



CARNEGIE WORLDWIDE
INVESTERINGSFORENINGEN

GENNEMSNITSTÆNKNING SKABER IKKE VINDERE

GLOBALE REFLEKSIONER
JAPAN SOM INVESTERINGS-
DESTINATION

KVARTALS-
ORIENTERING
NR 4 | 2014



Indholdsfortegnelse

03	Leder
04	Gennemsnitstænkning skaber ikke vindere
08	Globale refleksioner
12	Japan som investeringsdestination
18	Globale Aktier
20	Globale Aktier Etik-ak
22	Globale Aktier Stabil
24	Danske Aktier
26	Asien
28	Emerging Markets
30	Udvalgte artikler fra CWW.dk/nyhedscenter
35	Investeringsforeningen Carnegie WorldWide



Leder

Kære investor

Aktiv kontra passiv forvaltning trak mange overskrifter i 2014, ligesom Finanstilsynet satte investeringsforeningernes grad af aktiv forvaltning under lup. I den forbindelse ser vi en tydelig todeling af markedet i hhv. indeksforvaltning og fokuseret aktiv forvaltning. Internationalt er denne tendens tydelig i f.eks. USA, hvor op imod halvdelen af kapitalen er passivt forvaltet.

I Carnegie WorldWide har vi en passioneret tro på, at vi gennem aktiv forvaltning kan skabe bedre afkast end gennemsnittet. Faktisk er det sådan, at jo flere, der blindt investerer i indekset, jo større muligheder giver det den aktive investor.

Afdeling Globale Aktier kan i år fejre 25-års fødselsdag, og vi har vist, at det er muligt at præstere et afkast over markedet. Afdelingen har i gennemsnit skabt et årligt merafkast på 4,3 procentpoint. I temaartiklen "Gennemsnitstænkning skaber ikke vindere" beskriver vi, hvorfor det kan lade sig gøre. Inden for investering gælder det om – ligesom i de bedste fodboldklubber – at skabe rammerne for, at de bedste investorer kan præstere i et stærkt samarbejde.

Carnegie WorldWide slog markedet i 2014

2014 gav pæne markedsstigninger på 15-20 pct., og afdelingerne Globale Aktier, Globale Aktier Etik og Asien skabte markante merafkast på hhv. 6, 8 og 10 procentpoint. Dette placerer de to globale afdelinger i toppen af afkaststatistikken for 2014, og på tre års sigt er en topplacering ligeledes genvundet. I temaartiklen "Globale refleksioner" forklarer vi nærmere om baggrunden for det gode afkast i de to globale afdelinger samt fremtidsudsigterne for 2015.

Afdeling Asien skabte for tredje år i træk et markant merafkast i forhold til markedet, hvilket gør afdelingen til en af de bedste Asien-afdelinger – ikke kun i Danmark – men i hele Europa.

Endelig er det værd at fremhæve vores to nye afdelinger, afdeling Globale Aktier Stabil og afdeling Emerging Markets, som er kommet pænt fra start med afkast på hhv. 9,3 pct. og 2,5 pct. i fjerde kvartal. Investorerne i afdeling Emerging Markets (tidligere afdeling Østeuropa) fik dog samlet et negativt afkast i 2014 pga. udviklingen under den gamle strategi i afdeling Østeuropa.

Du kan læse mere om resultaterne for kvartalet og den aktuelle investeringsstrategi på de relevante afdelingssider.

Mulighed for at investere i ex udbytte-afdelinger

Som et resultat af de pæne afkast er der udsigt til høje udbytter i flere af vores afdelinger. Derfor kan du frem til 14. april investere i ex udbytte-afdelinger for hhv. afdeling Globale Aktier, Danske Aktier og Asien. Dette kan være en fordel for dig, hvis du af skattemæssige årsager ikke ønsker udbytte for 2014. Du kan læse mere om ex udbytte-afdelingerne og udbytterne for 2014 på cww.dk.

Mød os på investorkonferencerne i marts

Årets investorkonferencer bliver afholdt den 11. marts i København og den 12. marts i Århus.

I år kan vi præsentere forh. statsminister og forh. generalsekretær for NATO, Anders Fogh Rasmussen, som vil give sit syn på verdens geopolitiske forandringer samt de globale investeringsmuligheder. Herudover kan du høre vores porteføljeforvaltere fortælle om den aktuelle investeringsstrategi, samt hvordan du kan bruge Carnegie WorldWide bedst muligt i din investeringspleje. Du vil modtage en invitation i starten af februar, hvorefter du kan tilmelde dig på cww.dk/tilmeld. Da vi har et begrænset antal pladser og forventer fulde huse, opfordrer vi til hurtig tilmelding.

Vi håber at se dig på en af disse to investorkonferencer!

Bo Knudsen Tim Kristiansen

Resultat 4. kvartal 2014

Afdeling	Afkast 4. kv.	Benchmark 4. kv.	Afkast 2014	Benchmark 2014
Globale Aktier	8,4%	4,9%	24,5%	18,4%
Globale Aktier Etik-ak	8,2%	4,9%	26,4%	18,4%
Globale Aktier Stabil	9,3%	8,9%	-	-
Danske Aktier	1,6%	1,2%	18,8%	17,2%
Emerging Markets	2,5%	-0,3%	-	-
Asien	7,7%	4,6%	29,3%	19,1%

Gennemsnitstænkning skaber ikke vindere

Af temaspecialist Morten Springborg og adm. direktør Tim Kristiansen

Gang på gang kan vi i respekterede dag- og fagblade læse overskrifter som: "Aktive investeringsforeninger slår ikke markedet". Uden diskussion – den gennemsnitlige aktive investeringsforening slår ikke markedet – lige så vel som det gennemsnitlige fodboldhold ikke er blandt ligaens bedste hold. Selvom alle spiller for at vinde, er der begrænset plads på vinderpodiet.

” Det er ikke hobbyinvestoren, der systematisk vinder; dertil er konkurrencen for hård og opgaven for kompliceret.

Alene det at klare sig lige så godt som det brede aktiemarked er en betydelig bedrift, hvilket især mange private investorer må erkende. Hver gang en investor køber en aktie, er der tilsvarende en investor der sælger samme aktie. Og hver gang en investor outperformer markedet, er der en anden investor, der underperformer markedet. Sammenlagt tjener alle investorer markedsafkastet før omkostninger, og da der naturligvis er omkostninger forbundet med aktiv forvaltning, må branchen overordnet set underperforme et benchmark, der ikke er pålagt omkostninger.

Ikke let at slå markedet

Det er ikke hobbyinvestoren, der systematisk vinder; dertil er konkurrencen for hård og opgaven for kompliceret. Dette faktum er påvist af blandt andre Barber & Odean, University of California, Berkeley, i deres omfattende studie af private amerikanske investorer over en seks-årig periode i 1990'erne (Journal of Finance, april 2000). I "The Behavior of Individual Investors" (2011), som gennemgår adskillige empiriske analyser over de seneste 20 år, finder Barber & Odean blandt andet, at private investorer typisk underperformer markedet ved at sælge de vindende aktier for tidligt, mens de holder fast i de underskudsgivende aktier. De private investorer har samtidig en tendens til at holde udiversificerede aktieporteføljer og at handle med høj hyppighed. Ifølge forfatterne opnåede aktive investorer, der selv varetog deres specifikke aktie-

investeringer, et afkast, der var gennemsnitligt 6,5 pct. lavere end markedet per år!

Gennemsnit er interessante, men særdeles irrelevante når målet er at vinde. I aktieverdenen som i fodboldverdenen opstår der en gang imellem en usædvanlig Hobro-situation – og stor respekt til Hobro IK – men er det mest kvalificerede gæt for fremtiden, at det er netop Hobro IK, der flest gange vil ligge blandt de bedste tre hold i superligaen over de næste ti år? Og hvordan vil holdet klare sig i Champions League over de næste ti år?

” Gennemsnit er interessante, men særdeles irrelevante når målet er at vinde.

Selv de professionelle investorer må erkende, at det er yderst vanskeligt at klare sig bedre end markedet. