWIDE
INVESTERINGSFORENINGEN

**Investering i en
interaktiv verden**

**Et mere
nuanceret
aktiemarked**

KVARTALS-
ORIENTERING
NR 1 | 2014

Indholdsfortegnelse

04	Leder
06	Investering i en interaktiv verden
12	Et mere nuanceret aktiemarked
14	Globale Aktier
17	Globale Aktier SRI-AK
19	Europa
22	Danske Aktier
25	Østeuropa
29	Asien
31	Investeringsforeningen Carnegie WorldWide



Leder

Kære Investor

Opgangen på aktiemarkederne har nu varet i fem år uden større korrektioner siden finanskrisens start. I første kvartal fortsatte investorerne med at investere i aktier, og der var generelt mindre stigninger på de vestlige aktiemarkeder. De globale aktiemarkeder steg 1 pct., mens de danske aktier igen gjorde det usædvanligt godt med et markedsafkast på 10 pct. De østeuropæiske markeder blev omvendt hårdt ramt af krisen i Ukraine og faldt 7 pct.

Afkastet for vores afdelinger blev, som det kan ses af tabellen, generelt positive i første kvartal, dog med undtagelse af afdeling Østeuropa, som faldt 17,6 pct.

Afkastudviklingen i afdeling Europa og Østeuropa har, set i et lidt længere perspektiv, ikke levet op til vores langsigtede målsætning om at levere afkast, som er højere end markedet. Denne udvikling bliver i øjeblikket evalueret af bestyrelsen og investeringsrådgiveren med henblik på snarligt at kunne præsentere medlemmerne for initiativer til forbedring af afkastperspektiverne i disse to afdelinger.

Omvendt er det positivt, at afkastet i afdeling Globale Aktier de seneste tre år, nu er pænt foran markedet. Afkastet de seneste tre år har været 36,9 pct. mod markedsafkastet på 31,9 pct.

Elektronisk nyhedsbrev

Rigtig mange af foreningens investorer har nu tilmeldt sig det nye Carnegie WorldWide nyhedsbrev og får på denne måde løbende indsigt i spændende nyheder i relation til vores investeringer. I det forgangne kvartal har vi bl.a. orienteret om udviklingen i Ukraine og de investeringsmæssige konsekvenser heraf. Et andet emne har været de forestående valg i Indien og Indonesien, hvor der er tegn på, at de reformvenlige partier måske kan opnå flertal. En sådan udvikling vil være meget positiv for disse aktiemarkeder, herunder vores investeringer i bl.a. afdeling Asien.

Er du endnu ikke tilmeldt, kan du tilmelde dig på vores hjemmeside www.cww.dk. Så får du mulighed for på første række at følge med i dine investeringer hos os.

1.000 medlemmer på årets investorkonferencer

Vi har netop afholdt forårets to investorkonferencer i København og Århus. Her hørte 1.000 af foreningens medlemmer bl.a. adm. direktør Bo Knudsen fortælle om vores aktuelle syn på investeringsmarkederne, og hvor vi finder interessante investeringer. Porteføljeforvalter Mattias Kolm gav et indlæg om temaet "Connected lives". For dem, som ikke havde mulighed for at deltage, sætter vi denne gang i temaartiklen fokus på tema "Connected lives" og giver vores bud på, hvordan man kan tjene penge på, at vi alle efterhånden på daglig basis bruger internettets mange muligheder.

Ligesom sidste år vil vi igen til efteråret invitere til mere regionale investormøder.

Bo Knudsen Tim Kristiansen

Resultat 1. kvartal 2014

Afdeling	Afkast 1. kv.	Benchmark 1. kv.
Globale Aktier	2,6%	1,1%
Globale Aktier SRI-AK	3,6%	1,1%
Europa	2,7%	2,2%
Danske Aktier	9,2%	10,0%
Østeuropa	-17,6%	-7,3%
Asien	4,0%	-0,7%



Investering i en interaktiv verden

Af porteføljeforvalter *Mattias Kolm*

Næsten alle mennesker i den vestlige verden er nu om dage forbundet via internettet. Stanley Milgram formulerede i 1967 den tese, at det kun kræver seks led eller færre, for at alle mennesker i verden er forbundne med hinanden. Med den stadigt hastige udbredelse af internettet og i særdeleshed sociale medier er dette tal uden tvivl faldende.

Facebook oplyste i slutningen af 2011, at der blandt alle Facebook-brugere var en gennemsnitlig afstand på 4,7 led. På dette tidspunkt havde Facebook 721 mio. brugere og 69 mia. venskabslinks.

Lad os tage et kig på historien, da den kan fortælle os lidt om fremtiden, og om hvorfor et "selfie"-billede af statsminister Helle Thorning-Schmidt og Barack Obama spredte sig viralt på bare et par timer.

Vores ønske om opmærksomhed er velkendt. Allerede på tredje trin i Maslows velkendte behovspyramide finder vi venskab og familie, altså ønsket om at tilhøre en gruppe - og det næste trin i pyramiden er påskønnelse, hvor vi finder begreber som præstationer og respekt for andre. Længe før vi begyndte at "like" hinandens billeder samt historier på Facebook eller Instagram, har mennesker skrevet på runesten eller udsmykket vægge i huler, pyramider og templer.

” Vores ønske om opmærksomhed er velkendt. Allerede på tredje trin i Maslows velkendte behovspyramide finder vi venskab og familie, altså ønsket om at tilhøre en gruppe.

Folk fortalte deres historier til dem, der ønskede at lytte, se eller læse. Runestenene sikrede, at informationerne blev videregivet til de næste mange generationer. Denne drivkraft har mennesket altid besiddet. Vores ønske om at blive set, respekteret og beundret, kombineret med den nemme adgang til milliarder af andre mennesker via en smartphone, er det, som i dag giver os som investorer nye spændende investeringsmuligheder.

Hvorfor investere nu?

Selvom internettet netop har fejret 25 års fødselsdag, er vi stadig kun i begyndelsen. Vi ser store udviklingsmuligheder i de kommende år drevet af tre vigtige faktorer, som er modnet inden for de sidste 6-7 år. De tre store teknologiændringer er: brugervenlig mobilitet gennem den første rigtige smartphone, en kraftig stigning i internethastighed og tilslutning via 3G, 4G og fiber til hjemmet samt en kraftig stigning i lagerkapacitet. De begrænsninger vi havde i slutningen af 90'erne, i form af mobilitet, tilslutningsmuligheder og datakapacitet, er på mange områder forsvundet, og drømmene fra disse dage er vores hverdag nu.

Vi har allerede set, hvordan internetteknologier har ændret den måde, hvorpå vi køber og forbruger musik. Diskussionen går ikke længere på om cd'en vil overleve, men snarere på, at Apples iTunes er ved at tabe terræn til nye tjenester såsom Spotify, Google Play, Rdio m.fl. I 2010 havde iTunes en markedsandel på næsten 69 pct. af det digitale musiksalg i USA, i begyndelsen af 2013 var denne andel faldet til 63 pct., og den falder fortsat.

Det er den samme udvikling, vi ser inden for streaming af film med tjenester som Netflix, Amazon Prime og Hulu. Disse tjenester ændrer vores måde at bruge tv- og videomediet. Faktisk er disse nye onlinevideotjenester så store, at Netflix står for 32,3 pct. af al internettrafik i Nordamerika i den bedste sendetid. Dette er meget mere end noget andet enkelt websted eller internettjeneste. Denne trafik har nået et niveau, hvor internetfirmaer som Comcast har gennemtruffet, at Netflix må betale for deres brug af Comcasts internetinfrastruktur.

” De begrænsninger vi havde i slutningen af 90'erne i form af mobilitet, tilslutningsmuligheder og datakapacitet er på mange områder forsvundet, og drømmene fra disse dage er vores hverdag nu.

Men det er selvfølgelig ikke kun tjenester som musik og film, der bliver transformeret via internettet.



Internethandel

I den vestlige del af verden ejer stort set alle en smartphone. Dette truer den traditionelle detailhandels forretningsmodel, og virkighederne bliver nødt til at tilpasse sig den nye virkelighed, hvor forbrugeren har næsten fuld transparens om priser og konkurrerende alternativer. Realiteten for detailhandlen er, at forbrugerne nu går ind i færre butikker, når de besøger et indkøbscenter, og når forbrugerne er i butikken, kontrollerer og sammenligner de priserne online, mens de er i butikken. Ofte har de allerede forberedt sig via informationer på nettet, før de handler i butikkerne.

2014 ser ud til at blive en skillevej for mange amerikanske børsnoterede detailhandlere, da væksten fra internetsalget er den afgørende faktor for den samlede salgsudvikling. Konsekvenserne af denne udvikling er mange. Detailhandlen er nødt til at investere mere i IT og logistik, og det bliver måske nødvendigt med store rationaliseringer af de fysiske butikker, hvis tendensen som ventet fortsætter. Vi har allerede set denne tendens, hvor detailhandlen øger investeringerne i teknologi fremfor nye fysiske butikker for at imødekomme den stigende onlinehandel. De dygtigste virksomheder investerer i en fælles IT-infrastruktur, som understøtter salget, hvad enten det

sker online eller i de fysiske butikker. Et eksempel på en sådan virksomhed er L Brands, som afdeling Globale Aktier har investeret. L Brands er mest kendt for undertøjsmærket Victoria Secrets.

” Realiteten for detailhandlen er, at forbrugerne nu går ind i færre butikker, når de besøger et indkøbscenter, og når forbrugerne er i butikken, kontrollerer og sammenligner de priserne online, mens de er i butikken.

Værdifuld dataindsamling

Som en anden indgangsvinkel til denne strukturelle udvikling, har afdeling Globale Aktier investeret i Alliance Data Systems (ADS), som er den fjerdestørste leverandør af ”private label” kreditkort i USA og førende inden for data-drevet marketing. ADS’ partnere inden for detailhandel ønsker bedre information om deres kunders købsadfærd, så de kan øge kundeloyaliteten for at sikre,

at kunderne vender tilbage til deres butikker næste gang, de skal handle. ADS indsamler værdifulde kundeoplysninger, herunder indkomstniveau og kreditværdighed. ADS' datasystemer er integreret med detailhandelspartners produkt- og lagersystemer, hvilket giver ADS mulighed for at registrere, hvad forbrugerne har købt helt ned på de enkelte varenumre.

Disse data er ikke tilgængelige for de såkaldte åbne betalingsnetværk som Visa og MasterCard. ADS giver således deres detailhandelspartnere mulighed for at lave relevante og målrettede tilbud til deres kunder. Hertil kommer, at detailhandelspartnere har adgang til data om demografi og livsstil, som ADS har indsamlet fra hele deres netværk. Dette, kombineret med kundernes historiske købstransaktioner, giver unikke muligheder for målrettet annoncering.

” Det globale salg af tøj over internettet er vokset med 23 pct. om året siden 2009, og Euromonitor forventer, at det vil fortsætte med at vokse ca. 20 pct. om året indtil 2018.

Detailhandlen er altså tvunget til at nytænke deres forretningsstrategi i takt med, at forbrugerne ændrer købsadfærd. I de senere år har væksten i forbrugernes køb på nettet været betydelig. Det globale salg af tøj over internettet er f.eks. vokset med 23 pct. om året siden 2009, og Euromonitor forventer, at det vil fortsætte med at vokse ca. 20 pct. om året indtil 2018.

Afdeling Globale Aktier og afdeling Europa har investeret i denne trend via ASOS, som er en engelsk-baseret forhandler af modetøj, der kun sælger over internettet. ASOS blev etableret i år 2000, tilbyder mere end 60.000 mærkevarer og har også udviklet sit eget tøjmærke. ASOS er godt positioneret til at drage fordel af den globale vækst i salg af tøj over internettet. Selskabets vision er at være det foretrukne onlinehandelssted for personer mellem 16 og 34 år ved at sælge populært kendis-inspireret modetøj til konkurrencedygtige priser. ASOS fortsætter med at øge kendskabet til deres brand bl.a. ved, at deres kunder gennem de sociale medier spreder deres positive købsoplevelse. Dette har resulteret i en stærkt voksende aktiv kundebase med en årlig tilgang af ca. 2 millioner nye

kunder. Forretningsmodellen er i sagens natur ganske skalerbar, og ASOS er da også i gang med at udvide selektivt i Europa, USA, Rusland og Kina.

” Internettet griber ind i alle sektorer på alle niveauer. Vi er på vej til en situation, hvor alle i princippet er tilknyttet en central supercomputer via en smartphone og simple applikationer.

Hvordan tjener vi penge på den hastige vækst i sociale medier?

Som nævnt i starten lever vi i en verden, som bliver mere og mere forbundet. Dette er ikke et modefænomen, men en strukturel trend, og det har implikationer, som kun få kunne forestille sig for blot 10-15 år siden.

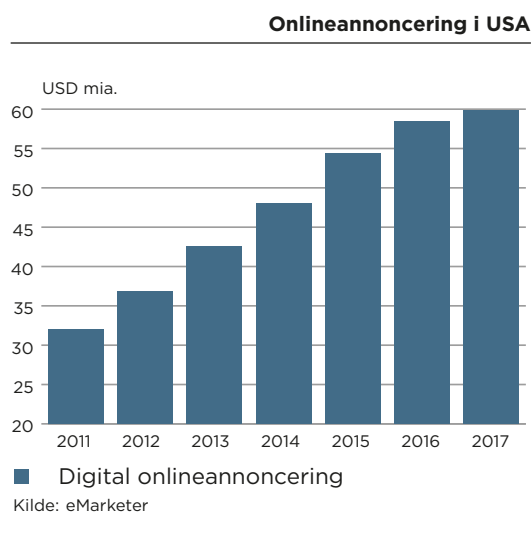
Vores liv offline og online smelter sammen – med mindre man, som enkelte, bevidst vælger de nye onlinemuligheder fra. Vores smartphone bliver vores centrale fjernbetjening, og dette medfører varige ændringer i medielandskabet. I USA blev 2013 året, hvor folk brugte mere tid på nettet end på at se TV – i Danmark skete denne udvikling allerede i 2011. Det er også interessant, at når vi ser tv i dag, ser næsten hver anden det på en smartphone eller tablet frem for på det traditionelle fladskærms TV.

Hvis vi sammenholder disse informationer med, hvor mange penge annoncørerne bruger på de forskellige medier, er det interessant, at kun 4 pct. af reklamebudgetterne går til at nå forbrugere, når de er online via en smartphone eller tablet. 66 pct. af de globale annoncørers budget går fortsat til tv-mediet. Dette er naturligvis ikke holdbart, og der er ændringer på vej. Det samlede marked for onlineannoncering i USA voksede i 2013 med over 15% og forventes også de kommende to år at vokse med to cifrede vækstrater. Vækstraterne for videoannoncering på internettet er endnu højere og er vokset med mere end 40 pct. om året de sidste tre år. I Carnegie WorldWide investerer vi i denne udvikling gennem vores tema ”Connected lives”.

Google er den ubestridte globale konge af søgninger. Google har regnet ud, hvordan man organiserer verdens onlineoplysninger

og filtrerer søgeresultaterne, så de er tilgængelige og relevante for brugerne. Takket være deres unikke teknologi, laver brugerne nu mere end 3 milliarder søgninger hver eneste dag. Google tjener styrtende på vores søgninger ved at sælge annoncer, hvor varemærkeindehavere eller de handlende køber specifikke nøgleord i vores søgninger og derigennem øger salget. Ved brug af Google kan annoncører komme i kontakt med kunder, som netop viser interesse i deres produktområde. Dette er guld værd for annoncørerne, da de herved kan målrette deres reklame- og markedsføringsindsats helt anderledes end ved traditionel markedsføring.

Figur 1:



Mulighederne for Facebook er tilsvarende. Folk er meget aktive på de sociale netværk. Facebook har 1,2 mia. brugere, som bruger ca. 25 pct. af deres "sociale netværkstid" på Facebook. Det næstmest populære sociale netværk er Instagram, som ejes af Facebook. Facebooks mange brugere giver villigt og gratis Facebook mange oplysninger om sig selv, deres præferencer, deres rejsevaner, deres venner, deres medarbejdere, familie, skole, arbejdsplads osv. Denne enorme mængde af ganske personlig data er Facebook endnu ikke for alvor begyndt at udnytte, men det kommer de til, bl.a. via målrettet annoncering. I løbet af 2013 løste Facebook to vigtige udfordringer: hvordan de kunne annoncere på en smartphone, og hvordan de kan måle effekten af annoncekroner brugt på Facebook.

Facebook er kun lige begyndt at udnytte informationerne om de mange brugere til at sælge annoncer. Hvis man måler Facebooks indtægter pr. bruger, tjente Facebook knap 7 dollar i 2013 i forhold til 4 dollar i 2010. Dette kan sammenlignes med Google, som skønsomt tjente tæt på 50 dollar i reklameindtægter pr. bruger i 2013.

” Facebooks mange brugere giver villigt og gratis Facebook mange oplysninger om sig selv, deres præferencer, deres rejsevaner, deres venner, deres medarbejdere, familie, skole, arbejdsplads osv.

Google og Facebook er i øjeblikket ved at transformere det traditionelle annoncemarked. Der er et gammelt "ordsprog", der lyder: "Halvdelen af de penge, jeg bruger på reklame, er spildt. Problemet er bare, at jeg ikke ved, hvilken halvdel det drejer sig om". Dette er godt på vej til at blive historie.

Men det er ikke kun inden for medier og reklamemarkedet, at vi ser store forandringer i det kommende årti. Her i starten af 2014 investerede Google 3,2 mia. dollar i købet af Nest Labs, som laver højteknologiske termostater og røgalarmer. Hermed får Google et solidt greb i det voksende marked for internetopkoblede husholdningsapparater. Dette er det næste store skridt inden for temaet "Connected lives", nemlig: "tingenes internet". Dette betyder, at alle genstande, produkter og udstyr kan blive forbundet og styret via internettet eller via ens eget private netværk derhjemme.

Afdeling Globale Aktier er investeret i både Google og Facebook.

Et kig ind i fremtiden – det forbundne liv.

Vi er kun lige i begyndelsen af vores nye forbundne liv. Det første skridt vil være, at vi forbinder fysiske ting, som vores bolig, hvor døren eksempelvis kan fortælle dig, hvis du har glemt at låse den. Vi kan allerede overvåge elforbruget, og ved hjælp af GPS-teknologi har vi i lang tid kunnet finde den bedste vej gennem trafikken i myldretiden. Det næste skridt vil være, at der kommer løsninger, hvor man kombinerer alle data for at øge bekvemmelig-

hed for forbrugerne, og virksomhederne vil have fokus på at øge effektiviteten. Det tredje skridt er, når disse teknologier modnes og kan anvendes inden for mere kritiske dele af vores liv som f.eks. sundhedspleje.

” De enorme mængder af data vi efterlader med vores onlineaktiviteter giver de forskellige internetselskaber store muligheder for at forfine og udvikle bedre og mere værdifulde tjenester.

Og der er allerede tidlige tegn på denne udvikling. Rush University Medical Center i USA har i samarbejde med dataloger og elektro-ingeniører skabt en smartphone app og inhalator, som

hjælper børn med astma med at medicinere sig på det rigtige tidspunkt og med de rigtige doser. Dette giver forskerne værdifulde patientoplysninger samtidig med, at der opsamles oplysninger om det omkringliggende miljø, såsom tilstedeværelsen af pollen eller luftforurening. Forældrene får også værdifulde informationer og kan i det daglige sikre, at børnene får den rigtige medicinering.

De enorme mængder af data vi efterlader med vores onlineaktiviteter giver de forskellige internetselskaber store muligheder for at forfine og udvikle bedre og mere værdifulde tjenester. Vores smartphones, vores biler og selv vores husholdningsapparater vil i stigende grad blive udstyret med netværksforbundne sensorer. Internettet vil blive en del af vores ure, vores tøj, vores briller osv. Så længe vi som forbrugere kan se værdien i de tilbudte tjenester, vil vi højst sandsynligt tage dem til os. Prisen er, at det bliver en større og større udfordring at bevare privatlivets fred.



Et mere nuanceret aktiemarked

Af adm. direktør og porteføljeformaler Bo Knudsen

Forvent stor forskel mellem vindere og tabere i denne mere nuancerende fase i aktiemarkedet. Aktiv forvaltning og nøje fokuseret udvælgelse er vejen frem. I den forbindelse glæder jeg mig over, at Carnegie WorldWide afdeling Globale Aktier nu er pænt foran den generelle aktiemarkedsudvikling over de seneste tre stærke aktieår.

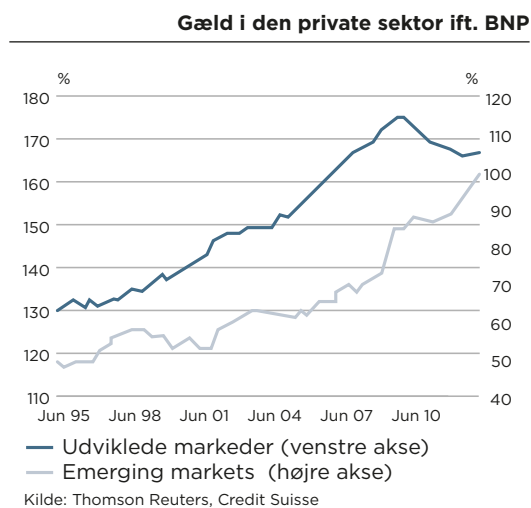
” Når man køber Emerging Markets, køber man væksthistorien.

Emerging markets

Også i emerging markets er der store individuelle forskelle. Emerging markets kategorien er en blandet gruppe af lande, som alle har det til fælles, at indkomsten per indbygger er lav. Potentialet er derfor stort. Men lande som Rusland, Venezuela og en række nordafrikanske lande skaber ikke et miljø, der fordrer langsigtede investeringer, vidensoverførsel og vækst til gavn for hele befolkningen. Andre lande som Kina og Filippinerne drager omvendt nytte af den åbne verdensøkonomi og den overførsel af viden, som internetteknologien giver mulighed for. Den strukturelle og langsigtede udvikling taler fortsat for, at denne gruppe af lande som helhed vil vokse hurtigere end verdensøkonomien. Og det er det, man køber, når man køber emerging markets – man køber væksthistorien.

Der er dog en cyklisk dimension, man ikke må glemme, og som nu skaber modvind på tværs af en række lande. Figur 1 viser udviklingen i den private gæld i forhold til økonomiens størrelse i Vesten og i emerging markets. Gældsbyrden i den udviklede del af verden har bevæget sig i den rigtige retning, men i den forkerte retning i emerging markets med Kina i spidsen. Samtidig er renterne steget pænt i emerging markets og kun lidt i Vesten. Vi går således fra en verden, hvor vi i et særligt pengepolitisk fælleskab søgte at løse den globale krise, til at de enkelte lande i højere grad søger at optimere deres egen situation. Japan fører i dag en hyperaggressiv devalueringspolitik, mens USA signalerer begyndende normalisering af opkøbsprogrammer og renter i takt med, at økonomien stabiliseres.

Figur 1:



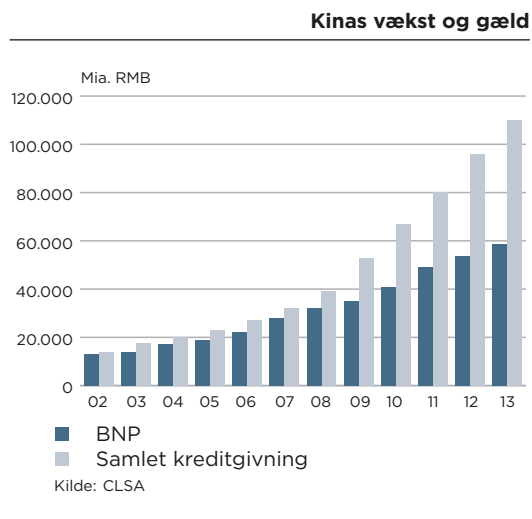
Og det er normaliseringen i USA, der er langt den vigtigste faktor for, hvordan verdens aktiemarkeder og særligt emerging markets udvikler sig. USA er tilbage som den ubetingede leder i verdensøkonomien og på de finansielle markeder. Kina bliver verdens største økonomi inden for de næste ti år, men det er gået lidt for hurtigt de senere år. Figur 2 viser den kolossale vækst i økonomien over de seneste 12 år sammen med væksten i gælden. På det seneste er gælden vokset hurtigere end økonomien, hvilket signalerer en mindre effektiv allokering af kapitalen i et banksystem, som ikke fungerer efter hensigten.

” Vi går således fra en verden, hvor vi i et særligt pengepolitisk fælleskab søgte at løse den globale krise, til at de enkelte lande i højere grad søger at optimere deres egen situation.

Kina

Kina er symbolet på emerging markets, og de seneste syv års stagnation på Kinas aktiemarked signalerer, at væksten i økonomien ikke har været til glæde for aktieejerne i de store kinesiske selska-

Figur 2:



ber. Banksektoren er i mange tilfælde en god tillidsindikator på en økonomi. De fire største banker i Kina handles i gennemsnit til en p/e på 4 og giver et udbytte på 7 pct. Dette er et signal på manglende tillid. Som mange andre tror vi ikke på et kollaps i den kinesiske økonomi. Men det er klart, at man ikke kan vokse 7-8 pct. om året og så samtidig lukke forurenende kraftværker og rationalisere bankvæsenet. Vi må indstille os på, at Kina vokser langsommere, og at de gode investeringsmuligheder findes ved at være selektiv. Eksempelvis i selskaber inden for private vækstsektorer, der drager nytte af et større forbrug, og selskaber, der har stærk politisk opbakning. Carnegie WorldWide afdeling Asien har 9 pct. af porteføljen i selskaber, der er eksponeret til forureningsbekæmpelse i storbyer i Kina – et af de stærkeste temaer, jeg har oplevet i min 25-årige karriere.

Emerging markets er altså ikke bare en stor masse. I skrivende stund er Kina-dominerede Hong Kong faldet med 8 pct., mens Indien er steget med 4 pct. og er et af de bedste større aktiemarkeder i år. Indien står formentlig over for en bedre vækstudvikling fra det nuværende historiske lave niveau, en stærk centralbank og et afgørende valg i maj, hvor reformindstillede partier formentlig vinder magten. Vi ser fortsat udvalgte aktier i Indien som nogle af de langsigtede mest interessante investeringsmuligheder i verden. Derfor har vi fortsat en eksponering til HDFC, en ledende finansiel virksomhed med stærk eksponering til hele Indien.

I vores del af verden opfører politikere jævnligt et bizart pantomimeteater med medierne på første parket. Markederne har en tendens til at ignorere disse skuespil, som det de er – et skuespil. I mindre modne demokratier er både den indenrigspolitiske og den udenrigspolitiske risiko dog mere udtalt og vigtigere for markedsudviklingen. Der er en politisk dimension til særligt investering i emerging markets – senest illustreret med situationen omkring Krim og Rusland. USA er i økonomisk fremgang og har med store stigninger i den indenlandske energiproduktion ikke helt samme interesser på spil i Mellemøsten. Samtidig er mere end 12 år som global ”politimand” i kampen mod terror efter 9/11 2001 noget, der slider, og USA har ikke samme appetit på indblanding. Det ser visse lande som en mulighed, og vi må forvente flere territoriale konflikter de kommende år. Op til 1. verdenskrig var verden tæt forbundet rent økonomisk og alligevel endte vi i konfrontation.

” Vi må indstille os på, at Kina vokser langsommere, og at de gode investeringsmuligheder findes ved at være selektive.

Vi har forhåbentlig lært af historien.

Landefaktoren er en faktor, som globaliseringen ikke har gjort overflødig. Landefaktoren skal også tages i betragtning i 2014 og frem.

Arbejder man som spekulant er beslutningen om køb eller salg af et enkelt selskab baseret på, hvad man tror om den kortsigtede kursudvikling. Arbejder man som investor er beslutningen om køb eller salg i en aktie afhængig af den fremtidige udvikling i alle de fundamentale faktorer, der påvirker selskabets fremtidige evne til at skabe indtjening, der kan betales tilbage til aktionæren.

Det er det lange seje træk, kombineret med tema- og selskabsforståelse og et globalt makrobillede, der gælder – og det er min opfattelse, at denne indsigt bliver belønnet i et mere nuanceret aktiemarked.



Globale Aktier

Status på kvartalet

Trods negative overskrifter på globalt plan viste de globale aktiemarkeder sig at være robuste i kvartalet. Afdeling Globale Aktier klarede sig bedre end det globale aktieindeks. Ruslands annektering af Krim halvøen, den store gældsbyrde og den første reelle misligholdelse på det kinesiske obligationsmarked og fortsat nedtrapning af den amerikanske centralbanks støtteopkøb har været nogle af de dominerende emner i løbet af kvartalet. Disse betydelige begivenheder blev dog opvejet af fortsat økonomisk fremgang i USA og Europa og en fortsat global lempelig pengepolitik. De globale aktiemarkeder, målt ved MSCI's globale indeks, steg 1,1 pct., mens afdeling Globale Aktier leverede et bedre afkast på 2,6 pct. De største positive bidragsydere var Novo Nordisk, HDFC, Danske Bank, og Union Pacific. Den gode udvikling i Novo Nordisk skyldes i høj grad, at en række af de bekymringer, der påvirkede aktien i 2013, bl.a. risikoen for øget konkurrence aftog i løbet af kvartalet. Vi ser i øjeblikket stor forskel på udsigterne for de enkelte lande inden for emerging markets, og Indien er blandt de lande med mest positive vækst- og reformudsigter. Afdelingen er investeret i den indiske realkreditbank HDFC, som fortsat leverer meget solid vækst, og aktien var i kvartalet blandt vores bedste investeringer.

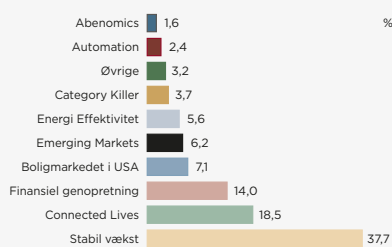
To af vores amerikanske banker, Citigroup og Goldman Sachs, var de største negative bidragsydere. Vi vurderer dog fortsat, at de er blandt de førende amerikanske banker, der samtidig vil drage nytte af den fortsatte bedring i USA.

Vi forventer, at 2014 bliver et år, hvor markederne bliver mindre likviditetsdrevne, og hvor rammerne for stock-picking vil være mere gunstige. Som vi har beskrevet i artiklen "Et mere nuanceret aktiemarked" handler det i højere grad om at være selektiv i forhold til, hvilke lande der investeres i, samtidig med at udvælge de selskaber, der udvikler sig i den rigtige retning og understøttes af strukturelle væksttemaer.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Afdelingens fundament udgøres af stabile vækstsekskaber. I det aktuelle marked suppleres dette fundament af selskaber, som bl.a. er ledende inden for teknologiområdet, står stærkt ift. en bedring i den finansielle sektor, eller forventes at kunne drage nytte af et øget fokus på energieffektivisering på globalt plan. Af afgørende betydning for de selskaber, vi udvælger, er positive fremtidsudsigter, en stærk finansiell situation og ledelse, samt en solid forretningsmodel, der understøttes af en eller flere strukturelle væksttemaer, der giver selskaberne mulighed for at skabe en solid indtjeningsvækst selv i et miljø med lavere vækst. I vores aktieudvælgelsesproces er det langsigtede perspektiv af højeste prioritet, og

Temaoversigt pr. 31.03.2014



vi søger selskaber, hvor de fundamentale langsigtede faktorer, der driver værditilvæksten, er intakte.

Omlægninger

I løbet af kvartalet købte vi **TD Ameritrade** og **CVS Caremark** til porteføljen, og vi solgte **Sony** og **Carnegie WorldWide/Asien**. Derudover øgede vi investeringen i Samsung Electronics.

Vi har fulgt TD Ameritrade (TD) gennem en årrække, og efter vores vurdering er det et kvalitetsselskab. Siden 2007 har TD-aktien handlet i et kursspænd mellem 15 og 20 dollar. Selskabet har dog i samme periode udvidet sin online handelsplatform samt distributionen af tredjeparts fonde og derved styrket sin konkurrencemæssige position. Gennem de senere år har vi set en øget forbrugertillid ift. at handle på internettet, herunder at handle aktier. TD understøttes af den strukturelle vækst i brug af onlinehandelsplatforme, som konsekvent har tilbudt bedre service og mere fordelagtige priser – og derfor tager markedsandele ift. traditionelle børsmæglernetværk. Vi vurderer, at TD vil drage særligt nytte af to vigtige faktorer i de kommende år. Dels øget handelsaktivitet på de finansielle markeder og dels stigende renter i USA, som vi forventer inden for 1-2 år.

Vi har øget vores vægt i Samsung Electronics, som handles tæt på sin likvidationsværdi, hvilket, i vores optik, er alt for lavt. Selskabet er meget rentabelt, og værdifastsættelsen er meget lavere end konkurrenter som Apple til trods for en mere diversificeret indtægtskilde. Vi har udnyttet den billige aktiekurs til at øge investeringen, og vi vurderer, at aktien vil reagere positivt på lancering af nye produkter i løbet af 2014.

Vi ser et bedre potentiale i Samsung Electronics end i Sony, som vi valgte at sælge i løbet af kvartalet. Vi købte i sin tid Sony med en forventning om at se en aggressiv restrukturering af selskabet understøttet af en svagere yen og lancering af nye produkter. Dette er dog udeblevet, og vi har derimod set, at selskabet har solgt aktiver med et langsigtet potentiale, udelukkende med henblik på at løfte Sonys resultat på kort sigt, hvilket vi ikke vurderer at være værdiskabende for virksomheden og den langsigtede investor.

Vi købte også CVS Caremark (CVS) til porteføljen finansieret ved et salg af Carnegie WorldWide/Asien. Vi ser fortsat positivt på de langsigtede udsigter for Asien, men af risikomæssige årsager ønskede vi at nedbringe afdelingens direkte eksponering til emerging markets. CVS er en unik kombination af den næststørste apotekerkæde og et af de førende farmaceutiske serviceselskaber (PBM) i USA. CVS er en førende udbyder i et konsolideret marked, der står stærkt ift. at drage nytte af en aldrende amerikansk befolkning samt vækst i generiske produkter, hvor marginerne er højere. Derudover har selskabet nogle innovative løsninger inden for primær pleje. I USA er mangelen på praktiserende læger stigende, og eksempelvis har CVS introduceret MinuteClinics, som er klinikker i deres apoteker, som tilbyder basale lægeydelser som fysiske undersøgelser og monitoring af kroniske sygdomme mv. Disse løsninger er omkostningseffektive alternativer frem for at sende patienter gennem det almindelige sundhedsvæsen, så vi forventer, at disse initiativer vil vinde indpas hos såvel patienter som sundhedsmyndighederne.

Forventninger

I slutningen af sidste kvartal forventede vi, at aktiemarkederne ville være mindre likviditetsdrevne i 2014. På marginalen har dette vist sig at holde stik grundet fortsat nedtrapning af Feds støtteopkøb. Trods nedtrapningen ser vi dog fortsat en global lempelig pengepolitik, særligt pga. den japanske centralbank. I Japan forventer vi en fortsat lempelig pengepolitik, imens regeringen forsøger at få implementeret strukturelle reformer, der skal sikre vedvarende økonomisk vækst.

I Kina forsøger regeringen at implementere de nødvendige reformer for at sikre et velbalanceret vækstbillede på længere sigt. Dette indebærer oprydning i det finansielle system, hvor høje gælds niveauer og dårlige lån præger økonomien. Vi forventer, at den kinesiske regering får ryddet op i det finansielle system og implementeret de nødvendige reformer. Nøglen er at få implementeret reformerne i et passende tempo, så man ikke får en uønsket stor negativ effekt på økonomien.

Kina er verdens andenstørste økonomi, og en pæn vækst i Kina er central for at sikre en mere robust global vækst. I 2014 forventer vi fortsatte strukturelle udfordringer og geopolitiske usikkerheder, og en markedskorrektion kan ikke udelukkes efter fem år med støt stigende globale aktiemarkeder. Dog forventer vi, at aktiemarkederne overordnet set vil være drevet af moderat positiv global økonomisk vækst samt støttet af fortsat lempelig pengepolitik.

Risikomærkning

Læs mere om risikomærkning på www.cww.dk

Fondskode **DK0010157965**

Afdelingens start: 30.06.1990

Læs mere på: www.cww.dk/ga

Nøgletal

31.03.14 **31.12.13**

Formue (i 1.000 kr.) 3.623.141 3.681.827

Cirkulerende andele stk. 5.802.373 6.047.873

Udbytte 0,00 0,00

Indre værdi 624,42 608,78

Officiel kurs 622,90 602,50

Investeringsfilosofi

Afdelingens målsætning er at skabe langsigtet høj værditilvækst, der overstiger markedsafkastet med 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 porteføljeforvaltere indgår i et tæt samarbejde med forvalterne af foreningens øvrige afdelinger.

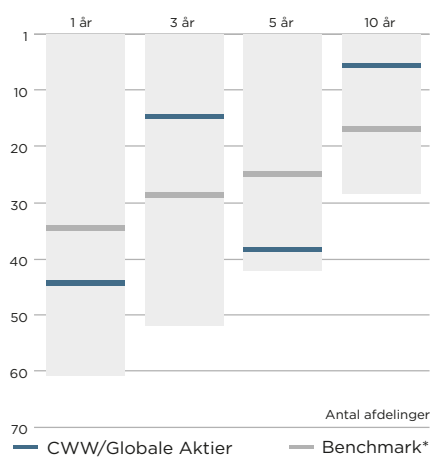
Afkast/Merafkast i %	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Globale Aktier	7,6	36,9	98,1	102,9	10,2
Benchmark*	8,8	31,9	114,5	66,2	6,0
Globale Aktier merafkast ift. benchmark*	-1,2	5,0	-16,4	36,7	4,2

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	10,2	10,5	12,9	16,1
Std.afv. % p.a. benchmark*	9,4	10,6	12,6	15,6
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	1,0	1,2	0,4	0,3

Afkastudvikling (start indeks 100)



Placering i IFR's afkaststatistik



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

Aktieporteføljen pr. 31.03.2014

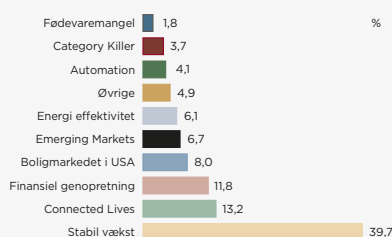
	USA & Canada	Storbritannien	Kontinental-europa	Pacific	Emerging Markets	Total	Benchmark*
Energi						0,0	9,7
Råvarer	Praxair 2,9					2,9	6,1
Industri og service	Union Pacific 4,3		ABB 3,1 Schneider Electric 2,5	Fanuc 2,4 Komatsu 1,6		13,9	10,8
Forbrugsgoder - cykliske	Home Depot 3,5 L. Brands 2,8 Walt Disney 3,6	ASOS 1,0	BMW 3,2			14,1	11,7
Forbrugsgoder - defensive	CVS Caremark 3,1	BAT 4,3 Diageo 3,1	Nestlé 2,8			13,3	9,7
Medicinal			Novo Nordisk 3,6			3,6	10,6
Finans	Citigroup 3,0 Goldman Sachs 3,3 TD Ameritrade 1,6 Wells Fargo 3,6		Danske Bank 2,9 UBS 3,2		HDFC 6,2	23,8	21,5
Informations-teknologi	Alliance Data 1,9 Facebook 2,5 Google 5,2 Microsoft 4,1 Visa 6,9		SAP 3,1		Samsung Electronics 4,7	28,4	12,7
Telekommunikation						0,0	3,9
Koncessioneret service						0,0	3,3
Andet						0,0	0,0
Total	52,3	8,4	24,4	4,0	10,9	100,0	-
Benchmark*	52,7	7,8	17,3	11,7	10,5	-	100,0

* Benchmark er pr. 11.2010 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

Temaoversigt pr. 31.03.2014



Status på kvartalet

De globale aktiemarkeder målt ved MSCI's globale indeks, gav i årets første kvartal et afkast på 1,1 pct. Kvartalet var domineret af Ruslands annektering af Krim, Kinas store gældsbyrde og landets første reelle misligholdelse på obligationsmarkedet samt en fortsat nedbringelse af den amerikanske centralbanks støtteopkøb. Disse betydelige negative begivenheder blev imidlertid opvejet af fortsat økonomisk fremgang i både USA og Europa samt af den fortsat lempelige globale pengepolitik.

I første kvartal gav afdeling Globale Aktier SRI-AK et pænt afkast på 3,6 pct. Blandt de positive bidragsydere var Novo Nordisk. Blandt de mest negative bidragsydere i første kvartal var den amerikanske bank Citigroup.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Afdelingens fundament udgøres af stabile vækstselskaber, som i det aktuelle marked suppleres med selskaber, der bl.a. er ledende inden for teknologiområdet, eller står stærkest og forventes at drage størst nytte af en bedring i den finansielle sektor.

Afdelingens etiske profil betyder, at vi ikke har investeret i tobak- og alkoholselskaberne BAT samt Diageo, som afdeling Globale Aktier har investeret i. Vi har heller ikke investeret i Samsung Electronics, Goldman Sachs og Komatsu, der enten via datterselskaber eller direkte er leverandører til og henter en mindre del af omsætningen via salg til forsvarsindustrien. I stedet har vi valgt at investere i Caterpillar, General Mills, Nike, Novartis og Syngenta.

Omlægninger i kvartalet

I årets første kvartal investerede vi i **TD Ameritrade** og **CVS Caremark**, mens vi solgte **Pepsico** og reducerede i Nestlé.

TD Ameritrade er en online-børsmægler med en stærk konkurrencemæssig position. Generelt set, er folks tillid til internetbaserede transaktioner, herunder aktiehandel, øget gennem de seneste år. TD Ameritrade understøttes af den strukturelle vækst i brugen af online handelsplatforme, CVS Caremark er en unik kombination af den næststørste apotekerkæde og et af de førende farmaceutiske serviceselskaber i USA. Selskabet står stærkt i forhold til at kunne drage nytte af den aldrende amerikanske befolkning. Derudover har selskabet introduceret flere innovative løsninger, bl.a. klinikker i deres apoteker, der tilbyder ydelser i form af fysiske undersøgelser m.m.

Forventninger

Se afsnit under afdeling Globale Aktier side 15.

Risikomærkning

Læs mere om risikomærkning på www.cww.dk

Fondskode

DK0060287217

Afdelingens start: 07.03.2011

Læs mere på: www.cww.dk/ga-sri

Nøgletal

31.03.14 31.12.13

Formue (i 1.000 kr.)	286.632	272.427
Cirkulerende andele stk.	2.302.700	2.267.100
Udbytte	0,00	0,00
Indre værdi	124,48	120,17
Officiel kurs	123,60	120,90

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.

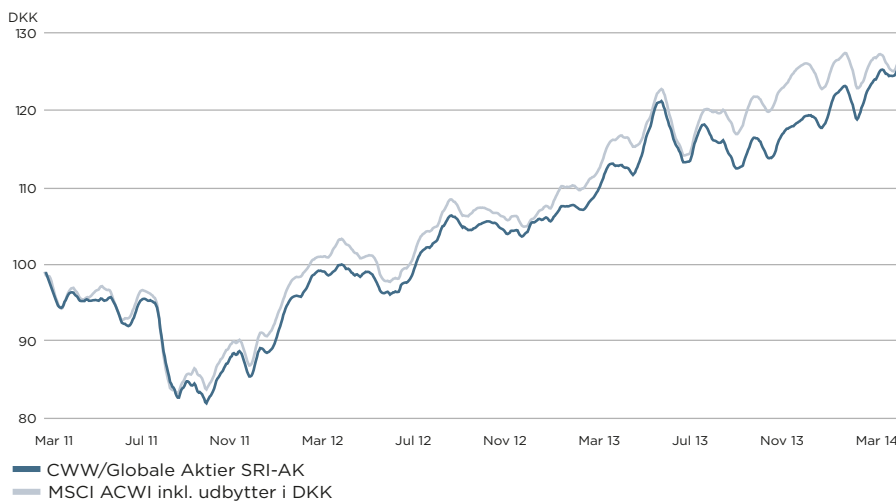
Afdeling Globale Aktier SRI-AK har samme investeringsproces som afdeling Globale Aktier, men inden der investeres i et nyt selskab, screenes selskabet af en ekstern konsulent, som sikrer, at selskaberne i porteføljen overholder internationale konventioner og normer samt udviser sociale- og miljømæssige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

Afkast/Merafkast i %	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Globale Aktier SRI-AK	10,7	30,5	-	-	8,3
Benchmark*	8,8	31,9	-	-	8,8
Globale Aktier SRI-AK merafkast ift. benchmark*	1,9	-1,4	-	-	-0,5

Risiko

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

Afkastudvikling (start indeks 100)



Aktieporteføljen pr. 31.03.2014

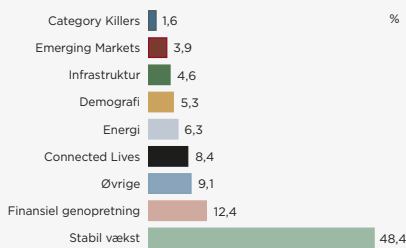
	USA & Canada	Storbritannien	Kontinental-europa	Pacific	Emerging Markets	Total	Benchmark*
Energi						0,0	9,7
Råvarer	Praxair 2,9		Syngenta 1,8			4,7	6,1
Industri og service	Caterpillar 1,9 Union Pacific 4,6		ABB 2,8 Schneider Electric 3,3	Fanuc 4,1		16,7	10,8
Forbrugsgoder - cykliske	Home Depot 3,4 L Brands 2,8 Nike 2,1 Walt Disney 3,5	ASOS 0,9	BMW 2,9			15,6	11,7
Forbrugsgoder - defensive	General Mills 2,6 CVS Caremark 3,2		Nestlé 3,7			9,5	9,7
Medicinal			Novartis 3,4 Novo Nordisk 4,3			7,7	10,6
Finans	Citigroup 3,6 TD Ameritrade 1,6 Wells Fargo 4,6		UBS 3,7 Danske Bank 2,9		HDFC Bank 6,7	23,1	21,5
Informations-teknologi	Alliance Data 2,0 Facebook 1,8 Google 5,2 Microsoft 4,2 Visa 6,8		SAP 2,7			22,7	12,7
Telekommunikation						0,0	3,9
Koncessioneret service						0,0	3,3
Andet						0,0	0,0
Total	56,8	0,9	31,5	4,1	6,7	100,0	-
Benchmark*	52,7	7,8	17,3	11,7	10,5	-	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

Temaoversigt pr. 31.03.2014



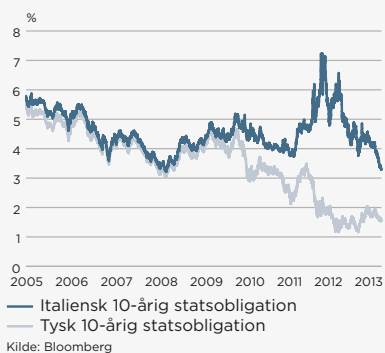
Status på kvartalet

Efter en længere periode med høje aktieafkast var stigningen i 1. kvartal mere moderat. Afdelingens indre værdi steg 2,7 pct., hvilket var over det generelle aktiemarked, der steg 2,2 pct.

Væksten i Europa drives stadig af Nordeuropa, men der er stigende forventninger til, at de sydeuropæiske økonomer er i bedring. Afdelingen er pænt overvægtet i italienske og iberiske selskaber. De store aktiemarkeder som det tyske og engelske sluttede med et nulafkast, hvorimod de sydeuropæiske markeder steg op til 16 pct. i kvartalet. Faldende renter og nye politiske vinde i Italien var med til at drive aktierne højere, hvilket også var tilfældet for afdelingens investeringer i Mediobanca og Banca IFIS, der steg med hhv. 30 og 23 pct. i kvartalet. Afdelingens højdespringer var det spanske teleselskab Jazztel, som steg 42 pct. på forventningen om et snarlig overtagelsesbud. Det danske aktiemarked udmærkede sig atter positivt drevet af blandt andet Danske Bank og Novo Nordisk, der begge er at finde i porteføljen. Det er ligeledes værd at fremhæve afdelingens to selskaber i Rusland, der blev ramt af krisen i Ukraine, og som begge faldt betydeligt (mellem 20 og 30 pct. målt i danske kroner), inden vi fik dem afhændet.

Afdelingen har solgt sine to russiske investeringer Sberbank og Magnit for at mindske risikoen i porteføljen. Det har skabt plads til Frankrigs største bank, BNP Paribas, som er fokuseret på at vokse, både organisk og ved opkøb. Hertil kommer en meget attraktiv prisfastsættelse af aktien.

Rentespænd



Aktuel investeringsstrategi

Meget tyder på, at den globale økonomi fortsætter sin pæne udvikling med god vækst i den amerikanske økonomi og kun begrænset opbremsning i Kina og resten af emerging markets. Væksten i Europa ser ud til at være i bedring, om end det går langsomt fremad. Derfor er omkring halvdelen af afdelingens investeringer stadig placeret i store stabile vækstelskaber inden for forbrugs- og medicinalektoren, der sælger deres varer og services globalt.

Væksten i Europa drives stadig af Nordeuropa, men der er tegn på, at de sydeuropæiske økonomer er i bedring. Bedringen er drevet af de faldende renter, som i kvartalet var drevet af især en faldende rente i Italien. Som det fremgår af figuren til venstre, så toppede den 10-årige obligationsrente i Italien på godt 7 pct. midt i finanskrisen, og nu nærmer den sig hastigt de 3 pct. De lave renter gør det muligt for lande med høj gæld at servicere gælden, og det giver politikerne luft til at foretage de nødvendige reformer, der atter skal

skabe vækst. Italiens nye premiereminister, Matteo Renzi, er et frisk pust i retning af reformer i landet, men det er efter vores overbevisning lidt tidligt at vurdere, om han bliver Italiens redningsmand. Derimod kan vi sagtens se, at nyheder om reformer og yderligere rentefald fortsat kan drive aktiemarkedene i Sydeuropa. Afdelingen har omkring 30 pct. af porteføljen i italienske og iberiske selskaber, hvilket er 20 pct. mere end afdelingens sammenligningsgrundlag (benchmark).

Krisen i Ukraine har skabt volatilitet på aktiemarkedene, og det er vanskeligt at vurdere de langsigtede konsekvenser for både Ukraine og for Rusland. Derfor valgte vi at sælge afdelingens to russiske investeringer for at eliminere risiko. Jo længere sanktionerne mod Rusland varer, jo større er risikoen for at landet havner i en recession. Det betyder også, at afdelingen ikke længere har direkte investeringer i Østeuropa.

Afdelingen har ingen sektorer, som er markant overvægtet. Det bør nævnes, at afdelingen ikke har investeringer i offentlige værker og råvareselskaber, der er under strukturelt pres fra faldende efterspørgsel, hård konkurrence og stigende regulering.

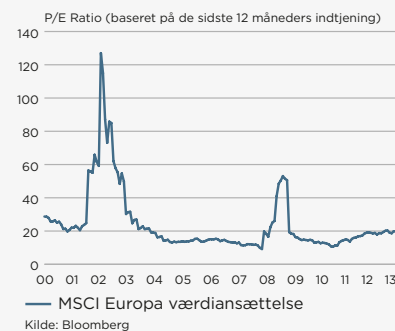
Omlægninger i kvartalet

Der har været få omlægninger i kvartalet, hvor salgene i russiske **Sberbank** og detailkæden **Magnit** har skabt plads til at øge beholdningen i GEA med 1,5 pct. samt tilkøbe **BNP Paribas**.

GEA er Europas førende maskinproducent til fødevarer- og drikkevarerindustrien. Væksten, der årligt ligger på 6-7 pct., kommer primært fra salg til virksomheder, der sælger fødevarer og drikkevarer til forbrugerne i udviklingsøkonomierne. Befolkningstilvæksten og behovet for bedre fødevarerikkerhed er betydelig, hvilket GEA drager fordel af.

BNP Paribas er Frankrigs største bank. Banken har også store bankforretninger i Benelux og Italien via deres ejerskab af Fortis og BNL. BNP ønsker at vokse både organisk og ved opkøb, hvilket er unikt i et europæisk perspektiv, hvor bankerne har været i en overlevelseskamp. Faldende hensættelser og gode vilkår for likviditeten vil betyde to cifrede vækstrater for indtjeningen i de kommende 3-5 år. Dette vil i vores øjne betyde, at afkastet på egenkapitalen vil stige fra 10 pct. til 12-13 pct., og dette burde kunne løfte prisfastsættelsen markant.

MSCI Europa værdiansættelse



Forventninger

Det ser bedre ud for den europæiske økonomi, og vi tror, at de positive takter fortsætter i 2014.

Den primære begrundelse er hjælpen fra ECB, der vedbliver med at holde den korte rente lav og tilføre likviditet. I løbet af i år overtager ECB ligeledes tilsynet med de 128 største banker i Europa. Det kommende efterårs store begivenhed bliver ECB's stresstest af banksektoren. Resultatet vil forhåbentlig betyde et vendepunkt for sektoren og dens villighed til at låne penge ud. Det vil nemlig være en forudsætning for fremgang i europæisk erhvervsliv, specielt for de små og store virksomheder.

Strategien er fortsat at udvælge 25-30 unikke selskaber, som på længere sigt vil give et bedre afkast end det europæiske aktieindeks.

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

Afdelingens start: 23.05.2005

Læs mere på: www.cww.dk/eu**Nøgletal****31.03.14** **31.12.13**

Formue (i 1.000 kr.)	61.550	62.430
Cirkulerende andele stk.	511.363	532.863
Udbytte	0,00	0,00
Indre værdi	120,36	117,16
Officiel kurs	119,50	117,80

Investeringsfilosofi

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

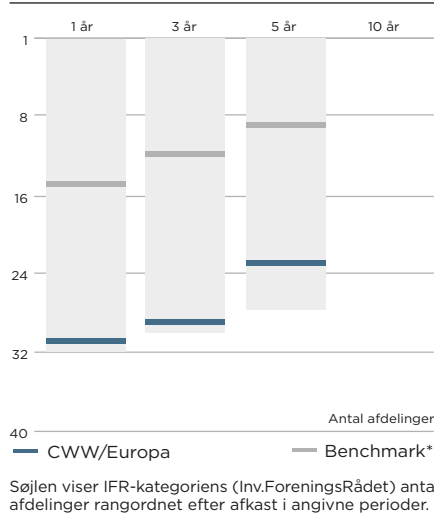
Afdelingen følger samme overordnede investeringsfilosofi og -metode som afdeling Globale Aktier. Afdelingens ansvarlige porteføljeformidlere indgår i et tæt og åbent samarbejde med forvalterne af forningens øvrige afdelinger.

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.

Afkast/Merakast i %	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Europe	7,3	13,6	98,1	-	4,3
Benchmark*	16,2	31,2	116,0	-	5,2
Europa merakast ift. benchmark*	-8,9	-17,6	-17,9	-	-0,9

Risiko

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	11,7	12,1	-	14,9
Std.afv. % p.a. benchmark*	12,6	13,7	-	15,3
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	0,3	1,1	-	0,1

Afkastudvikling (start indeks 100)**Placering i IFR's afkaststatistik****Aktieporteføljen pr. 31.03.2014**

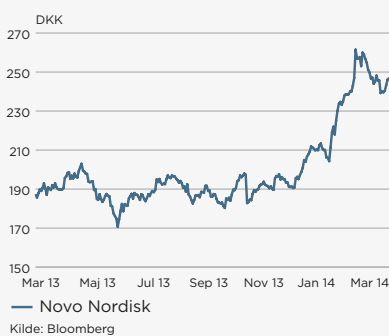
	Norden	UK og Irland	Centraleuropa	Sydeuropa	Østeuropa	Total	Benchmark*
Energi		BG Group 1,8		ENI 4,5		6,3	9,2
Råvarer						0,0	8,1
Industri og service			GEA Group 4,2	Prosegur 3,8 Prismian 4,6		12,6	11,8
Forbrugsgoder - cykliske		ASOS 1,6 Kingfisher 3,8 WPP 2,9	Adidas 2,8 BMW 2,2			13,3	10,1
Forbrugsgoder - defensive	SCA B 4,4	BAT 5,8 Diageo 1,9	Ahold 3,1 Nestlé 2,9			18,1	13,2
Medicinal	Novo Nordisk 4,3		Novartis 4,1 Roche 5,4			13,8	12,6
Finans	Danske Bank 2,9	Prudential 3,0	UBS 3,1 BNP Paribas 2,8	Banca IFIS 4,0 Mediobanca 3,5		19,3	22,4
Informationsteknologi			Dialog Semi-conductor 3,0 SAP 4,6			7,6	3,4
Telekommunikation				Jazztel 5,4 Portugal Telecom 3,6		9,0	5,0
Koncessioneret service						0,0	4,2
Andet						0,0	0,0
Total	11,6	20,8	38,2	29,4	-	100,0	-
Benchmark*	9,5	31,7	49,4	9,4	-	-	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

Kursudvikling Novo Nordisk



Status på kvartalet

Investorerne er kommet i tvivl – skal man frygte lavere vækst i Kina og dermed lavere vækst i Europa, eller skal man frygte højere vækst i USA og dermed højere renter! De defensive aktier er fortsat dyre, men har en ”sikker” indtjening, mens de cykliske aktier er billige, men med en usikkerhed om indtjeningen. Vi forventer fortsat, at aktiemarkedet vil være volatilt og i høj grad styret af den politiske og makroøkonomiske udvikling.

Afdeling Danske Aktier gav et afkast på 9,2 pct., hvilket var lidt lavere end det generelle danske aktiemarked, der steg med 10,0 pct. i kvartalet.

Afkastet og markedet i 1. kvartal 2014

Det danske aktiemarked var igen i 1. kvartal blandt de absolut bedste aktiemarkeder i verden. MSCI's Europaindeks og verdensindeks steg således kun med hhv. 2,2 pct. og 1,1 pct., mens emerging markets generelt gav negative afkast.

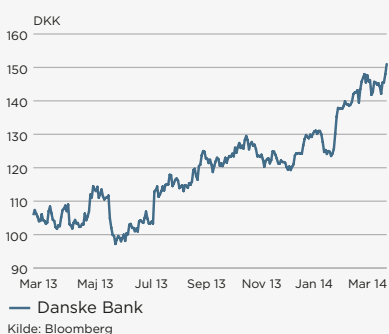
Mere positive forventninger til den økonomiske udvikling i Danmark og resten af Europa skaber optimisme blandt de danske investorer. Den rigelige likviditet og mangel på alternative gode investeringsmuligheder driver markedet højere.

De bedste afkast blandt de store og mellemstore selskaber blev Vestas (+34 pct.), NKT (+17 pct.), Coloplast (+22 pct.), Danske Bank (+21 pct.) og Pandora (+22 pct.).

Specielt udviklingen i Vestas er interessant. For halvandet år siden stod Vestas på randen af en katastrofe. Manglende tillid til ledelsen, en svag balance og manglende indtjening havde sendt aktien ned med 95 pct. fra toppen i 2008. En ny bestyrelse, en ny direktion og ikke mindst en ny strategi har bragt Vestas på fode igen. Aktien er på den baggrund steget med ikke mindre end 806 pct. fra bunden i november 2012. Den historie fortæller lidt om, hvor foranderlig og uforudsigelig investeringsverdenen kan være, men det er også historien om, at man som investor hele tiden skal forhold sig til ny information og bruge den fremadrettet i stedet for at hænge fast i fortiden.

Afdeling Danske Aktier købte mange nye aktier i Vestas i januar 2013 og har beholdt dem lige siden. I takt med at investeringscasen har udviklet sig, har vi således revurderet vores opfattelse af selskabet, og hvad selskabet er værd. Vi er fortsat positive til Vestas-aktien om end potentialet, i sagens natur, er væsentligt mindre, end det har været. Risikoen er dog også væsentligt reduceret.

Kursudvikling Danske Bank



Danske Bank-aktien er ligeledes interessant, for den illustrerer, hvor vigtigt det er for selskabernes ledelse at kommunikere godt og præcist til investorerne. Danske Bank er ikke blevet afgørende ændret af, at bestyrelsen skiftede Eivind Kolding ud med Thomas Borgen, men investorernes tillid til, at Danske Bank kan lykkes med at hæve deres egenkapitalforrentning til et acceptabelt niveau, er steget betydeligt. Kritikken er således langsomt forstummet, og aktien er steget en del. Vi er fortsat positive på Danske Bank-aktien, da vi har tillid til, at egenkapitalforrentningen vil blive løftet til 11-12 pct. inden for de næste 3-4 år. Dette er ikke afspejlet i prisfastsættelsen.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Der er ikke sket omlægninger i kvartalet, som har ændret porteføljens overordnede struktur. Porteføljen er overvægtet med ca. 8 procentpoint i cykliske aktier og undervægtet med ca. 11 procentpoint i de defensive aktier.

Den cykliske overvægt er fordelt 50/50 mellem industri- og bankaktier. Bankerne, især Danske Bank, er fortsat interessante, når vi ser frem på 2016-indtjeningen. Vi tror, at investorerne vil begynde at fokusere på dette i løbet af 2014. Industriaktierne er interessante, især der hvor top-linjen kan overraske positivt og udløse en operationel gearing (stigende marginaler) pga. bedre kapacitetsudnyttelse. Vi er undervægtet i de defensive aktier, men meget undervægtet inden for de industridefensive aktier, mens vi fortsat har en pæn overvægt inden for forsikring.

Omlægninger i kvartalet

Vi foretog flere mindre tilkøb i kvartalet. Vi har valgt at øge vores investering i Novozymes og GN Store Nord med ét procentpoint. Primært som følge af et tvangssalg i Novo Nordisk og Danske Bank grundet placeringsreglerne (maks. 10 pct. i et enkelt selskab).

Desuden har vi valgt at reducere vores beholdning i Carlsberg og William Demant. Carlsberg har det svært, ikke så meget på grund af krisen på Krim, men mere på grund af den generelt forværrede økonomiske situation i Rusland. Lavere vækst, også i øl-forbruget, samt en faldende russisk valuta gør det svært for Carlsberg at øge indtjeningen. William Demant er udfordret af lavere gennemsnitspriser på høreapparater, hvilket er et forholdsvis nyt fænomen, men desværre nok en problemstilling, som selskabet må leve med et stykke tid endnu. Provenuet er placeret i en række mindre køb. Vi har således købt 0,5 pct. i ISS, 0,4 pct. i G4S, 0,5 pct. i NKT, 0,5 pct. i OW Bunker og 0,3 pct. i Vestas. **ISS** og **OW Bunker** er nye aktier i porteføljen, og vi har deltaget i de to respektive børsnoteringer.

ISS er en gammel kending, som dog har ændret strategien lidt. Fokus er nu på at vokse organisk, og aktien er derfor en attraktiv dividende-case, når selskabets gæld er tilstrækkeligt nedbragt. OW Bunker leverer brændstof (bunker) til skibsfarten. En lille global niche, hvor OW Bunker er blevet den næststørste aktør i verden. Efterspørgslen efter bunker vokser med udviklingen i BNP, men de store olieselskaber er i gang med at trække sig ud af industrien, og de små lokale aktører taber markedsandel, da de har svært ved at leve op til de skærpede krav fra bl.a. kunderne. De uafhængige globale aktører herunder OW Bunker vinder således markedsandele, hvorfor OW Bunker er en interessant lille væksthistorien.

Forventninger

Vi forventer, at det danske aktiemarked vil kunne give et attraktivt afkast i 2014.

Vi forventer, at aktiemarkedet i 2014 vil give et bedre afkast end statsobligationer og virksomhedsobligationer, men at afkastet vil være moderat.

Prisfastsættelsen er overordnet fair, men bankerne og de industricykliske aktier er billige, mens de industridefensive aktier er dyre.

Fokus skal derfor være på den selskabsspecifikke indtjeningsudvikling, da det er denne komponent, der skal drive afkastet. Herfra skal evt. trækkes den de-rating, som kan ramme de defensive aktier, i tilfælde af stigende lange renter. Indtjeningen i de danske selskaber ventes igen i 2014 at udvikle sig positivt. En let forbedret økonomisk udvikling samt strukturel vækst i udvalgte niches vil kunne øge indtjeningen med op til 10 pct. i 2014.

Stock-picking, forventer vi, vil være en vigtig forudsætning for at kunne skabe et højt absolut afkast i 2014.

Høje forventninger hos investorerne og en begyndende aftrapning af den amerikanske ekspansive pengepolitik vil dog kunne skabe større udsving på markedet, end vi var vidne til i 2013.

Risikomærkning

Læs mere om risikomærkning på www.cww.dk

Fondskode

DK0010249655

Afdelingens start: 23.12.1998

Læs mere på: www.cww.dk/da

Nøgletal

31.03.14 31.12.13

Formue (i 1.000 kr.)	724.887	655.110
Cirkulerende andele stk.	2.690.946	2.655.846
Udbytte	0,00	0,00
Indre værdi	269,38	246,67
Officiel kurs	271,80	246,40

Investeringsfilosofi

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

Afkast/Merafkast i %

	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Danske Aktier	35,1	52,2	217,2	282,1	12,9
Benchmark*	35,0	50,6	191,1	217,4	10,2
Danske Aktier merafkast ift. benchmark*	0,1	1,6	26,1	64,7	2,7

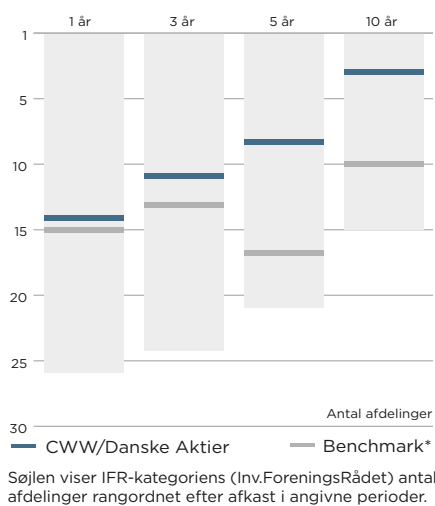
Risiko

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	15,9	18,1	18,9	20,2
Std.afv. % p.a. benchmark*	15,1	16,4	18,2	18,1
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	0,8	1,2	0,6	0,5

Afkastudvikling (start indeks 100)



Placering i IFR's afkaststatistik



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 porteføljeforvaltere 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.

Aktieporteføljen pr. 31.03.2014

	Cyklisk vækst	Stabil vækst	Finansiell vækst	Total	Benchmark*
Energi	OW Bunker 0,7			0,7	0,1
Råvarer		Novozymes 2,7		2,7	7,3
Industri og service	A.P. Møller-Mærsk 4,8 DSV 4,7 FLSmidth 4,6 G4S 4,0 ISS 0,5 NKT 2,4 Vestas Wind Systems 10,4			31,4	27,2
Forbrugsgoder - cykliske	IC Companys 0,5 North Media 0,5 Pandora 6,3			7,3	5,6
Forbrugsgoder - defensive		Carlsberg 3,2 Chr. Hansen Holdning 4,1 Matas 0,7		8,0	6,2
Medicinal		GN Store Nord 4,8 Novo Nordisk 9,8 William Demant 2,3		16,9	26,3
Finans			Danske Bank 10,3 Jyske Bank 4,4 Nordea 2,9 Sydbank 2,7 Topdanmark 5,1 Tryg 4,9	30,3	22,8
Informationsteknologi	SimCorp 2,7			2,7	0,9
Telekommunikation				0,0	3,5
Koncessioneret service				0,0	0,1
Andet				0,0	0,0
Total	42,1	27,6	30,3	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.



Østeuropa

Status på kvartalet

Med et afkast på -17,6 pct. underperformede afdeling Østeuropa i 1. kvartal, da benchmark med et afkast på -7,3 pct. faldt noget mindre. Endnu en voldsom krise, denne gang i Ukraine, påvirkede afdelingens aktier og regionen voldsomt. Vi forventer en gradvis normalisering af relationen mellem øst og vest, og vi er, til trods for den store usikkerhed i Rusland og Tyrkiet, optimistiske mht. til gode afkast på længere sigt.

De østeuropæiske aktiemarkeder fortsatte deres underperformance i forhold til de øvrige aktiemarkeder i 1. kvartal, specielt rystet af de geopolitiske uroligheder omkring Ukraine i forbindelse med Ruslands annektering af Krim. Specielt de russiske aktier oplevede store fald, mens Polen og Tjekkiet generelt så positive afkast, da investorer opfatter disse markeder som sikre havne i urolige tider. Dette havde dramatisk effekt på afdelingens afkast, der var på -17,6 pct. Ud over en generel dårlig landeallokering blev afdelingens afkast også ramt af, at afdelingens russiske investeringer generelt består af kvalitetsaktier med en høj udenlandsk ejerandel, hvoraf mange er amerikanske investorer, og da udenlandske investorer i stor stil solgte ud af russiske aktier, var afdelingens aktievalg også negativt i kvartalet.

Vores vurdering af situationen i Ukraine, er beskrevet nærmere i artiklen ”Ukraine ryster de russiske aktier”, som kan findes på foreningens hjemmeside www.cww.dk i Nyhedscenteret. Her, tre uger efter, er der på kort sigt faldet ro over situationen, og vores vurdering er fortsat, at Krim permanent er tabt for Ukraine, og at det er i alles interesse, at der findes en diplomatisk udgang på krisen. Dette betyder også, at vi ikke vurderer det som sandsynligt, at krisen igen eskaleres. Omvendt kommer Rusland til at betale en høj pris i form af lav vækst på recessionsniveau i de kommende kvartaler, ligesom risikopræmien på russiske aktiver vil forblive på et meget højt niveau, og udenlandsk kapital kun på længere sigt vil returnere til landet. Vi er dog konstruktive i forhold til store dele af aktiemarkedet, da vi mener, at det for den langsigtede investor er blevet for billigt, og desuden er der mange selskaber, som drager stor fordel af den lavere rubel, bl.a. vores to nye investeringer i porteføljen, Polymetal og Alrosa.

I Tyrkiet kom premierminister Erdogan styrket ud af lokalvalget i slutningen af marts, og det tyrkiske aktiemarked og valuta har genvundet en del af tabene siden den politiske uro blussede op i december. Set med investorøjne er udviklingen positiv, da Erdogan historisk set har været garant for en god økonomisk udvikling i landet. Tyrkiet er i dag et meget polariseret land, og det er sandsynligt, at vi også i de kommende måneder vil se politisk uro op til de kommende valg til præsidentembedet og parlamentsvalget, der skal komme i løbet af det kommende år. Vores udgangspunkt er, at AKP beholder magten de kommende

4-5 år, og at det ud fra en investeringssynsvinkel er bedre end alternativet med en koalitionsregering, der nok ikke ville være levedygtig, og derfor ville introducere vedvarende usikkerhed om den økonomiske og politiske retning i Tyrkiet. For yderligere detaljer om udviklingen i Tyrkiet, kan vi henvise til artiklen ”AKP og Erdogan styrket efter lokalvalg”, som ligeledes kan findes på foreningens hjemmeside www.cww.dk i Nyhedscenteret.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

I lyset af de lavere vækstforventninger til den russiske økonomi er vores investeringer blevet drejet mere over mod eksportselskaber, der drager nytte af den svækkede russiske valuta. Dette er sket gennem investering i **Polymetal**, **Alrosa** og **Tatneft**. Eksposeringen til Centraleuropa er øget gennem købene af **PKO**, **PZU** og **Komercni Banka**.

Omlægninger i kvartalet

PKO er polens største bank med 1.200 filialer og 27.000 ansatte. Vi vurderer, at banken er en god eksposering til en gradvis forbedring af den polske økonomi og stigende udlånsaktivitet i de kommende år. PKO kan øge indtjeningen ca. 20 pct. i 2014-15, mens aktien handles på 12 gange 2015 indtjeningen, hvilket er billigere i forhold til andre polske banker, hvorfor vi vurderer, at aktien er attraktiv på nuværende tidspunkt.

PZU er polens største forsikringsselskab. Vi mener, at PZU er en attraktiv investering af flere årsager; dels har selskabet en høj og stabil lønsomhed inden for livspension, dels har selskabet fokus på lønsomhed og ingen eksposering til skadesforsikring, hvorfor selskabet har en høj forrentning af egenkapitalen. Aktien handles på 12 gange indtjeningen, og hovedparten af indtjeningen udbetales i form af udbytte (8-9 pct.). Generelt er vi ikke optimistiske i forhold til det polske aktiemarkeds langsigtede udvikling på grund af en høj prisfestsættelse, og fordi den private pensionssektor har en overnaturligt stor andel af polske aktier, som vi har beskrevet i tidligere kvartalsorienteringer. Vi vurderer dog, at PZU netop er en aktie, som den polske pensionssektor skal eje, da sektoren ikke længere kan eje polske statsobligationer, og derfor har behov for anden stabil indkomst, nemlig høje og stabile dividender, hvilket PZU er eksponent for.

Moscow Exchange MICEX-RTS er Ruslands største fondsbørs. På børsen handles aktier, obligationer, derivater, valuta, ligesom virksomheden er Ruslands eneste værdipapircentral. Aktien tilbyder en unik eksposering til et meget underudviklet finansielt marked i Rusland og takket være sin diversificerede model, har aktien også defensive kvaliteter. F.eks. har den seneste store usikkerhed om russiske aktier betydet en markant stigning i omsætningen af værdipapirer på børsen, ligesom det aktuelle højere renteniveau i Rusland er positivt for selskabets store renteindtægter. Vi ser gode strukturelle vækstmuligheder, f.eks. fra det forhold, at værdien af russiske børsnoterede selskaber kun er omkring 40 pct. af BNP i forhold til 120-140 pct. i langt de fleste vestlige økonomier.

Alrosa er verdens største producent af diamanter. Selskabet har nogle af de højeste marginaler inden for den globale mineindustri og vil efter lavere ekspansionsinvesteringer fra 2015 opleve en kraftig stigning i frit cash flow. Selskabet genererer et normaliseret frit cash flow yield på 15 pct. Alrosa har en dividende på 6 pct., og vi venter stigende udbytter qua selskabets stærke balance og moderate investeringsmuligheder. Aktien handles på syv gange 2015 indtjeningen.

Selskabets indtægter er i dollar, og omkostningerne er i rubel, hvorfor selskabet drager nytte af den faldende rubelkurs. En nedskrivning af rublen øger indtjeningen 30 pct.

Forventninger

På kort sigt vil regionens aktiemarkeder, specielt Rusland og Tyrkiet være dirigeret af politiske og geopolitiske forhold. Vores vurdering er, at det russiske aktiemarked er inde i en fase med aftagende risiko efter Krims annektering af Rusland, hvorfor vi er konstruktive oven på de seneste massive kursfald. Tyrkiet vil være volatilt som følge af fortsat valgkamp og en polarisering af samfundet, men på længere sigt vurderer vi aktiemarkedet som attraktivt. Polens aktiemarked står over for et stort skifte, idet de polske pensionskasser i 2. halvår med stor sandsynlighed ikke længere vil være i stand til fortsat at foretage massive opkøb, men muligvis vil være nettosælgere, hvilket de ikke har været før. Og da markedet er relativt dyrt, ser vi risiko for en skuffende udvikling over det næste år. De østeuropæiske aktiemarkeder er i dag billige set i en historisk sammenhæng. Langsigtet vurderer vi, at de østeuropæiske aktiemarkeder er attraktive for den langsigtede investor.

Risikomærkning

Læs mere om risikomærkning på www.cww.dkFondskode **DK0015945166**

Afdelingens start: 07.11.1996

Læs mere på: www.cww.dk/cee

Nøgletal

31.03.14 31.12.13

Formue (i 1.000 kr.)	151.236	310.099
Cirkulerende andele stk.	808.345	1.366.018
Udbytte	0,00	0,00
Indre værdi	187,09	227,01
Officiel kurs	184,00	224,00

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 porteføljeformidlere indgår i et tæt og åbent samarbejde med forvalterne af fordelingens øvrige afdelinger.

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

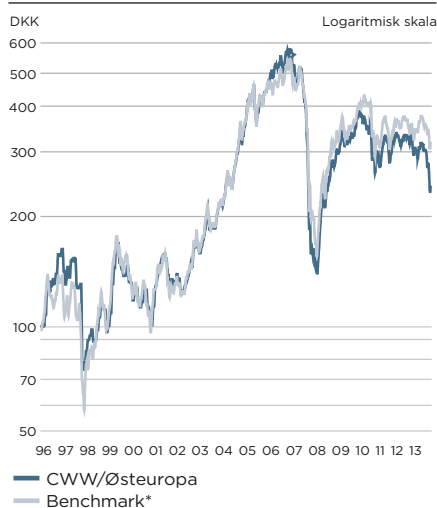
Afdelingen investerer i østeuropæisk konvergens, herunder i den strukturelle forandring, der finder sted i de mindre udviklede økonomier mod øst og sydøst som eksempelvis de tidligere sovjetstater og Tyrkiet.

Afkast/Merakast i %	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Østeuropa	-24,2	-32,5	62,2	24,4	5,5
Benchmark*	-6,9	-21,4	86,6	59,5	7,2
Østeuropa merakast ift. benchmark*	-17,3	-11,1	-24,4	-35,1	-1,7

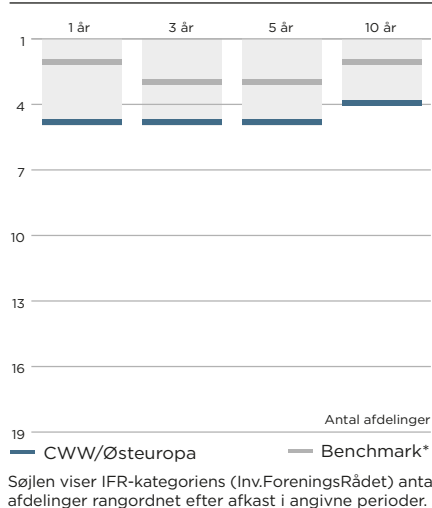
Risiko

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	21,9	22,8	27,9	29,3
Std.afv. % p.a. benchmark*	21,7	22,9	26,7	30,7
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	-0,6	0,4	0,0	0,1

Afkastudvikling (start indeks 100)



Placering i IFR's afkaststatistik



Aktieporteføljen pr. 31.03.2014

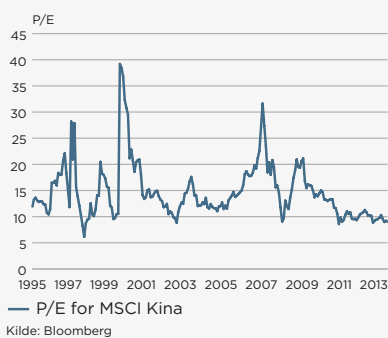
	Ungarn/ Tjekkiet	Tyrkiet	Polen	Rusland	Andre lande	Total	Benchmark*
Energi				Eurasia Drilling 3,5 Gazprom 5,3 NovaTek 7,4 Surgutneftegas 2,5 Tatneft 3,0	Dragon Oil 4,9	26,6	36,2
Råvarer				Alrosa 3,3 Phosagro 4,3 Polyus Gold 3,6		11,2	8,6
Industri og service				Globaltrans Investment 3,8		3,8	0,0
Forbrugsgoder - cykliske				Yandex 3,0		3,0	0,7
Forbrugsgoder - defensive				Magnit 7,5 Dixy 2,4		9,9	4,7
Medicinal						0,0	1,3
Finans	Erste Bank 4,7 Komerčni Banka 2,9	Is Reit 3,8 Türkiye Halk Bankasi 2,6 Türkiye Sinai Kalkinma Bank 4,9	PKO Bank Polski 2,9 Powszechny 3,0	Etalon Group 2,7 Moscow Exchange 2,5 Sberbank 6,3 Qiwi 3,6		39,9	34,7
Informationsteknologi						0,0	0,0
Telekommunikation				Sistema 2,4		2,4	6,5
Koncessioneret service				E.ON Russia 3,2		3,2	7,3
Andet						0,0	0,0
Total	7,6	11,3	5,9	70,3	4,9	100,0	-
Benchmark*	10,1	0,0	36,2	53,7	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 MSCI inkl. geninvesterede udbytter i DKK. Tallet bagved navnet på aktien angiver i procent andelen af Carnegie WorldWide/Østeuropas aktiebeholdning.



Asien

Prisfastsættelse af kinesiske aktier



Status på kvartalet

Kvartalet var præget af fortsat stor usikkerhed, hvilket gav relativt store kursudsving. I Asien faldt Morgan Stanleys Asien ex. Japan 0,7 pct., mens afdelingen via en god aktieudvælgelse klarede sig bedre med en stigning på 4,0 pct.

Afdelingens gode afkast er særligt skabt via valget af aktier i Indien og Indonesien. Vores fokus på aktier relateret til et renere miljø i Kina samt smartphonerelaterede aktier har desuden givet et godt afkast.

Vi er stadig meget 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 samt stor nervøsitet vedrørende udviklingen i Kina fortsat påvirke markederne med store kursudsving. Vi vurderer, at den nuværende prisfastsættelse er attraktiv for en langsigtet investor, der kan leve med større kursudsving på kortere sigt.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Første kvartal blev en særdeles volatil periode for de asiatiske markeder som helhed, men med store spredninger imellem de enkelte lande. Det, som for alvor satte dagsordenen, var en stigende usikkerhed om Kina samt Yellens første tiltag som ny amerikansk centralbankchef. Omvendt gav de kommende valg i Indonesien og Indien en positiv undertone på disse markeder.

I Kina var uroen især centreret om et par betalingsstandsninger, hvor virksomheder inden for henholdsvis solenergi- og ejendomssektoren ikke var i stand til at honorere deres gældsforpligtelser. Selvom de respektive virksomheder er aldeles ubetydelige i forhold til helheden, så var det alligevel tilstrækkeligt til at eskalere en negativ stemning. Noget, der vidner om investorernes aktuelle nervøsitet over for Kina.

Som tidligere fremhævet, deler vi ikke samme bekymring, og vi anser det for ganske naturligt, at Kinas vækst vil være på et lavere niveau de næste fem til ti år. Ligeledes vil der i sagens natur opleves konkurser og betalingsstandsninger, da en del af hensigten med reformaftalerne i efteråret var, at virksomheder i højere grad skulle operere under frie markedsvilkår – hvilket indebefatter lukninger og konsolideringer.

Det eneste område, hvor der efter vores opfattelse er sket et marginalt skred, er, at sandsynligheden for politiske fejlvurderinger er steget en smule, eftersom en lang række reformer nu skal implementeres. Den største risiko, omend stadig håndterbar, er liberalisering af

den finansielle sektor samt frigivelsen af den kinesiske valuta, RMB, herunder liberalisering af eksterne kapitalstrømme. Hvis et sådant projekt ikke håndteres med omhu, kan konsekvenserne være omfattende. Dog er der intet i historien eller nuværende udmeldinger, der tilsiger, at Kina skulle handle overilet i nærmeste fremtid, om end vi løbende analyserer udviklingen.

