



CARNEGIE WORLDWIDE
INVESTERINGSFORENINGEN

DEN ANDEN HALVDEL AF SKAKBRÆTTET. MOORES LOV OG TEKNOLOGI- INVESTERINGER

KVARTALS-
ORIENTERING
NR 3 | 2014

Indholdsfortegnelse

03	Leder
04	Den anden halvdel af skakbrættet. Moores lov og teknologiinvesteringer
10	Globale Aktier
13	Globale Aktier Etik-ak
15	Globale Aktier Stabil
18	Danske Aktier
21	Emerging Markets
24	Asien
27	Investeringsforeningen Carnegie WorldWide



Leder

Kære investor

To nye produkter: Globale Aktier Stabil og Emerging Markets

Tredje kvartal markerede afslutningen for de gamle investeringsstrategier i afdeling Europa og afdeling Østeuropa, og afdeling Globale Aktier Stabil og afdeling Emerging Markets er nu lanceret. Vi ser disse to nye globale afdelinger som en vigtig styrkelse af vores produktprogram. Nu er fire af vores seks afdelinger globale i deres investeringsfokus, hvilket giver, dig som investor, mere langtidsholdbare produkter. Et globalt univers tilbyder størst mulig rækkevidde i forhold til at styre investeringerne til de mest attraktive områder.

Afdeling Globale Aktier Stabil er velegnet for dig, som ønsker et attraktivt aktieafkast, men samtidig en lavere risiko end på det generelle aktiemarked. For at opnå denne kombination investerer afdelingen i en portefølje af stabile vækstselskaber, karakteriseret ved en holdbar forretningsmodel og lav følsomhed over for den globale konjunkturudvikling. Selskaberne har endvidere typisk en høj egenkapitalforretning. Disse faktorer tilsammen bevirker, at denne type aktier ofte leverer en attraktiv kombination af gode afkast og lave kursudsving.

Afdeling Emerging Markets er fordelagtig for dig som supplement til f.eks. afdeling Globale Aktier, hvis du ønsker en direkte eksponering til væksttemaerne inden for emerging markets. Udviklingsøkonomierne udgør en stigende andel af verdensøkonomien, og væksten er ofte høj – drevet af en ung og voksende befolkning, som stræber efter at opnå den vestlige levestandard.

Vi inviterer dig til at læse mere om de to nye spændende investeringsprodukter på afdelingssiderne for Globale Aktier Stabil og Emerging Markets.

Stigende dollarkurs og gode aktievalg løftede afdeling Globale Aktier

Afkastudviklingen i tredje kvartal var blandet. De hjemlige aktier faldt 1,2 pct., mens de globale aktiemarkeder steg 5,7 pct. En væsentlig bidragsyder til de internationale porteføljer var en stigning i dollarkursen på 9 pct. over for danske kroner. Afdeling Globale Aktier og Globale Aktier Etik præsterede således bedst i kvartalet med afkast på hhv. 9,6 pct. og 10,4 pct. Det var særligt en god udvikling inden for de amerikanske investeringer samt vores mange-

årige investering i den indiske realkreditbank HDFC, som bidrog til den positive udvikling. Dollarstigningen var også gunstig for afdeling Asien, som skabte et afkast på 5,9 pct.

Asien-afdeling i front

Afkastudviklingen i afdeling Asien har været ganske imponerende de seneste tre år med et merafkast i forhold til markedet på hele 38 procentpoint. Investeringsstrategien har fokus på udvalgte væksttemaer, og det har givet pote i et marked, hvor usikkerheden om udviklingen i Kina til tider har fyldt i medierne. Ifølge branchens afkaststatistik er Carnegie WorldWide/Asien nu førende blandt afdelinger med asiatiske aktier i Danmark over de seneste et, tre og fem år. Du kan læse mere om investeringsmulighederne i denne afdeling på side ni samt på afdelingssiderne.

Mød os på efterårets investormøder

I perioden fra den 21. oktober til den 6. november afholder vi investormøder i Gentofte, Hillerød, Odense, Herning, Aarhus og Aalborg. Her får du vores aktuelle syn på udsigterne for aktiemarkederne, og du kan høre lidt mere om vores to nye afdelinger samt faktorerne bag den gode performance i afdeling Asien. Vi håber, du har tid og lyst til at komme til et af disse møder.

Du kan se det fulde program og tilmelde dig på vores hjemmeside www.cww.dk/tilmeld

Bo Knudsen Tim Kristiansen

Resultat 3. kvartal 2014

Afdeling	Afkast 3. kv.	Benchmark 3. kv.	Afkast 09/2014	Benchmark 09/2014
Globale Aktier	9,6%	5,7%	14,9%	12,9%
Globale Aktier SRI-ak*	10,4%	5,7%	16,8%	12,9%
Europa*	-0,7%	0,6%	2,4%	6,8%
Danske Aktier	-0,6%	-1,2%	16,9%	15,9%
Østeuropa*	-8,3%	-2,4%	-14,0%	-4,0%
Asien	5,9%	6,4%	20,0%	13,9%

*Pr. 1.10.2014 har afdelingerne fået nyt navn. Europa og Østeuropa har endvidere fået nyt investeringsunivers. Se mere på afdelingssiderne.

Den anden halvdel af skakbrættet. Moores lov og teknologiinvesteringer

Af porteføljeformaler Morten Springborg

To historier, en fra historisk tid og en fra nutiden, giver stof til eftertanke om retningen for udviklingen af vores samfund i de kommende år. Den ene historie er den ældgamle legende om opfindelsen af skakspillet.

Historien om skakbrættet

Den sande historie bag opfindelsen af skakspillet er gået tabt i tiden. Men legenden siger, at opfinderen af skakspillet, en indisk matematiker, viste sin opfindelse til landets kejser. Kejseren var så imponeret over spillet, at han tilbød opfinderen en betaling for opfindelsen. Matematikeren anmodede om at få et riskorn placeret på første felt på brættet, og at antallet af riskorn fordobledes på hvert efterfølgende felt. Kejseren protesterede, da han mente, at belønningen var for lille - men matematikeren insisterede.

Hvad kejseren ikke kendte til, var effekten af eksponentiel vækst. I starten synes betalingen for opfindelsen at være beskeden, men efterhånden som antallet af riskorn blev fordoblet fra felt til felt, voksede betalingen – eksponentielt. Ved det 32. felt var mængden på over 2 mia. riskorn svarende til ca. 100.000 kg ris, nok ikke fuldkommen urimeligt. Men denne mængde skulle fortsætte med at fordobles op til det 64. felt. På det sidste felt på den 7. række af brættet var mængden eksploderet til 500 mia. riskorn – svarende nogenlunde til den samlede verdensproduktion i dag – og der manglede fortsat otte fordoblinger! Ved 64. felt vurderes det, at den samlede mængde af ris ville svare til en bunke på størrelse med Mount Everest, eller 9.223.372.036.854.780.000 riskorn - mere ris, end der endnu er produceret i verdenshistorien. Legendens siger, at kejseren blev så rasende over at være blevet fuppet, at matematikeren fik sit hoved hugget af.

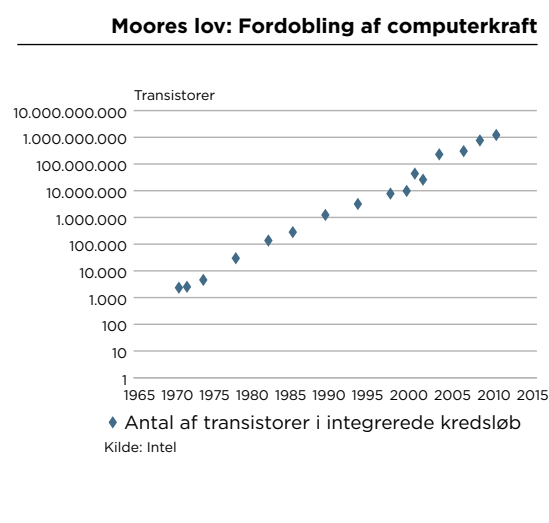
” Når man når til den anden halvdel af skakbrættet, overgår væksten fra at være i et omfang, den menneskelige hjerne kan fatte, til en talmængde, der er ufattelig.

”Den anden halvdel af skakbrættet” er et begreb opfundet af Ray Kurzweil, en amerikansk forfatter, opfinder, fremtidsforsker og teknisk direktør hos Google. Efterfølgende er begrebet blevet populariseret af de to MIT-professorer Eric Brynjolfsson og Andrew McAfee i deres New York Times bestseller ”The Second Machine Age” fra tidligere i år. Det centrale punkt er, at når man når til den anden halvdel af skakbrættet, overgår væksten fra at være i et omfang, den menneskelige hjerne kan fatte, til en talmængde, der er ufattelig for den menneskelige hjerne. Ray Kurzweil relaterede den eksponentielle vækst fra historien om skakbrættet til Moores Lov.

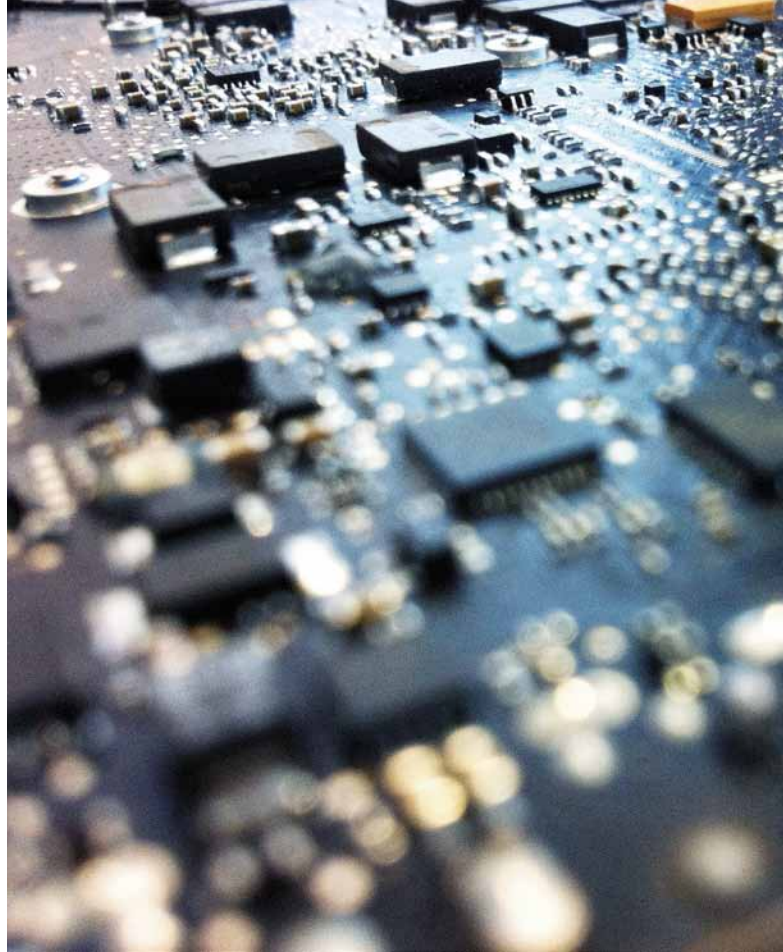
Moores lov

I en artikel i Electronics Magazine i 1965 bemærkede Gordon Moore fra Fairchild Semiconductor (nu Intel), at antallet af transistorer i integrerede kredsløb var blevet fordoblet hver 12. måned og forudsagde, at denne udvikling ville fortsætte i samme hastighed i fremtiden. Senere er ”loven” blev ændret en smule til hver 18. måned. I det store og hele har forudsigelsen holdt stik.

Figur 1:



Udgangspunktet for Moores forudsigelse var 1959, hvorfor ”Den anden halvdel af skakbrættet”, med en fordoblingstid på 18 måneder, startede i 2006. Siden 2006 er det vel rimeligt at konstatere, at



vi har oplevet en fortsat accelererende udvikling inden for teknologi. Perioden siden da har blandt andet givet os smartphones, big data, 3D-print, avancerede robotteknologier og snart førerløse biler. Mange af de teknologiske landvindinger, som vi i dag tager for givet, eksisterede ikke for blot ti år siden. Vi er nu 36-37 iterationer inde i Moores lov, og man kan ikke forvente, at den teknologiske acceleration fortsætter i al evighed, da der er både økonomiske og teknologiske begrænsninger for den fortsatte reduktion i fysisk størrelse og vækst i regnekraft. Men for hver enkel iteration af innovation fordobles den akkumulerede teknologiske innovation, og ligesom tallene efterhånden blev u håndgribelige og ufattelige for kejseren i historien om skakbrættet, vil vi også opleve en ufatteligt stigning i den akkumulerede teknologiske viden.

Teknologisk acceleration i praksis

Verdens kraftigste computer i 1996 var ASCI Red, en computer den amerikanske regering anvendte til bl.a. simulering af atom-bombesprængninger. Dens størrelse svarede omtrent til en tennisbane, og den brugte lige så meget elektricitet som 800 boliger. I 2006 introducerede man en anden computer, der havde tilsvarende regnekraft. Det var en computer, der var beregnet til spil, nemlig Sony PlayStation 3. I modsætning til ASCI Red, der kostede 55 mio. USD, kunne Sony PlayStation 3 anskaffes for 500 USD og kunne tilmed placeres under et TV. Dette er effekten af fem til seks teknologiske iterationer. Læren af denne historie er desuden, at hurtig teknologisk udvikling også betyder, at visse områder, specielt IT hardware, meget hurtigt kommodificeres, medmindre selskabet har ”varige” skalafordele, som f.eks. Samsung, som er indeholdt i vores porteføljer. I Carnegie WorldWide foretrækker vi

” I modsætning til ASCI Red, der kostede 55 mio. USD, kunne Sony PlayStation 3 anskaffes for 500 USD og kunne tilmed placeres under et TV. Dette er effekten af fem til seks teknologiske iterationer.

derfor at fokusere på software og netværksvirksomheder, der har højere konkurrencebarrierer.

Et andet eksempel på effekten af teknologiske iterationer er den førerløse bil. En afdeling af det amerikanske forsvarsministerium udskrev i 2004 en konkurrence om udviklingen af førerløse biler. Vinderen ville blive den bil, der hurtigst kunne gennemføre en rute på 240 km. Ingen biler gennemførte konkurrencen, og den bil, der kørte længst, nåede kun at køre 12 km. I 2012 meddelte Google, at deres flåde af førerløse biler havde tilbagelagt 500.000 km på californiske veje uden uheld. I dag har flere amerikanske stater introduceret eller er ved at introducere lovgivning, der skal regulere anvendelsen af førerløse køretøjer i USA. Det, der var umuligt for ti år siden, vil i løbet af få år, muligvis inden for din nuværende bils forventede levetid, være en almindelighed.

Let adgang til billig regnekraft og lynhurtig fiberoptisk forbindelse kombineret med enorm lagringskapacitet muliggør innovationer, som var utænkelige for ganske få år siden. Computere er i dag i stand til at forstå mundtlig kommunikation. Mennesker og robotter arbejder i dag sammen, og robotterne kan lære af menneskene.

” Let adgang til billig regnekraft og lynhurtig fiberoptisk forbindelse kombineret med enorm lagringskapacitet muliggør innovationer, som var utænkelige for ganske få år siden.

3D-print øger virksomheders mulighed for at accelerere udvikling af nye produkter, som f.eks. løbesko. I fremtiden vil teknologien revolutionere logistiksystemer. F.eks. når en komponent i motoren på et Mærsk containerskib går i stykker, vil man kunne vælge at printe den på skibet i stedet for at få den sendt fra en producent i Korea eller Danmark.

Det, man måske bedst kan sige om den teknologiske udvikling, er, at det kan være svært at forestille sig, hvad der kommer til at ske om ganske få år. Vi kan dog være ret sikre på, at den accelererende udvikling vil fortsætte i en årrække endnu, da den i bund og grund er dikteret af Moores lov. Og det vil være positivt for den økonomiske vækst.

” Den teknologiske udvikling ændrer samfundet, som vi kender det. Digitaliseringen af varer og services udvider markedet og reducerer omkostningerne på en måde, der for få år siden ville synes utænkelig.

Teknologisk acceleration og økonomien

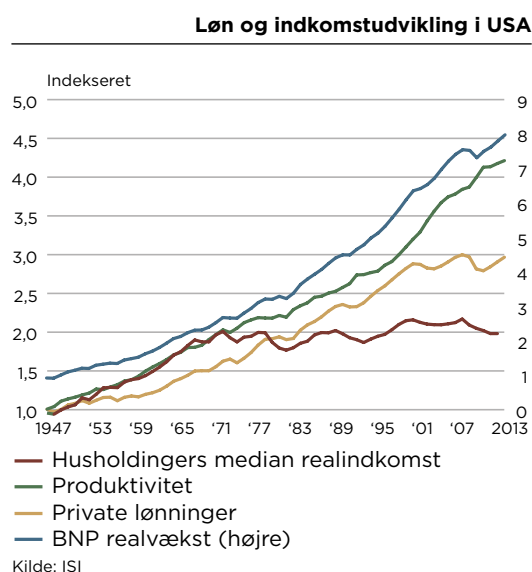
Økonomisk vækst er drevet af to faktorer - vækst i arbejdsstyrken og væksten i dennes produktivitet. De senere år har vi set en mere fremherskende skepsis over for idéen om, at de vestlige lande igen vil kunne opnå vækstrater på højde med dem, vi så før finanskrisen. Dels spiller en aldrende befolkning ind, og dels har vi set en lavere vækst i produktiviteten de sidste ti år end i de forudgående ti år. I tilfælde af at vores antagelser om accelererende teknologiske landvindinger viser sig at være korrekte, i takt med at vi bevæger os videre på anden halvdel af skakbrættet, er der ingen grund til at være for bekymret for den samlede vækst i vores samfund. Teknologien vil tage over der, hvor vækst i arbejdsstyrken ikke længere kan bidrage, hvilket Japan er et godt eksempel på.

Den teknologiske udvikling ændrer samfundet, som vi kender det. Digitaliseringen af varer og services udvider markedet og reducerer omkostningerne på en måde, der for få år siden ville synes utænkelig. Tag fotografiet som et eksempel. Siden det første foto blev taget i Le Gras i 1826, er der taget 3.500 mia. fotos, heraf alene 10 pct. sidste år. Indtil for nyligt var fotos analoge og

skulle fremkaldes på et laboratorium. Det analoge foto toppede i år 2000, sidenhen har snart tre mia. mennesker fået digitalkameraer. Denne udvikling har ændret industrien fundamentalt. Det tog et team på 13 ansatte at udvikle Instagram-app'en, hvor 200 mio. mennesker nu udveksler billeder, og efter 18 måneder var selskabet solgt til Facebook for 1 mia. USD. Man kan sammenligne med Kodak, kongen af det analoge foto. Selskabet blev stiftet i 1880 og havde på toppen næsten 150.000 ansatte. Selskabets stifter George Eastman blev, ligesom stifterne af Instagram, en rig mand. Men i modsætning til Instagram understøttede Kodak en stor gruppe af middelklasse-arbejdere. Skiftet fra analog til digital teknologi medfører en eksplosion i adgangen til varer og services, men omvendt resulterer det også i en voldsom forøgelse af indkomstforskellene. Den digitale økonomi betyder større formuer skabt ved mindre arbejde for nogle få, dog med den sideeffekt at mange tidligere middelklasse-arbejdere vil opleve en lavere eller stagnerende levestandard. Få måneder før Instagram blev solgt til Facebook, gik Kodak konkurs.

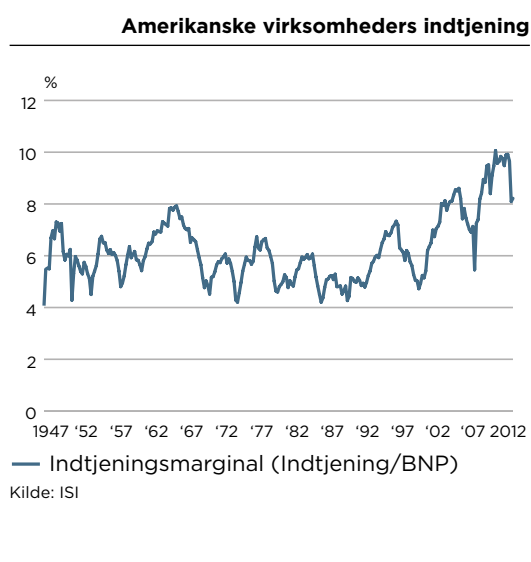
Det er derfor ikke overraskende, at reallønnen for medianindkomsten i USA ikke er vokset siden begyndelsen af 1980'ere. Dels har globaliseringen og outsourcing betydet øget konkurrence fra lavtlønslande. Men vigtigere er det, at større og større grupper af arbejdere er blevet presset af den teknologiske udvikling.

Figur 2:



Efter finanskrisen har der været en klar tendens til, at jobvæksten i de vestlige økonomier ikke har været som efter tidligere recessio-
ner. Det har været svært at genskabe den historiske beskæftigelse, specielt blandt de mere rutineprægede jobfunktioner. Ligeledes er det klart, at arbejdskraftens andel af den samlede indkomst har været for nedadgående siden 1980'eren, ikke kun i de vestlige økonomier, men også i udviklingsøkonomier, som f.eks. Kina. Automatisering og investering i teknologi har betydet, at kapitalens andel af indkomsten har været for opadgående, hvilket også kan ses af, at virksomhedernes indtjeningsmarginal er den højeste nogensinde.

Figur 3:



Vi er på kort til mellemlangt sigt ikke specielt bekymrede for de historisk høje indtjeningsmarginaler. På længere sigt kan man dog være bekymret for, hvem der skal aftage de producerede varer, hvis ikke middelklassen igen kommer til at opleve vækst. Man husker Henry Fords ord om, at han ikke havde et forretningsgrundlag, hvis ikke hans egne ansatte havde råd til at købe hans biler.

Vinderne tager det hele – eller næsten

Digitaliseringen skaber dog også vindere og i stort omfang vindere, der tager det hele. I en digitaliseret verden bliver kapacitetsbegrænsninger mindre og mindre relevante. Den marginale omkostning ved at sælge yderligere et produkt er tæt på nul. Samtidig udvider digitaliseringen markedet til, i princippet, hele

verden. Digitale produkter har enorme skalafordele, hvilket giver markedslederen kolossale omkostningsfordele i forhold til konkurrenterne. Hertil kommer såkaldte netværkseffekter, som kan skabe efterspørgselseffekter, der understøtter den dominerende producent af et digitalt produkt. Facebook er et godt eksempel, hvor flere og flere tiltrækkes, fordi Facebook i forvejen er det største sociale netværk. Sandsynligheden for, at du finder dine venner på Facebook, er større end på noget andet netværk. Ligeledes med Google, der muligvis ikke har en bedre søgemaskine end Microsofts Bing. Google har dog alligevel for længe siden opnået positionen som nr. 1 på søgning, hvorfor annoncører flokkes hertil, da det er her, de har det største publikum. Ifølge IDC har Google en global markedsandel inden for online annoncering på omtrent 50 pct. Det er et marked, der vokser kraftigt, da digital annoncering tager markedsandele fra analog markedsføring.

” En af effekterne af er, at en lang række ledende teknologiselskaber i disse år oparbejder nettokontantbeholdninger, der langt overgår de niveauer, man historisk har set i virksomheder.

Mere eller mindre alle investeringer i Carnegie WorldWide er på den ene eller anden måde påvirket af den accelererende digitalisering af økonomien. Det vil være for omfattende at gå ind i hver enkel investering. Det skal blot nævnes, at vi vurderer, at det i den digitale verden er endnu vigtigere at være investeret i markedslederne. Dette skyldes, at de ovenfor omtalte skala- og netværkseffekter er dominerende og dermed øger adgangsbarriererne for konkurrenter, der ikke har samme størrelse. Både Facebook og Google er i Carnegie WorldWide og vil efter vores mening være fremtidens vindere inden for online netværk og annoncering.

En af effekterne af ovennævnte forhold er, at en lang række ledende teknologiselskaber i disse år oparbejder nettokontantbeholdninger, der langt overgår de niveauer, man historisk har set i virksomheder. Samsungs kontantbeholdning er på omkring 20 mia. USD eller 20 pct. af markedsværdien, Google 65 mia. USD eller 16 pct., Facebook 14 mia. USD eller 7 pct., Microsoft 86 mia. USD eller 23 pct. og Fanuc 8 mia. USD eller 19 pct. af markedsværdien. Denne akkumulation af kontanter afspejler, at disse tek-

nologivirksomheder tjener deres penge inden for forretningsområder, hvor investeringsbehovet er relativt lille.

De store kontantbeholdninger bliver ofte kritiseret, men de giver omvendt selskaberne meget større frihed og mulighed for at foretage akquisitioner af nye teknologier og forretningsmodeller. Netop på grund af den accelererende teknologiske udvikling kan disse førende virksomheder ikke antages altid at være i front med de nyeste teknologier og forretningsmodeller, der potentielt vil kunne være ”disruptive”.

Kontantbeholdningerne giver derfor de største teknologivirksomheder fleksibiliteten til at være på forkant med den teknologiske udvikling og sikrer virksomhedernes langsigtede overlevelse i takt med, at vi bevæger os videre på anden halvdel af skakbrættet. Eksempler herpå er f.eks. Facebooks køb af Whatsapp og Googles køb af Waze. Dette er selskaber, der begge adresserer en globalt eksplosivt voksende kundebase.

” Kontantbeholdningerne giver derfor de største teknologivirksomheder fleksibiliteten til at være på forkant med den teknologiske udvikling og sikrer virksomhedernes langsigtede overlevelse.

I takt med at markedet modnes, og væksten falder for nogle af disse ledende teknologivirksomheder, f.eks. Microsoft, overgår opbygningen af likviditet dog langt det, som disse virksomheder rimeligt vil kunne anvende i organiske investeringer og tilkøb, hvorfor Microsoft sidste år annoncerede et aktietilbagekøbsprogram på 40 mia. USD, eller mere end 10 pct. af selskabets værdi. Hertil kommer, at Microsoft betaler 3 pct. i udbytte. I takt med at Microsoft migrerer sin dominerende kundebase af Office og Windows Servers kunder fra pc-løsninger til selskabets cloud platform, er det vores vurdering, at selskabets skala- og omkostningsfordel vil udbygges yderligere og sikre et stabilt cash flow til selskabet og dets aktionærer mange år ud i fremtiden.

Af andre selskaber i Carnegie WorldWides koncentrerede portefølje, som rider på den teknologiske bølge kan nævnes Alliance Data Systems (big data), Visa (netværk), ASOS (online retailer)

og TD Ameritrade (online handel med værdipapirer). Men fundamentalt er det vores vurdering, at alle selskaber i varierende grad vil blive påvirket af den accelererende teknologiske udvikling i takt med, at vi bevæger os længere ind på skakbrættet. Kun vores manglende fantasi sætter grænser for, hvilke udfordringer og muligheder vi som samfund står overfor i takt med, at udviklingen raser videre.

NOGLE AF DE BEDSTE INVESTORERER I ASIEN ARBEJDER FOR CARNEGIE WORLDWIDE PÅ ØSTERBRO



Asien er et vækstlokomotiv og står over for et markant vækstpotentiale de kommende 10-20 år. Regionen har i løbet af det seneste årti udviklet sig i markant positiv retning inden for flere dimensioner såvel politisk, socialt og økonomisk. Det særlige ved Asien er, at regionen består af en lang række lande, som befinder sig i en tidlig fase af den økonomiske vækstcyklus, og som har et udviklingspotentiale på linje med regionens udviklede lande. En Asien-portefølje giver således adgang til et bredt investeringsunivers med attraktive muligheder.

Med et befolkningstal på 3,6 mia. rummer regionen ca. 50 pct. af jordens befolkning, og knap halvdelen er under 30 år. Med stor tro på fremtiden understøtter demografien investeringer i selskaber, som kan profitere af et voksende indenlandsk forbrug i de asiatiske lande. Vi forventer derfor, at væksten i det indenlandske forbrug fremover vil spille en altafgørende rolle for Asien og verdensøkonomien.

En investering i Carnegie WorldWide/Asien

Kina fører an i regionen, og de gode vækstmuligheder kan bl.a. findes blandt Asiens mindre og mellemstore virksomheder. Ved at vælge afdeling Asien får du fordelene af vores forvalteres mangeårige erfaring med at udvælge de aktier, som tilbyder de mest attraktive investeringsmuligheder i netop denne region.

Investeringsfilosofien er at kombinere langsigtede trends og et mindre udvalg af mere kortsigtede temaer med dybdegående aktieudvælgelse. Grundet Asiens specielle markedsstruktur vil antallet af aktier i porteføljen normalt udgøre ca. 35-70, og porteføljen vil typisk være sammensat af en række store og mellemstore selskaber. Det er vores erfaring, at det er vigtigt med eksponering til de mellemstore virksomheder for at drage fordel af investeringsmulighederne inden for den asiatiske væksthistorie.

**CWW/ASIEN
-FØRENDE
ASIEN-AFDELING
PÅ 1, 3 OG 5 ÅR***



Resultater

Carnegie WorldWide/Asien har fået en Morningstar Rating™ på 5 stjerner pr. 30.09.2014.



Carnegie WorldWide/Asien kan købes via din Netbank eller i dit pengeinstitut

Andele i afdeling Carnegie WorldWide/Asien kan købes via din netbank eller gennem dit eget pengeinstitut. Læs mere på www.cww.dk/bliv-investor

Du er naturligvis også velkommen til at kontakte Carnegie WorldWide direkte på tlf: 35 46 35 46 eller på info@cww.dk



Globale Aktier

Status på kvartalet

Tredje kvartal blev et godt kvartal for afdeling Globale Aktier. Den indre værdi steg hele 9,6 pct., hvilket var markant over afdelingens benchmark MSCI AC World, der steg 5,7 pct. Det var især afdelingens investeringer i en række amerikanske selskaber, der gjorde forskellen i kvartalet. Selskaber som Microsoft, Home Depot, L Brands, Facebook og Citigroup steg alle pænt. En stigning i dollarkursen på knap 10 pct. gav selvfølgelig et ekstra løft. Bedst af alle var medicinalsselskabet Gilead Sciences, der steg hele 40 pct. målt i DKK. Det er også værd at nævne det indiske realkreditinstitut HDFC, som i kvartalet fortsatte en stærk kursfremgang. Vores positive holdning til selskabet og Indien generelt er fortsat intakt, og vores møde med ledelsen i HDFC i september bekræftede endnu en gang selskabets langsigtede potentiale. I den modsatte ende måtte ASOS for tredje gang sænke forventningerne til indtjeningen i år og næste år. Vi tror dog fortsat på selskabets langsigtede vækstpotentiale.

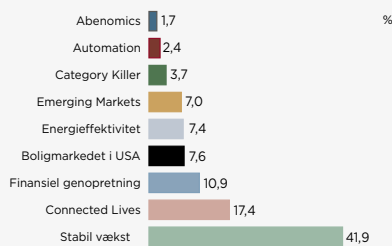
Drivkraften bag det positive afkast i år og de seneste fem år har især været den accelererende vækst i USA og en formodning om, at den amerikanske centralbank FED vil fastholde en lempelig pengepolitik. Optimismen har indtil videre mere end opvejet de negative vibrationer, der er kommet fra konflikterne i Ukraine og Mellemøsten samt de lidt svagere væksttegn fra resten af verden. Selvom træerne næppe vokser ind i himlen, er det glædeligt, at afdelingens afkast for de første ni måneder af året blev på 14,9 pct. mod MSCI's 12,9 pct. drevet af særligt fornævnte gode aktievalg i USA og HDFC.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Afdelingens fundament består af store og stabile vækstselskaber. Selskaberne har stærke markedspositioner og ledelser og vokser typisk hurtigere end den globale vækst. Foruden at generere gode afkast, der over tid er højere end på det generelle aktiemarked, sikrer denne type selskaber endvidere en god stabilitet og en relativ lav risiko i porteføljen.

Foruden de stabile vækstselskaber investerer afdelingen i unikke selskaber, der drager fordel af medvinden fra en række strukturelle vækstområder. Selskaber som eksempelvis Facebook og Google tilhører afdelingens største tema "Connected Lives" (den forbundne verden). Det bliver tydeligere, at den tid, vi bruger på at læse trykte medier og se tv, er hastigt aftagende, mens omfanget af vores tid brugt på internettet og sociale medier skyder i vejret. Vi ser således Facebook og Google som klare vindere i forhold til at drage nytte af dette strukturelle skifte. Andre betydende temaer i afdelingens portefølje er "Energieffektivitet" (behovet for stigende energieffektivitet), "Boligmarkedet i USA" (normalisering-

Temaoversigt pr. 30.09.2014



en af det amerikanske boligmarked) samt ”Finansiell genopretning” (restruktureringerne samt normaliseringen af hensættelser og tab i finanssektoren).

Det er vores målsætning, at vi med vores fokuserede aktieportefølje på 25-30 aktier skal skabe et betydeligt merafkast i forhold til det generelle aktiemarked for afdelingens investorer. De seneste 10 år har resultatet i snit været et årligt merafkast på 2,5 procentpoint.

Omlægninger

I løbet af kvartalet har vi valgt at sælge investeringsbanken **Goldman Sachs** og købe forsikringselskabet **AIG**.

Ved omlægningen justerer vi vores tema ”Finansiell genopretning”, men vi er fortsat orienteret mod den amerikanske økonomi, som vi stadig mener har gode makroudsigter. Goldman Sachs har været en god investering siden efteråret 2012, men vi vurderer, at det konkurrencemæssige og reguleringsmæssige miljø vil forværres i de kommende år. Opsvinget i den amerikanske økonomi og de bedre finansielle markeder har skabt et godt fundament for virksomheder for at restrukturere og styrke deres forretninger. Vi har valgt at købe AIG, da vi ser et større revalueringspotentiale fremadrettet i dette selskab frem for Goldman Sachs. Vi har fulgt udviklingen i AIG tæt over de sidste par år, og vi har set den tidligere forsikringsgigant transformere sig og fokusere sin forretning. De seneste meldinger fra AIG har bekræftet vores investeringstese om, at det øgede fokus på at hæve forsikringspræmierne og stramme op på udstedelser af skadesforsikringspolicer er ved at bære frugt. Vi mener, at AIG har gode muligheder for at nærme sig industriens niveau og hæve indtjeningen signifikant, samtidig med at selskabet kan begynde at belønne aktionærerne med højere udbytte og aktietilbagekøb. Det faktum, at selskabet handles til 0,7 gange kurs/indre værdi (K/I), hvor sammenlignelige forsikringselskaber handles til 1,3-1,5 gange K/I, gør, at der er et yderligere kurspotentiale.

Vi har i kvartalet ligeledes reduceret i Samsung Electronics og adderet i to eksisterende selskaber, TD Ameritrade og Gilead Sciences.

Samsung Electronics har frem til i år været en god investering, men det ser nu ud til, at boomet i salget af smartphones har overstået sin mest eksplosive fase. Hertil kommer den hastigt stigende konkurrence fra kinesiske producenter, som tager markedsandele fra de fleste mobilproducenter. Vi har fundet det rigtigt at reducere eksponeringen i selskabet til 3 pct. På den positive side kan vi nævne, at computerchip-divisionen går nogle stærke år i møde, og den tålmodige investor kan se frem til større udbytter og aktietilbagekøb.

Vi har adderet i online-børsmægleren TD Ameritrade, som oplever strukturel vækst i sine kerneforretninger, såsom online-børshandel og diverse investerings- og rådgivningsprodukter. Hertil kommer, at selskabets indtjening vil drage stor fordel af stigende renter i USA grundet sin unikke outsourcing-model af rente- og kreditrisiko til sin moderbank TD Bank.

Vores tro på biotekselskabet Gilead Sciences er blevet styrket yderligere i det seneste kvartal, hvorfor vi har adderet 1 pct. i selskabet. For det første vandt Gilead Sciences en retssag over Roche, hvilket endegyldigt sikrer selskabet patentrettighederne til Sovaldi, den unikke kur mod Hepatitis C. Derudover fremkom det engelske sundhedsråd NICE med en varm anbefaling af Sovaldi trods den høje pris for én behandling på 35.000 GBP. Det er således vores overbevisning, at salget af Sovaldi vil overraske positivt i takt med, at sundhedsmyndighederne rundt om i verden finder betalingsmidlerne hertil, formentlig ved at spare på andre områder.

Forventninger

Vi er generelt positive over for den globale økonomi og det globale aktiemarked, men den nuværende kursstigning har været mere end fem år. Det er dog ikke det samme som, at investorerne skal sælge deres aktier, men vi mener, det er klogt at dæmpe afkastforventningerne.

Økonomisk set fortsætter væksten opad i USA, og på langt de fleste områder er der fremgang at spore. Det vil derfor ikke overraske os, hvis den amerikanske centralbank FED vil stramme pengepolitikken i løbet af 2015 og formentlig lidt tidligere, end investorerne generelt forventer.

Situationen uden for USA er mindre klar. Væksten i Europa, Japan og Kina (emerging markets) har været aftagende. Europa ligger faretruende tæt på recession, men vi forventer, at ECB vil holde den europæiske økonomi oven vande, og at reformerne på længere sigt vil skabe fremgang i Europa. Vi er ligeledes fortrøstningsfulde, hvad angår både den japanske og den kinesiske økonomi, men igen skal der reformer til for at drive væksten på sigt. Den gode nyhed er, at disse aktiemarkeder er relativt billigt prisen fastsatte.

I et lavere vækstklime er vi overbevist om, at det vil være aktievalget, som vil være den afgørende faktor i forhold til at skabe holdbare afkast. Vi leder derfor efter selskaber, der har unikke forretningsmodeller og rimelige vurderinger, som gør det muligt at vokse hurtigere end den globale vækst og dermed skabe et markant bedre aktieafkast.

Risikomærkning

Læs mere om risikomærkning på www.cww.dk

Fondskode **DK0010157965**

Afdelingens start: 30.06.1990

Læs mere på: www.cww.dk/ga

Nøgletal

	30.09.14	30.06.14
Formue (i 1.000 kr.)	3.812.674	3.651.727
Cirkulerende andele stk.	5.449.757	5.722.062
Udbytte	0,00	0,00
Indre værdi	699,60	638,18
Officiel kurs	698,20	635,60

Investeringsfilosofi

Afdelingens målsætning er at skabe langsigtet høj værditilvækst, der overstiger markedsafkastet med moderat risiko på niveau med 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 vores erfaring, at få selskaber giver mulighed for et indgående kendskab til hvert enkelt selskab, hvorved risikoen bedre kan kontrolleres. Vi arbejder målrettet på at forstå fremtidens trends. Men vigtigere, end at forudsige 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.

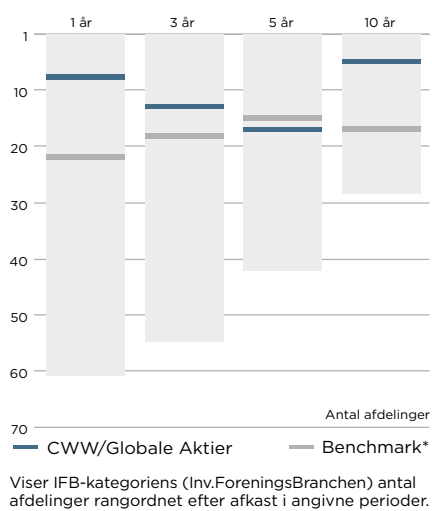
Afkast i pct./Merafkast i pct.point	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Globale Aktier	21,2	70,9	82,0	140,1	10,5
Benchmark*	19,1	68,5	85,9	87,8	6,4
Globale Aktier merafkast ift. benchmark*	2,1	2,4	-3,9	52,3	4,1

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	8,3	10,0	12,9	16,0
Std.afv. % p.a. benchmark*	7,3	9,4	12,6	15,5
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	2,1	1,1	0,5	0,4

Afkastudvikling (start indeks 100)



Placering i IFB's afkaststatistik



Aktieporteføljen pr. 30.09.2014

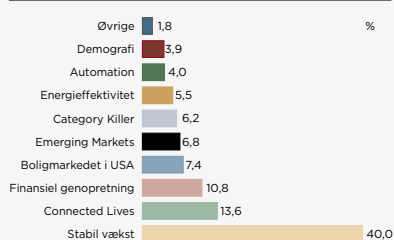
	USA & Canada	Storbritannien	Kontinental-europa	Pacific	Emerging Markets	Total	Benchmark*
Energi						0,0	9,4
Råvarer	Praxair 2,8					2,8	5,8
Industri og service	Union Pacific 4,9		ABB 2,6 Schneider Electric 2,1	Fanuc 2,4 Komatsu 1,7		13,7	10,5
Forbrugsgoder - cykliske	Home Depot 3,9 L. Brands 3,2 Walt Disney 3,9	ASOS 0,5	BMW 2,6			14,1	11,4
Forbrugsgoder - defensive	CVS Health 3,2	BAT 4,2 Diageo 2,8	Nestlé 2,7			12,9	9,5
Medicinal	Gilead Sciences 4,3		Novo Nordisk 3,7			8,0	11,3
Finans	AIG 3,0 Citigroup 3,2 TD Ameritrade 2,1 Wells Fargo 3,7	Prudential 2,9	UBS 2,6		HDFC 6,9	24,4	21,5
Informations-teknologi	Alliance Data 1,7 Facebook 3,2 Google 5,3 Microsoft 4,5 Visa 6,6				Samsung Electronics 2,8	24,1	13,4
Telekommunikation						0,0	3,9
Koncessioneret service						0,0	3,3
Andet						0,0	0,0
Total	59,5	10,4	16,3	4,1	9,7	100,0	-
Benchmark*	54,1	7,5	16,0	11,6	10,8	-	100,0

* Benchmark er pr. 11.2010 ændret fra MSCI World til MSCI AC World inkl. geninvesterede nettoudbytter omregnet til DKK. Tallet bag navnet på aktien angiver i procent andelen af Carnegie WorldWide/Globale Aktiers aktiebeholdning.



Globale Aktier Etik-ak

Temaoversigt pr. 30.09.2014



Status på kvartalet

I årets tredje kvartal steg de globale aktiemarkeder med 5,7 pct. målt ved MSCI's globale indeks.

Afdeling Globale Aktier Etik leverede et afkast på 10,4 pct. i årets tredje kvartal. Afdelingens performance kan dels tilskrives porteføljens amerikanske eksponering, bl.a. Microsoft og Union Pacific, men i særdeleshed også Gilead Sciences, der steg hele 40 pct. målt i kr., hvilket bl.a. er drevet af Sovaldi, selskabets nye kur mod Hepatitis C (leverbetændelse). Blandt de negative bidragsydere til porteføljen var ASOS, der for tredje gang i år måtte sænke forventningerne til dette og næste års indtjening.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Afdelingens fundament udgøres af stabile vækstselskaber, som er karakteriseret ved en stærk markedsposition og en stærk ledelse. Foruden de stabile vækstselskaber, investerer afdelingen i unikke selskaber, der drager fordel af medvinden fra en række strukturelle vækstområder, bl.a. inden for teknologiområdet.

Afdelingens etiske profil betyder, at vi ikke har investeret i tobak- og alkoholselskaberne BAT samt Diageo, som afdeling Globale Aktier har investeret i. Vi har heller ikke investeret i Samsung Electronics, Goldman Sachs, Komatsu og Schneider Electric, 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 Roche.

Omlægninger i kvartalet

I årets tredje kvartal valgte vi at købe **AIG** og **Roche** samt sælge positionerne i **Schneider Electric** og **Syngenta**.

Amerikanske AIG arbejder målrettet hen mod at blive et af verdens mest profitable forsikrings-selskaber. Dette sker bl.a. ved øget fokus på at hæve forsikringspræmierne samt en opstramning af udstedelser af forsikringspolicer.

Roche, som er blandt de største inden for den europæiske medicinalindustri og har en meget lav risikoeksponering i forbindelse med patentudløb, viste en god vækstprofil. Selskabet har to segmenter: medicin og diagnostik, og blandt deres vigtigste produkter er Avastin og Herceptin, begge inden for onkologi.

Forventninger

Se afsnit under afdeling Globale Aktier side 11.

Risikomærkning	■
Læs mere om risikomærkning på www.cww.dk	
Fondskode	DK0060287217
Afdelingens start:	07.03.2011
Læs mere på:	www.cww.dk/etik

Nøgletal	30.09.14	30.06.14
Formue (i 1.000 kr.)	359.273	321.070
Cirkulerende andele stk.	2.890.026	2.850.390
Udbytte	0,00	14,00
Indre værdi	124,31	112,64
Officiel kurs	125,20	114,50

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 vi vurderer, har en samfundsansvarlig adfærd.

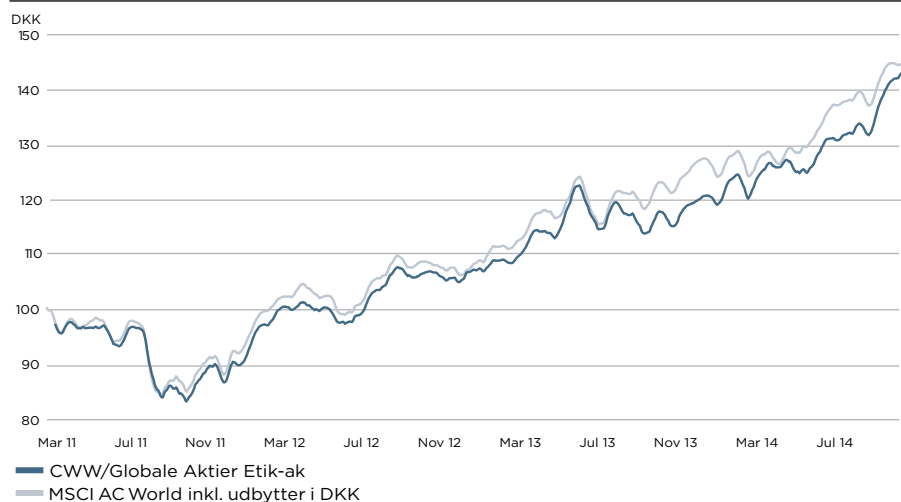
Herudover vil afdelingen ikke investere i selskaber, som har en betydelig del af deres aktiviteter inden for produktion, distribution eller salg af alkohol, tobak, pornografi, hasardspil, våben eller teknologiske produkter, som specifikt anvendes til våben.

Afdeling Globale Aktier Etik-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 i pct./Merafkast i pct.point	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Globale Aktier Etik-ak	24,2	71,3	-	-	10,7
Benchmark*	19,1	68,5	-	-	10,9
Globale Aktier Etik-ak merafkast ift. benchmark*	5,1	2,8	-	-	-0,2

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	7,7	-	-	9,6
Std.afv. % p.a. benchmark*	7,3	-	-	8,9
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	2,3	-	-	1,0

Afkastudvikling (start indeks 100)



Aktieporteføljen pr. 30.09.2014

	USA & Canada	Storbritannien	Kontinental-europa	Pacific	Emerging Markets	Total	Benchmark*
Energi						0,0	9,4
Råvarer	Praxair 2,6					2,6	5,8
Industri og service	Caterpillar 1,8 Union Pacific 5,0		ABB 2,2	Fanuc 4,0		13,0	10,5
Forbrugsgoder - cykliske	Home Depot 3,7 L Brands 3,0 Nike 2,7 Walt Disney 4,0	ASOS 0,5	BMW 3,3			17,2	11,4
Forbrugsgoder - defensive	General Mills 2,1 CVS Health 3,2		Nestlé 2,8			8,1	9,5
Medicinal	Gilead Sciences 4,2		Novartis 3,5 Novo Nordisk 3,5 Roche Holding 3,9			15,1	11,3
Finans	AIG 3,0 Citigroup 3,2 TD Ameritrade 2,1 Wells Fargo 3,6	Prudential 2,7	UBS 2,6		HDFC Bank 6,8	24,0	21,5
Informations-teknologi	Alliance Data 1,7 Facebook 2,2 Google 5,2 Microsoft 4,5 Visa 6,4					20,0	13,4
Telekommunikation						0,0	3,9
Koncessioneret service						0,0	3,3
Andet						0,0	0,0
Total	64,2	3,2	21,8	4,0	6,8	100,0	-
Benchmark*	54,1	7,5	16,0	11,6	10,8	-	100,0

* Benchmark er MSCI AC World inkl. geninvesterede nettoudbytter omregnet til DKK. Tallet bag navnet på aktien angiver i procent andelen af Carnegie WorldWide/Globale Aktier Etik-ak's aktiebeholdning.



Globale Aktier Stabil

Status på kvartalet

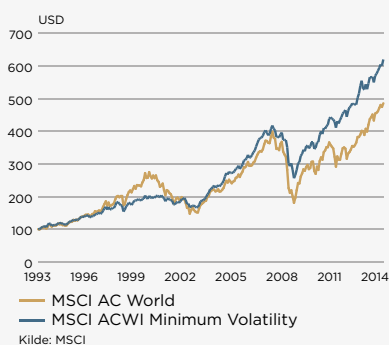
Tredje kvartal blev det sidste kvartal med den europæiske investeringsstrategi, og investeringerne er pr. 1. oktober 2014 blevet ændret til globale stabile aktier.

I årets tredje kvartal stod de europæiske aktiemarkeder i stampe. De store aktiemarkeder i Tyskland og England oplevede tilbagegang, mens de lidt mindre markeder, så som Schweiz og Danmark, fortsatte de gode takter båret frem af bl.a. medicinalaktierne. Afdelingens indre værdi faldt 0,7 pct., hvilket var lidt under det generelle aktiemarked, der steg 0,6 pct.

Det lavere afkast kan primært henføres til aktievalget, hvor ASOS igen nedjusterede indtjeningsforventningerne, og hvor Adidas rapporterede om kraftigt faldende efterspørgsel i deres golfdivision Taylormade samt på det russiske marked. Situationen i Ukraine er stadig uafklaret, og de økonomiske sanktioner mod Rusland er godt på vej til at sende den russiske økonomi i recession, hvilket langsomt begynder at ramme mange europæiske virksomheder og påvirker den europæiske økonomi negativt. Anderledes positivt forholder det sig, når blikket falder på den amerikanske økonomi, som stadig er i fremgang. Med udsigten til stigende renter må den kraftigt stigende dollarkurs formentlig betragtes som tredje kvartals største økonomiske begivenhed. Det vil givetvis have en positiv effekt på mange europæiske virksomheder i de kommende kvartaler.

Afdelingens afkast i 2014 frem til 30. september blev på 2,4 pct., hvilket var under benchmark, der i samme periode steg 6,8 pct. Afdelingens underperformance kan primært henføres til førnævnte ASOS og den negative kursudvikling inden for afdelingens eksponering til det russiske marked tidligere på året.

Kursudvikling MSCI AC World vs. MSCI ACWI Minimum Volatility



Nyt investeringskoncept

Pr. 1. oktober har vi ændret afdelingens investeringskoncept fra europæiske aktier til globale stabile aktier. I det følgende vil vi uddybe det nye koncept samt hvilke interessante nye investeringsmuligheder, afdelingen tilbyder.

Hvorfor investere i stabile aktier?

Historisk har det vist sig, at risiko ikke er blevet tilstrækkeligt belønnet på aktiemarkedet. Det har således været muligt at opnå et højere afkast ved at investere i en portefølje indeholdende mindre risikofyldte selskaber end det globale aktiemarked generelt.

Det er specielt i perioder med faldende aktiemarkeder, at stabile aktier klarer sig væsentligt bedre, hvilket har stor betydning for den langsigtede investor. Når aktiemarkederne begynder at stige igen, tager det dermed ikke så lang tid at indhente det tabte.

Vores målsætning i afdeling Globale Aktier Stabil er på langt sigt at reducere risikoen med ca. 25 pct. i forhold til det globale aktiemarked og samtidig give et afkast, der er højere end på det globale aktiemarked. Vi tror, at mange investorer vil værdsætte en mere stabil vej til værditilvækst, end den vi har oplevet de seneste mange år.

Stabile aktier giver højere afkast

Der er blevet forsket meget i dette fænomen, fordi det strider mod en af den finansielle teoris grundantagelser: at højere afkast kun kan opnås ved at påtage sig højere risiko. Og der er blandt forskerne flere mulige forklaringer på, at de historiske resultater ikke bekræfter teorien.

Specielt blandt private investorer er der en udbredt "lotto-mentalitet" og ønsket om at vinde stort på aktiemarkedet. Denne mentalitet medfører, at mange betaler en høj pris for en lille sandsynlighed for at vinde stort på risikofyldte aktier. Blandt de professionelle investorer oplever man til gengæld et overvejende fokus på benchmark, relativ risiko og performance-belønning. Det betyder, at selv professionelle investorer overser de muligheder, der er i stabile aktier. Begge typer investorer burde i stedet fokusere på den langsigtede holdbare investering.

Da det hovedsageligt er den menneskelige mentalitet eller grådighed, der synes at forklare denne undtagelse fra normen, er der intet, der tyder på, at investeringsmulighederne inden for globale stabile aktier bliver mindre i fremtiden.

Sådan udvælger vi aktierne

Vi har en meget struktureret investeringsproces, der består af tre hovedpunkter:

1. Vi investerer hovedsageligt i selskaber, der tilhører den fjerdedel af det globale aktiemarked med lavest kursudsving
2. Vi rangerer aktierne i en kvantitativ model i forhold til stabilitet, værdiansættelse samt udvikling i indtjening
3. Vi laver dybdegående analyser af de enkelte selskaber og sikrer dermed, at forretningsmodellen er holdbar. Herunder er det yderst vigtigt, at selskabet fører en aktionærvenlig politik

Ved hjælp af denne proces håndplukker vi en portefølje på 40-60 selskaber, som, vi forventer, vil levere en mere stabil værditilvækst end det globale aktiemarked generelt. Vi investerer bredt i mange lande og sektorer for at få del i den globale vækst og for at sikre robusthed over for pludselige markedsudsving.

Til at varetage investeringerne i afdeling Globale Aktier Stabil har vi ansat porteføljeforvalter Jakob Greisen, der med stor succes har forvaltet en fokuseret global aktieportefølje gennem 11 år. Jakob Greisen vil indgå i en tæt dialog med vores øvrige globale porteføljeforvaltere.

Hvordan investerer du i afdeling Globale Aktier Stabil?

Afdelingen er, ligesom foreningens øvrige afdelinger, noteret på fondsbørsen og kan købes via din bank eller andre handelsplatforme i Danmark.

Forventninger

Vi er generelt positive over for den globale økonomi og det globale aktiemarked, men den nuværende kursstigning har dog været mere end fem år. Dette betyder formentlig, at vi kan forvente større kursudsving fremadrettet samt en mere moderat afkastudvikling.

Afdelingen investerer hovedsageligt i aktier inden for defensive sektorer, såsom medicinal, forbrugsgoder, telekommunikation og forsyning, der typisk har en lav konjunkturfølsomhed. Dette bevirker, at afdelingens afkastudvikling er mindre afhængig af udviklingen i den globale økonomi.

Vi finder mange interessante og attraktivt prisfastsatte selskaber, der stille og roligt øger deres indtjening uafhængigt af udsvingene i verdensøkonomien. Flere af disse selskaber har ligeledes formået at øge indtjeningen under finanskrisen, og vi tror, at de vil være i stand til at fastholde en stabil indtjening i årene fremover. Afdelingen vil formodentlig ikke kunne følge med det generelle aktiemarked ved kraftigt stigende aktiekurser, men til gengæld kan den tilbyde en mere stabil vej til et globalt aktieafkast, fordi tabende i faldende markeder også er væsentligt mindre. Historisk har stabile aktier præsteret et højere afkast med en lavere risiko sammenlignet med det generelle aktiemarked. Det tror vi, at mange investorer vil sætte pris på.

Risikomærkning

Læs mere om risikomærkning på www.cww.dk

Fondskode

DK0010312529

Afdelingens start: 01.10.2014

Læs mere på: www.cww.dk/stabil

Nøgletal

30.09.14

Formue (i 1.000 kr.) 52.708

Cirkulerende andele stk. 439.363

Udbytte 0,00

Indre værdi 119,96

Officiel kurs 119,90

Investeringsfilosofi

Afdelingens målsætning er at skabe et højere afkast end MSCI's globale indeks for stabile aktier og samtidig holde en risiko, der er lavere end på det globale aktiemarked.

Vi håndplukker 40-60 selskaber, der hovedsageligt tilhører den fjerdedel af det globale aktiemarked med lavest kursudsving. I udvælgelsesprocessen har vi fokus på selskaber, som opfylder tre kriterier: 1) har en stabil og holdbar forretningsmodel 2) kan købes til en attraktiv pris 3) er inde i en positiv udvikling.

Den samlede portefølje er diversificeret på lande og sektorer for at skabe robusthed over for pludselige markedsudsving.

Afdelingens ansvarlige porteføljeforvaltere indgår i et tæt og åbent samarbejde med forvalterne af foreningens øvrige afdelinger.

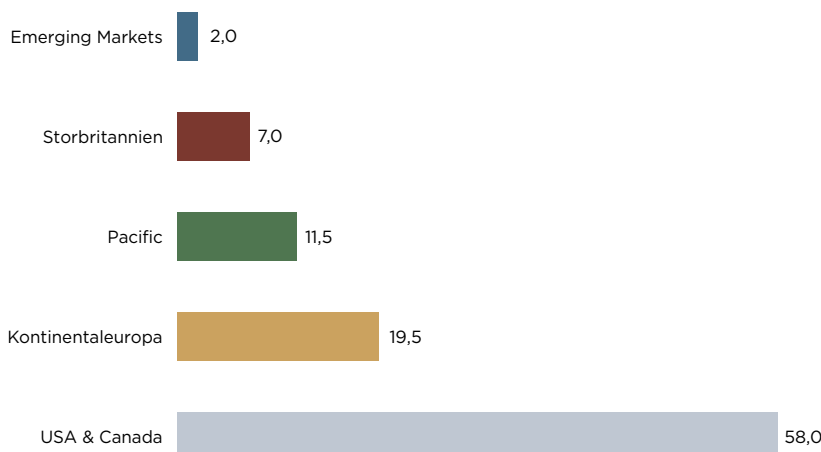
Afdeling Globale Aktier Stabil er velegnet for den langsigtede investor, som ønsker et godt aktieafkast men samtidig en lavere risiko end på det generelle aktiemarked.

Afkast i pct./Merafkast i pct.point	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Globale Aktier Stabil	-	-	-	-	-
Benchmark*	-	-	-	-	-
Europa merafkast ift. benchmark*	-	-	-	-	-

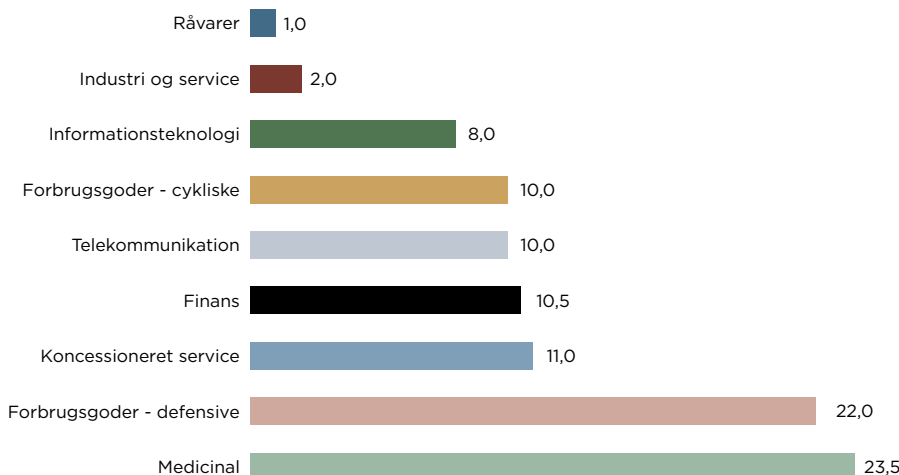
Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	-	-	-	-
Std.afv. % p.a. benchmark*	-	-	-	-
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	-	-	-	-

* Benchmark er MSCI ACWI Minimum Volatility inkl. geninvesterede nettoudbytter omregnet til DKK.

Geografisk fordeling af porteføljen i pct. pr. 30.09.2014



Sektorfordeling af porteføljen i pct. pr. 30.09.2014





Danske Aktier

Kursudvikling GN Store Nord



Kursudvikling ISS



Status på kvartalet

Afdeling Danske Aktier gav et negativt afkast på 0,6 pct. og præsterede derved 0,6 procentpoint højere end det generelle danske aktiemarked, der faldt med 1,2 pct. i kvartalet. Afdelingens afkast for årets første tre kvartaler udgør 16,9 pct., hvilket er 1,0 procentpoint højere end afkastet på det danske aktiemarked.

Det danske aktiemarked leverede for første gang i lang tid et lavere afkast for kvartalet end verdensindekset MSCI AC World, som præsterede et afkast på 5,7 pct. Dog er det akkumulerede afkast på det danske aktiemarked for årets tre første kvartaler fortsat højere end afkastet på verdensindekset, som er 12,9 pct.

Det er besværlige tider, især i Europa, hvor den makroøkonomiske udvikling fortsat er relativt svag. Tyskland synes langsomt at aftage som økonomisk vækstmotor for Europa, og med et Sydeuropa, der fortsat ikke er kommet gennem den økonomiske tilpasning, er der ingen reel økonomisk dynamik i Europa. ECB gør alt, hvad der er pengepolitisk muligt, i forhold til at stimulere væksten i Europa, men selv de meget lave renter har i øjeblikket begrænset effekt.

Man kunne fristes til at sige, at der aktuelt findes to typer selskaber. Dem, hvor indtjeningen ikke er afhængig af væksten i samfundet, og dem, hvor indtjeningen afhænger af den generelle samfundsudvikling. Førstnævnte selskaber udviser fortsat god vækst i indtjeningen, men disse er desværre også blevet meget højt prisfastsatte. Sidstnævnte selskaber er desuden generelt udfordret i forhold til at øge indtjeningen. De er til gengæld også billigt prisfastsat, om end det forudsætter, at væksten kommer på et senere tidspunkt. Denne differentiering skaber imidlertid et dilemma, da vi gerne vil investere i selskaber med en voksende indtjening men samtidig ikke ønsker at købe overvurderede aktier. Omvendt er det vanskeligt at se en ende på de økonomiske udfordringer, som Europa står overfor, og derfor kan de billigt prisfastsatte aktier forblive på nuværende niveau meget længe.

De aktier, som performede bedst i kvartalet blandt de store og mellemstore danske selskaber, blev Sydbank (+25 pct.), Royal Unibrew (+15 pct.), Novo Nordisk (+13 pct.), Auriga (+10 pct.) og Topdanmark (+8 pct.).

Det er fortsat nogle af de mindre selskaber, der topper performance-listen, dog med Novo Nordisk, som den absolutte undtagelse. Novo Nordisk nyder godt af, at et ekspertråd under FDA (de amerikanske sundhedsmyndigheder) har indstillet godkendelse af Victoza

til behandling af fedme. Dette kan åbne op for et helt nyt og potentielt stort forretningsområde for Novo Nordisk.

Vi har aktivt valgt ikke at følge trends i små og mindre likvide selskaber, da vi vurderer, at risikoen aktuelt er for høj. Det er til tider fristende at springe med på et nyt og spændende fænomen i aktiemarkedet, men medaljen har altid en bagside, og p.t. er det også de mindre aktier, som gør det dårligst. Således har vi styret uden om både de rigtig gode og de rigtig dårlige aktier. På den måde har vi samlet set skabt en positiv afkastudvikling til vores medlemmer og samtidig holdt risiko og handelsomkostninger nede.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

I kvartalet er der ikke sket de store omlægninger, som har ændret porteføljens struktur nævneværdigt.

Porteføljen er overvægtet med ca. 11 procentpoint i cykliske aktier og undervægtet med ca. 13 procentpoint i defensive aktier, hertil kommer 2 procentpoint i kontanter.

Den cykliske overvægt er fordelt med 75 pct. og 25 pct. mellem industri- og bankaktier. Bankerne, især Danske Bank, er fortsat interessante, når vi ser frem mod 2016-indtjeningen. Det tror vi, at investorerne ligeledes vil begynde at fokusere på i løbet af 2014. Også industriaktierne er interessante, især dem, hvor omsætningen kan overraske positivt og udløse en operationel gearing (stigende marginaler) via en bedre kapacitetsudnyttelse.

Vi er undervægtet i defensive aktier, og meget undervægtet inden for de industri-defensive aktier, mens vi fortsat har en pæn overvægt inden for forsikring.

Omlægninger i kvartalet

Vi har valgt at reducere vores beholdning af GN Store Nord med ca. 1,5 procentpoint. Aktien er dermed for første gang i fem år ikke overvægtet i porteføljen. Selskabet er inde i en gunstig udvikling, men den gode kursudvikling har resulteret i en forholdsvis dyr prisfastsættelse, og derved gjort aktien mindre interessant.

Provenuet er blevet investeret i ISS. Selskabet har skuffet lidt ved de seneste kvartalsmeddelelser, og aktiekursen er i den forbindelse kommet under pres. Det betyder imidlertid, at aktiekursen er tilbage omkring prisniveauet ved børsnoteringen, og ISS er nu en af de mere attraktivt prisfastsatte aktier på det danske aktiemarked. Det er måske ikke verdens mest spændende selskab, men dog meget stabilt, og frem for alt genererer selskabet et stort frit cash-flow, som vil blive udbetalt til aktionærene. Vi betragter ISS som en slags obligation, som kan give et direkte afkast på 8,5 pct., såfremt de udbetaler 95 pct. af årets overskud, hvilket er ganske interessant, når vi sammenligner med den 10-årige obligationsrente, som er tæt på 1 pct.

Forventninger

Vi forventer, at det danske aktiemarked vil konsolidere sig på nuværende niveau resten af 2014.

Aktiemarkedet er ikke billigt prisfastsat, men prisfastsættelsen er dikteret af de meget lave renter, som i realiteten betyder, at der p.t. ikke findes et bedre alternativ til aktiemarkedet.

Aftrapningen af den meget ekspansive pengepolitik i USA trækker ud, og det giver mulighed for, at det lave renteniveau fortsætter en tid endnu.

Vores fokus er derfor på den selskabsspecifikke investeringscase, da det er denne, som skal drive afkastet. Den selskabsspecifikke investeringscase består af den fremtidige indtjeningsudvikling samt den konkrete prisfastsættelse.

Vi ser p.t. mest langsigtet værdi i de industricykliske aktier, idet disse aktier fortsat har en vis modvind fra det svage opsving i Europa og den mere afdæmpede vækst i Kina. Investorerne har derfor endnu ikke turdet prisfastsætte disse aktier "normalt".

Stock-picking vil blive en vigtig forudsætning for at kunne skabe et højt absolut afkast i de kommende 12 måneder.

Det er i tider som disse, at det er afgørende at kende sine selskaber nøje for at kunne navigere uden om de værste negative nyheder.

Risikomærkning

Læs mere om risikomærkning på www.cww.dk

Fondskode

DK0010249655

Afdelingens start: 23.12.1998

Læs mere på: www.cww.dk/da

Nøgletal

30.09.14 30.06.14

Formue (i 1.000 kr.) 715.981 732.995

Cirkulerende andele stk. 2.762.055 2.811.255

Udbytte 0,00 27,30

Indre værdi 259,22 260,74

Officiel kurs 259,00 263,20

Afkast i pct./Merafkast i pct.point	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Danske Aktier	26,1	116,2	109,0	274,8	13,0
Benchmark*	26,7	109,9	102,3	207,1	10,2
Danske Aktier merafkast ift. benchmark*	-0,6	6,3	6,7	67,7	2,8

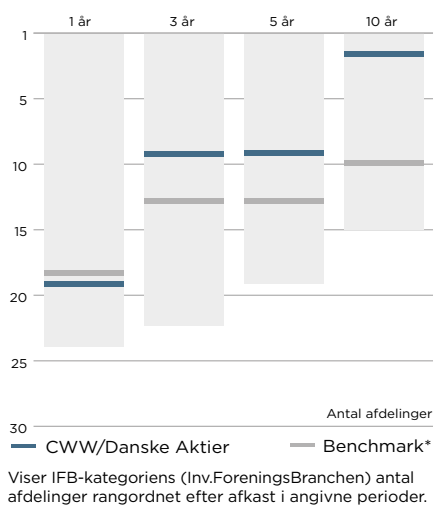
Risiko

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	11,3	14,9	18,9	19,9
Std.afv. % p.a. benchmark*	10,4	13,6	18,2	17,8
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	2,2	0,9	0,6	0,5

Afkastudvikling (start indeks 100)



Placering i IFB's afkaststatistik



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, som 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 vi sikrer, 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. 30.09.2014

	Cyklisk vækst	Stabil vækst	Finansiell vækst	Total	Benchmark*
Energi				0,0	6,4
Råvarer		Novozymes 2,9		2,9	5,3
Industri og service	OW Bunker 0,8 A.P. Møller-Mærsk 4,8 DSV 4,8 FLSmidth 4,1 NKT 2,4 Vestas Wind Systems 8,7	G4S 4,8		30,4	20,1
Forbrugsgoder - cykliske	IC Companys 0,5 North Media 0,5 ISS 2,5 Pandora 7,8	Matas 1,1		12,4	7,5
Forbrugsgoder - defensive		Carlsberg 3,0 Chr. Hansen Holdning 4,2		7,2	4,6
Medicinal		GN Store Nord 1,8 Novo Nordisk 10,3 William Demant 2,2		14,3	14,6
Finans			Danske Bank 9,8 Jyske Bank 4,5 Nordea 2,7 Sydbank 3,4 Topdanmark 5,1 Tryg 5,2	30,7	24,2
Informationsteknologi	SimCorp 2,1			2,1	9,6
Telekommunikation				0,0	6,4
Koncessioneret service				0,0	1,3
Andet				0,0	0,0
Total	39,0	30,3	30,7	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 bag navnet på aktien angiver i procent andelen af Carnegie WorldWide/Danske Aktiers aktiebeholdning.



Emerging Markets

Status på kvartalet

Tredje kvartal blev det sidste kvartal med den østeuropæiske investeringsstrategi, og investeringerne er således blevet ændret til emerging markets-aktier pr. 1. oktober 2014.

I årets tredje kvartal udviklede de østeuropæiske aktiemarkeder sig meget forskelligt. Polen og Tjekkiet oplevede stigninger på hhv. 5,7 pct. og 13,8 pct., mens Rusland, Ungarn og Tyrkiet faldt hhv. 8,1 pct., 5,7 pct. og 4,5 pct. Geopolitiske årsager var den primære årsag til afmatningen i Rusland, mens Tyrkiet faldt grundet stigende inflation, hvilket førte til stigende renter og et større fald i valutakursen.

Situationen i Ukraine er stadig uafklaret, og de økonomiske sanktioner mod Rusland er godt på vej til at sende den russiske økonomi i recession. I kvartalet faldt rublen med ca. 15 pct. i forhold til den amerikanske dollar, hvilket var den primære årsag til den dårlige performance fra de russiske aktier.

Afdelingens indre værdi for de tre første kvartaler er faldet 14,0 pct., hvilket er under benchmark, der i samme periode faldt 4,0 pct. Denne udvikling kan primært henføres til vores landevalg med en overvægt i et svagt russisk marked og en undervægt i Central-europa, der har klaret sig bedre i år.

Nyt investeringskoncept

Pr. 1. oktober har vi ændret afdelingens investeringskoncept fra østeuropæiske aktier til globale emerging markets-aktier. Emerging markets-landene er karakteriseret ved høje vækstrater drevet af en ung og voksende befolkning, som stræber efter at opnå den vestlige levestandard. Det er denne udvikling, vi fremover vil investere i.

Afdelingen kan derfor være interessant for den langsigtede aktieinvestor, som ønsker at supplere øvrige investeringer med eksponering til denne udvikling. Vores klare mål er at skabe et langsigtet afkast, der er højere end markedsniveauet og samtidig holde en risiko på markedsniveau.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Afdelingens investeringer har fokus på selskaber med gode vækstudsigter, en stærk finansiel situation og ledelse, samt en solid forretningsmodel, der er understøttet af en eller flere strukturelle vækstdrivere. I det aktuelle marked står geopolitik, politik og reformer øverst på dagsordenen, hvilket giver påvirkning sammensætningen af porteføljen.

I Asien gik to af regionens store lande, Indien og Indonesien, til valg tidligere på året. Vi forventer fortsat, at lederskabet i disse to lande vil drive reformprocessen og den økonomiske aktivitet fremadrettet. Vi er særligt positive over for situationen i Indien grundet BJP-partiets solide opbakning samt den store personlighed og gennemslagskraft hos Modi, lederen af partiet. Vi vil derfor overvægte investeringerne i Indien.

I Latinamerika er udsigterne, for de to mest toneangivende lande, Brasilien og Mexico, divergerende. Brasilien er udfordret i forhold til et højt gælds niveau på forbrugersiden, høj inflation, lav økonomisk vækst samt en mangelfuld infrastruktur. Landet står foran et valg, og aktiemarkederne vil uden tvivl kunne drage fordel af en sejr til oppositionen, som potentielt kan sætte gang i en reformproces, der kan løfte landets vækstudsigter. Som følge af landets fragmenterede politiske system vil en oppositionssejr dog ikke nødvendigvis resultere i nye reformer. Grundet denne usikkerhed kombineret med en forventelig svag økonomisk udvikling vil vi have en lav vægt i Brasilien. Der er dog enkelte spændende strukturelle væksttemaer i Brasilien, herunder videregående uddannelse. Dette udgør et stort fokusområde for regeringen, der bl.a. støtter eleverne med billige studielån.

Da den nuværende regering i Mexico kom til magten i 2012, fremlagde de en meget ambitiøs reformagenda med fokus på finanspolitik samt uddannelses-, telekom- og energisektorerne. Vi ser positivt på fremtidsudsigterne i Mexico, men på grund af en høj prisfestsættelse af de aktier, der er eksponeret til disse temaer, vil vi undervægte investeringerne i Mexico.

To af de andre store lande i emerging markets-regionen, Sydafrika og Rusland, har ligeledes udfordringer, men vi vurderer, at der i begge lande er en række spændende og solide selskaber, som er eksponeret mod strukturelle væksttemaer, herunder e-handel og udbredelse af finansielle ydelser, hvilket vi er investeret i.

Som følge af de strukturelle udfordringer i en række af de store lande i emerging markets uden for Asien har vi, til at starte med, en betydelig eksponering til de asiatiske selskaber, særligt i Kina/Hong Kong og Indien.

Forventninger

På kort sigt vil politiske og geopolitiske forhold have betydelig indflydelse på aktiemarkederne på tværs af emerging markets. Samtidig kan vi forvente, at udsvingene på aktiemarkederne i emerging markets vil være markante som følge af den fortsatte nedtrapning af støtteopkøb og en normalisering af renterne i USA.

Vi ser på udviklingen og investeringsmulighederne i Kina, som har en stor betydning for udviklingen på tværs af emerging markets. Vi vurderer derudover, at kombinationen af reformfokuserede regeringer og den strukturelle vækst i middelklassen vil sikre en god udvikling på aktiemarkederne i emerging markets på længere sigt.

Trods strukturelle udfordringer og geopolitiske spændinger i en række lande i emerging markets er vi dog fortsat positive på langt sigt.

RisikomærkningLæs mere om risikomærkning på www.cww.dk**Fondskode DK0015945166**

Afdelingens start: 01.10.2014

Læs mere på: www.cww.dk/em**Nøgletal****30.09.14**

Formue (i 1.000 kr.)	49.885
Cirkulerende andele stk.	255.491
Udbytte	0,00
Indre værdi	195,25
Officiel kurs	194,60

Investeringsfilosofi

Afdelingens målsætning er at skabe et langsigtet afkast, der er højere end markedsniveauet på emerging markets-aktier og samtidig holde en risiko, der er på niveau med eller lavere end risikoen på markederne i emerging markets.

Afdeling Emerging Markets investerer i aktier i emerging markets-lande eller aktier, hvor virksomhedens forretning relaterer sig til emerging markets-lande. Emerging markets er karakteriseret ved høje vækstrater drevet af reformer og en ung og voksende befolkning, som stræber efter at opnå den vestlige levestandard.

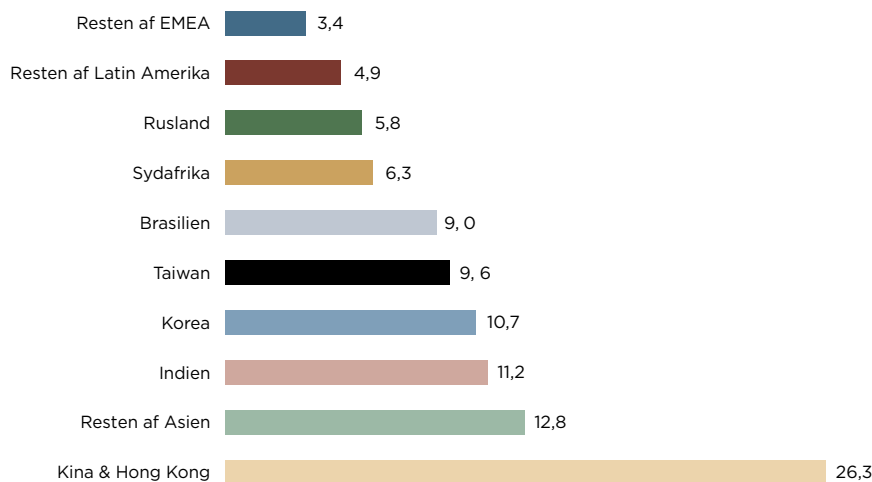
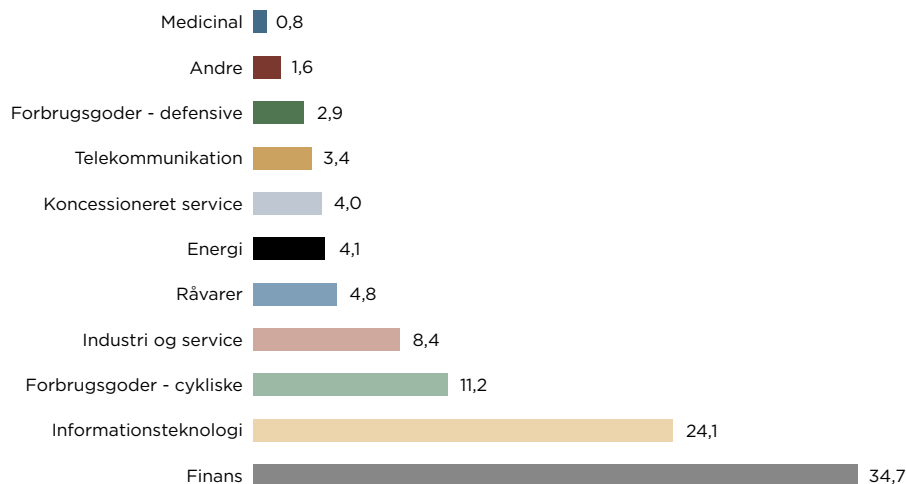
Investeringsfilosofien er at kombinere langsigtede trends og et mindre udvalg af mere kortsigtede temaer med dybdegående aktieudvælgelse. Afdelingens ansvarlige portefølje-forvaltere indgår i et tæt og åbent samarbejde med forvalterne af forningens øvrige afdelinger.

Afdelingen er velegnet for langsigtede investorer som supplement til f.eks. afdeling Globale Aktier, og for investorer, som ønsker en direkte eksponering til væksttemaerne inden for emerging markets

Afkast i pct./Merafkast i pct.point	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Emerging Markets	-	-	-	-	-
Benchmark*	-	-	-	-	-
Østeuropa merafkast ift. benchmark*	-	-	-	-	-

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	-	-	-	-
Std.afv. % p.a. benchmark*	-	-	-	-
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	-	-	-	-

* Benchmark er MSCI Emerging Markets inkl. geninvesterede nettoudbytter omregnet til DKK.

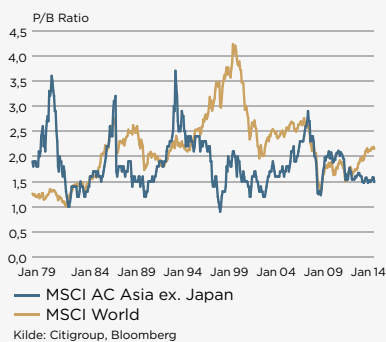
Geografisk fordeling af porteføljen i pct. pr. 10.10.2014****Sektorfordeling af porteføljen i pct. pr. 10.10.2014****

** Baseret på modelportefølje. Enkelte markeder afventer dog endelig markedsgodkendelse.



Asien

Prisfastsættelse af MSCI indeks



Status på kvartalet

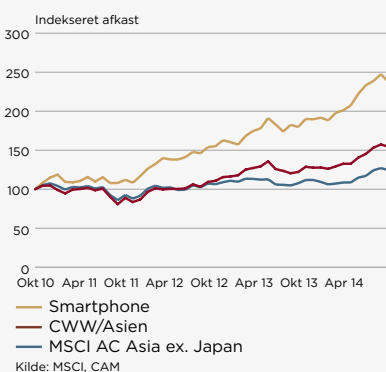
Tredje kvartal blev endnu et kvartal præget af store kursudsving. Afdelingens benchmark MSCI AC Asia ex. Japan steg med 6,4 pct., mens afdelingen klarede sig dårligere med en stigning på 5,9 pct. I indeværende år er afkastet 20 pct., hvilket er 6 procentpoint højere end benchmark. Afdelingen er førende blandt konkurrerende afdelinger med asiatiske aktier målt over de seneste tre og fem år ifølge IFB's afkaststatistik.

Specielt har afdelingens undervægt inden for forbrugsgoder og telekommunikation været årsag til det lidt lavere afkast. Derimod har flere af afdelingens industriselskaber, herunder særligt indiske Eicher Motors, klaret sig flot. På landeniveau har vi klaret os dårligt i Korea, hvilket i høj grad skyldes Hyundai og Kia Motors, som faldt kraftigt oven på en betydelig investering i nyt hovedsæde til Hyundai gruppen i Seoul.

Vi er stadig meget positive over for 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 og den store bekymring vedrørende udviklingen i Kina fortsat påvirke markederne i form af betydelige kursudsving. Vi vurderer dog, at den nuværende prisfastsættelse er attraktiv for den langsigtede investor, der kan leve med større kursudsving på kortere sigt.

Det foregående kvartal bar præg af meget store udsving på det samlede marked, og ikke mindst en stor spredning blandt individuelle lande i regionen. Især de sydøstasiatiske lande, Indonesien, Thailand, Filippinerne og Indien, har klaret sig markant bedre end landene i Nordasien.

Investeringstemaet smartphones



Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Afdelingens strategi og positionering er relativt uforandret i forhold til sidste kvartal, idet vores aktuelle investeringstemaer stadig vurderes som relevante med fortsat god styrke. Særligt temaet omkring billige smartphones til forbrugerne i emerging markets-landene synes at være undervurderet af markedet i forhold til styrke og tidshorizont. Vi fastholder, at der fortsat er mindst to år med relativ høj vækst, om end den er aftagende. Afdelingen har fastholdt de indirekte eksponeringer gennem komponentproducenterne i Kina og Taiwan. Ligeledes er eksponeringen til temaet omkring miljø i Kina uændret, da det vil være relevant i en årrække fremover. Temaet er på nuværende tidspunkt særligt højaktuelt grundet det politiske pres, som den kinesiske middelklasse pålægger regeringen. De kinesiske miljøproblemer er så komplekse og omfangsrige, at de ikke umiddelbart lader sig løse. I forhold til det kinesiske boligmarked er det stadig vores opfattelse, at der ikke er tale om en generel ejendomsboble i Kina, men at problemerne begrænser sig til få ud-

valgte områder. I forbindelse med kursfald i forsommeren valgte vi derfor at øge vores eksponering til temaet gennem Sunac, hvilket i skrivende stund har vist sig at være en rigtig beslutning. Ydermere har myndighederne primo oktober endvidere lempet en række restriktioner i forbindelse med bolighandel, hvilket har øget vores tiltro til sektoren.

Medio september gennemførte vi en række virksomhedsbesøg i Taiwan for at følge op på eksisterende investeringer samt finde nye interessante temaer inden for teknologi og industrirelaterede områder. I forlængelse af disse besøg arbejder vi på et nyt meget lovende tema, som indeholder en række interessante selskaber. Vi forventer at kunne orientere mere om dette investeringstema i de kommende kvartaler.

Som en konsekvens af de nuværende uroligheder i Hong Kong, der er af mere politisk end finansiel karakter, oplever markedet betydelige udsving. Vi anser de aktuelt faldende kurser som værende kortvarige, og derfor betragter vi situationen som værende mere en mulighed end en trussel. Vi vil derfor sandsynligvis øge vægten i Hong Kong inden for enkelte områder.

Overordnet set er porteføljens profil og risiko stort set uændret i forhold til forrige kvartal. Vi er stadig optimistiske over for regionens strukturelle vækstudsigter samt dets flora af nye investeringsmuligheder.

Omlægninger i kvartalet

I tredje kvartal har vi solgt cambodianske **Nagacorp**, dels grundet usikkerhed i forbindelse med en handel med selskabets hovedaktionær, og dels fordi vi er bekymrede for, at selskabet ikke kan opretholde den aktuelt lave skattesats. I Korea har vi reduceret vægten i Samsung Electronics på grund af den stærke konkurrence fra de kinesiske mobiltelefonproducenter. Vi har derimod købt yderligere op inden for ejendomssektoren i Indonesien, hvor vi oplever en mere positiv udvikling. Vi har købt selskabet **Summarecon**, som er et selskab med en solid forretningsmodel. I Malaysia har vi solgt ejendomsselskabet **UEM** grundet skuffende salg, men vi har til gengæld købt malaysiske **Nam Cheong**, som står stærkt inden for fartøjer til olie- og serviceindustrien. Der investeres i disse år kraftigt inden for denne sektor i Sydøstasien.

Forventninger

Fortsat usikkerhed i 2014

Som investor må man forvente, at kursudsvingene fortsat vil være intense, fordi situationen i den vestlige verden stadig ikke har normaliseret sig. Dertil kommer, at investorernes divergerende holdninger til Asien, og ikke mindst Kina/Hong Kong, vil kunne påvirke aktiekurserne.

Til trods for usikkerhederne er vi stadig optimistiske over for udviklingen i Asien, dels grundet vores mere positive syn på Kina. Vi ser desuden den asiatiske forbrugshistorie som en stærk drivkraft for væksten i mange år fremover. De gode muligheder for fortsat vækst samt mange interessante investerings temaer i kombination med den lave vurdering af regionens aktier gør, at vi fortsat er meget optimistiske.

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

Afdelingens start: 07.12.2006

Læs mere på: www.cww.dk/asien**Nøgletal****30.09.14** **30.06.14**

Formue (i 1.000 kr.) 486.796 416.923

Cirkulerende andele stk. 3.129.472 2.837.269

Udbytte 0,00 0,00

Indre værdi 155,55 146,95

Officiel kurs 155,70 148,00

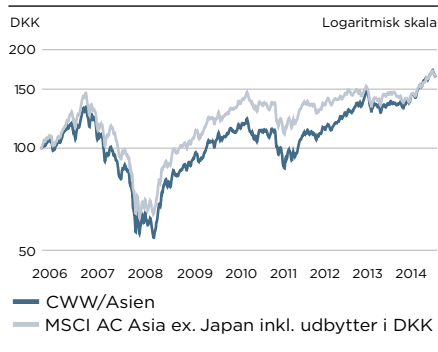
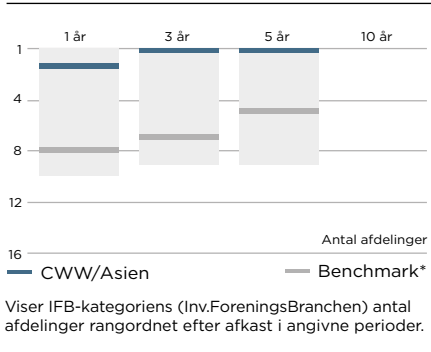
Investeringsfilosofi

Afdelingens målsætning er at skabe langsigtet høj værditilvækst for den tålmodige investor. En 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 vores erfaring, at det er vigtigt med eksponering til dette segment af markedet for at drage investeringsmæssig fordel af den asiatiske væksthistorie. Afdelingen er endvidere karakteriseret ved fokusering gennem et mindre udvalg af nøje analyserede temaer. Afdelingen investerer i børsnoterede selskaber i Asien ekskl. Japan.

Afkast i pct./Merafkast i pct.point	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Asien	25,0	83,1	89,3	-	6,6
Benchmark*	15,8	44,9	61,0	-	6,6
Asien merafkast ift. benchmark*	9,2	38,2	28,3	-	0,0

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	13,3	15,1	-	20,4
Std.afv. % p.a. benchmark*	12,1	13,3	-	19,9
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	1,5	0,8	-	0,2

Afkastudvikling (start indeks 100)**Placering i IFB's afkaststatistik****Aktieporteføljen pr. 30.09.2014**

	Kina & Hong Kong	MTIF** & øvrige	Korea	Taiwan	Indien	Singapore	Total	Benchmark*
Energi	Sinopec Kantons 0,7					Ezion 1,4	2,1	5,8
Råvarer		Indocement 0,9 Siam Cement 1,5	LG Chem 1,7				4,1	5,3
Industri og service	China Singyes Solar Tech 2,1 China State Construction 1,4	Alliance Global 0,9 JG Summit 1,1 SM Investments 1,2 Nam Cheong 0,5			CG Global 1,4 Eicher Motors 2,4 Havels India 1,7 Larsen & Toubro 2,0		14,7	8,6
Forbrugsgoder - cykliske	Haier Electronics 1,3 Hisense Kelon 0,5 Techtronic Industries 1,3 Wuxi Weifu 0,9 Xinyi Glass 0,7		Hyundai Motor 1,9 Kia Motors 1,1 Kolao Holdings 1,2 Samchuly 0,9		Tata Motors 1,5		11,3	9,3
Forbrugsgoder - defensive						Super Group 0,9	0,9	5,5
Medicinal							0,0	1,9
Finans	AIA Group 2,4 Bank of China 1,8 Cheung Kong 2,0 China Construction Bank 1,6 China Overseas Land 3,1 Sunac China Holdings 2,4 Yuzhou Properties 0,7 Ch. O. Grand Oceans 0,7	Bank Rakyat 1,7 Ciputra Surya 0,6 Filinvest Land 1,0 GT Capital 1,2 Kasikornbank 1,4 Pakuwon Jati 1,4 Summarecon 0,6 Supalai PCL 1,1	DGB 0,8		Gruh Finance 1,2 HDFC 2,6 ICICI Bank 2,4 IDFC 1,5		32,2	31,7
Informations-teknologi	AAC Technologies 1,5 Sunny Optical Tech 2,5 Tencent 2,9 Truly Int. Holdings 1,1		Samsung Electronics 4,7 Suprema 1,5		Advantech 1,8 Largan Precision 2,2 Mediatek 1,9 Novatek 1,0 Radiant 0,9 Taiwan Semiconductor 4,5		26,5	21,1
Telekom.	China Mobile 2,7						2,7	6,7
Konces. service	Beijing Ent. Water 2,8 Beijing Jingneng 1,1 Huadian Fuxin Energy 1,6						5,5	4,1
Total	39,8	15,1	13,8	12,3	16,7	2,3	100,0	-
Benchmark*	36,9	13,1	19,3	15,3	9,1	6,3	-	100,0

*Benchmark er MSCI AC Asia ex. Japan inkl. geninvesterede nettoudbytter i DKK. **Malaysia, Thailand, Indonesien, Filippinerne. Tallet bag 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. oktober 2014. Kvartalsorienteringen for 3. kvartal 2014 er udsendt til alle medlemmer den 28. oktober 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 kernen i teamet er næsten uændret siden 1990. Derfor er det de samme mennesker, som siden starten har holdt fast i vores langsigtede værdier: Fokus, Stabilitet og Passion.

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.

Fra tanke til handling

Det er nemt at blive investor i en eller flere af vores afdelinger og få del i Carnegie WorldWides erfaring og fokuserede investeringsmodel.

Alle vores afdelinger er børsnoterede og kan både købes og sælges via de fleste netbanker i Danmark. Du finder fondskoderne på cww.dk, hvor du også kan udfylde en investeringsordre, som du sender til din bankrådgiver.

Du har også mulighed for at investere via din pensionsordning – her bør du spørge din pensionsrådgiver om den bedste metode.

Vil du vide mere, så kontakt en af vores medarbejdere 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