Bl.a. derfor fastholder afdelingen sine tematiske positioner i kinesiske ejendomsaktier samt de tematiske investeringer i komponenter til smartphones i mellem- og lavkonsummentmarkedet til udviklingslandene, herunder Kina. Afdelingens beholdning af selskaber inden for disse områder har stadig gode vækstrater og er særdeles attraktivt prisfastsat. På samme vis har afdelingen gennem de sidste to år positioneret sig mod selskaber, der nyder gavn af øget politisk bevågenhed inden for miljøbekæmpelse. Investeringer, der fastholdes, og som vi stadig ser for attraktive trods markante stigninger siden de oprindelige køb.

Mht. valgene i Indien og Indonesien peger alt i retning af, at de to erhvervsvenlige kandidater, Modi og Jokowi, står til at vinde. Dette vil i den grad øge chancerne for strukturreformer og infrastrukturinvesteringer. Hvis de ydermere med en række loyale støttepartier kan opnå absolut flertal i de lovgivende forsamlinger, er vejen banet for hurtige implementeringer, hvilket vil være særdeles positivt. Vi har netop afsluttet en uges rejse til Indonesien, hvor vi besøgte en lang række virksomheder samt virksomhedsanalytikere. I forlængelse heraf står det klart, at hvis Indonesien får styr på deres eksterne balance med bl.a. strukturreformer, vil landet i en årrække opleve en stabil og markant vækst. Denne udvikling vil være særligt gunstig for forbrugs-, finans-, ejendoms- og infrastrukturrelaterede virksomheder.

Hvad angår Indien, så er præmisserne på mange måder identiske med Indonesien, fordi Indien også har et strukturelt problem med de eksterne balancer. Men med den nye centralbankchef samt Modi i spidsen for BJP-partiet, synes konditioner for omlægning af økonomien at være gode. Som i Indonesien vil især banker, kapitalgodeselskaber og selskaber med eksponering til infrastruktur stå stærkt. Afdelingen har for nyligt øget sin eksponering til infrastruktur ved køb af Crompton Greaves, der specialiserer sig inden for udstyr til el-transformation og el-transmission.

Helt overordnet er strukturen i porteføljen ikke ændret mærkbart fra forrige kvartal.

Omlægnings i kvartalet

I første kvartal har vi solgt **First Pacific**, som er et konglomerat i Hong Kong med interesser i Filippinerne og Indonesien, fordi en mere interessant eksponering på de to lande kan fås andetsteds. Ligeledes er **Hang Lung Property** solgt, fordi selskabet berøres af, at internethandel tager markedsandele fra fysiske butikker i Kina. I Kina har vi købt **Hisense Kelon**, som producerer hårde hvidevarer i Kina. Selskabet har et godt distributionsnet og er attraktivt prisfastsat. Vi har tillige købt det kinesiske selskab **Weifu High-Technology**, der er ledende inden for brændstofinjektion til lastbilmotorer. Igen et område, der er stor fokus på ift. renere miljø. I Indien har vi tilføjet **Crompton Greaves**, som er et kapitalgodeselskab, der vil nyde godt af et muligt investeringsopsving i landet, hvis en ny regering indsættes efter valget. Vi har solgt det kinesiske olieselskab **PetroChina**, som følge af at der forekommer mere interessante investeringsmuligheder andre steder. Ligeledes har afdelingen solgt **Xinyi Solar** efter kraftige kursstigninger, der medførte, at aktien blev for højt prisfastsat.

Forventninger

Fortsat usikkerhed i 2014

Som investor i Asien må man forvente, at kursudsvingene stadig vil være intense, fordi situationen i den vestlige verden stadig ikke har normaliseret sig. Ligeledes vil meget divergerende holdninger blandt investorerne til Asien og ikke mindst Kina påvirke investeringsstrømmene.

En række politiske ændringer og valg i Indien og Indonesien i andet kvartal kan også påvirke markederne. På samme vis må vi forvente en højere grad af negative nyhedsstrømninger fra Kina som en naturlig konsekvens af de nye reformer, hvor betalingsstandsninger og konkurser i højere grad hører til dagsordenen. Fremover vil den kinesiske regering formentligt være mere tilbageholdende med redningspakker end tidligere, hvilket isoleret set kan give dønninger i markedet.

Til trods for usikkerhederne er vi stadig optimistiske på udviklingen i Asien, delvist grundet vores mere positive syn på Kina. Dermed er den vigtigste præmis for en bæredygtig strukturel udvikling i Asien til stede, hvor den indenlandske asiatiske forbruger er den primære drivkraft. Som følge heraf er der et historisk grundlag for gode udsigter på de asiatiske markeder, når det samtidig kædes sammen med den lave vurdering på aktier. Især prisfastsættelsen på kinesiske H-aktier er lavt i et historisk lys – jf. figuren på forrige side.

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

Afdelingens start: 07.12.2006

Læs mere på: www.cww.dk/asien**Nøgletal****31.03.14** **31.12.13**

Formue (i 1.000 kr.) 359.946 757.861

Cirkulerende andele stk. 2.670.308 5.848.597

Udbytte 0,00 0,00

Indre værdi 134,80 129,58

Officiel kurs 136,00 130,50

Investeringsfilosofi

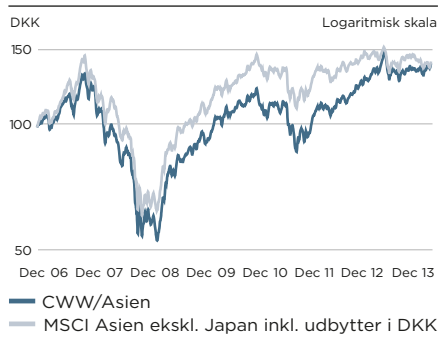
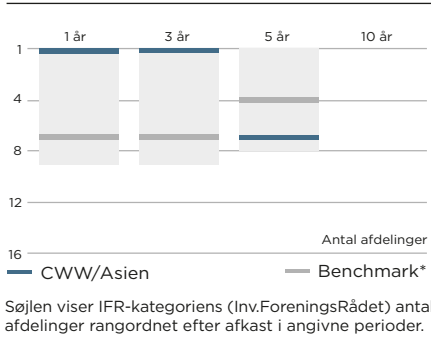
Afdelingens målsætning er at skabe langsigtet høj værditilvækst for den tålmodige investor. Værditilvækst der overstiger markedsafkastet med en moderat risiko på niveau med eller under markedsrisikoen.

Afdelingens investeringsfilosofi er at kombinere langsigtede trends og kortsigtede temaer med dybdegående aktieudvælgelse. 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 analyserede temaer. Afdelingen investerer i børsnoterede selskaber i Asien ekskl. Japan.

Afkast/Merakfast i %	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Asien	3,1	27,9	140,4	-	4,9
Benchmark*	-4,1	5,5	104,6	-	5,1
Asien merakfast ift. benchmark*	7,2	22,4	35,8	-	-0,2

Risiko

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	16,4	17,7	-	20,8
Std.afv. % p.a. benchmark*	13,9	15,9	-	20,4
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	0,5	1,0	-	0,1

Afkastudvikling (start indeks 100)**Placering i IFR's afkaststatistik****Aktieporteføljen pr. 31.03.2014**

	Kina & Hong Kong	MTIF** & øvrige	Korea	Taiwan	Indien	Singapore	Total	Benchmark*
Energi	Beijing Jingneng 1,1 Huadian Fuxin 1,5 Sinopec Kantons 1,0					Ezion 1,6	5,2	5,9
Råvarer	China National Building 1,0 Tiangong Intl. 0,7	Indocement 1,1 Siam Cement 0,8	LG Chem 1,7				5,3	5,7
Industri og service	China Singyes Solar Tech 2,1 China State Construction 1,6 Techtronic Industries 1,5	Alliance Global 1,1 JG Summit 1,0 SM Investments 1,2			Havels India 1,2 Larsen&Toubro 2,0 CG Global 1,2		12,9	9,0
Forbrugsgoder - cykliske	Haier Electronics 1,4 Hisense Kelon 0,7 Skyworth Digital 0,7 Wuxi Weifu 0,9 Xinyi Glass 1,0	Nagacorp 1,2	Hyundai Motor 2,2 Kia Motors 1,2 Kolao Holdings 1,6 Samchuly 0,8		Eicher Motors 1,4 Tata Motors 1,3		14,4	10,4
Forbrugsgoder - defensive						Super Group 1,4	1,4	5,6
Medicinal							0,0	1,4
Finans	AIA Group 1,7 Bank of China 1,4 Cheung Kong 2,0 China Construction Bank 1,7 China Overseas Land 2,2 COGO 0,9 Sunac China Holdings 1,1 Yuzhou Properties 0,8	Bank Rakyat 1,2 Ciputra Surya 1,4 Filinvest Land 1,2 GT Capital 1,0 Kasikornbank 1,2 Pakuwon Jati 1,5 Supalai PCL 0,9 UEM Sunrise 0,7	DGB 0,9		Gruh Finance 1,2 HDFC 2,3 ICICI Bank 2,3 IDFC 1,4		29,0	31,2
Informations-teknologi	AAC Technologies 1,4 Sunny Optical Tech 1,7 Tencent 2,7 Truly Int. Holdings 1,4		Samsung Electronics 6,6 Suprema 1,2	Advantech 1,8 Largan Precision 1,7 Mediatek 2,1 Novatek 1,1 Radiant 1,1 Taiwan Semiconductor 4,1			26,9	21,1
Telekom.	China Mobile 2,0						2,0	5,8
Konces. service	Beijing Ent. Water 2,9						2,9	3,9
Total	39,1	15,5	16,2	11,9	14,3	3,0	100,0	-
Benchmark*	36,7	12,5	20,3	15,3	8,6	6,6	-	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

Carnegie WorldWide er forpligtet til at risikomærke alle foreningens afdelinger, der alle har en gul mærkning, idet der er tale om investeringsforeningsbeviser.

For yderligere information henvises til foreningens hjemmeside www.cww.dk.

Andre praktiske oplysninger

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

Redaktionen er afsluttet den 14. april 2014. Kvartalsorienteringen for 1. kvartal 2014 er udsendt til alle medlemmer den 29. april 2014.

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 under menupunktet Information & materiale.

Carnegie WorldWide er en investeringsforening, som står for langsigtede og modstandsdygtige investeringer. Vores ambition er at skabe afkast, som ligger væsentligt over gennemsnittet på den lange bane.

Den ambition har fulgt os siden 1990, hvor Carnegie WorldWide blev stiftet.

Vi tror på, at vi kan skabe stærke resultater ved at identificere de bedste langsigtede aktier blandt verdens mange børsnoterede virksomheder, og den søgen har været vores passion i over 20 år.

Vores investeringsfilosofi er enkel – vi har fokus på få aktier og få afdelinger. Dette fokus giver overblik og betyder, at hver enkelt aktie har afgørende betydning for porteføljernes udvikling. Den enkelthed motiverer os til at bruge al energi på at sikre, at de få udvalgte aktier i porteføljerne til enhver tid tilhører til blandt verdens bedste.

Carnegie WorldWide har et af de mest stabile og erfarne forvalterteams i verden, og kerne i teamet er næsten uændret siden 1990. Derfor er det de samme mennesker, som siden starten har holdt fast i vores langsigtede værdier: Fokus, Stabilitet og Passion.

Carnegie WorldWide har seks afdelinger, som bygger på de samme grundlæggende principper. Vi tror på aktiv porteføljeforvaltning, hvor vi håndplukker aktier for at skabe holdbare investeringsresultater. Vores holdning er helt enkelt, at nogle selskaber har en bedre forretningsmodel end andre, og vores kerneydelse er at udpege disse selskaber. Vores afdelinger må derfor forventes at have en afkastudvikling, som bliver ganske forskellig fra markedsudviklingen – naturligvis med det sigte at skabe en højere værditilvækst på langt sigt.

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

I TEORIEN KAN MAN
IKKE SLÅ DET GENERELLE
AKTIEMARKED.
I PRAKSIS HAR VI GJORT
DET GENNEM TO ÅRTIER.

INVESTERINGSFORENINGEN CARNEGIE WORLDWIDE

Dampfærgevej 26 · DK-2100 København Ø

Tlf: +45 35 46 35 46 · Fax: +45 35 46 36 00 · www.cww.dk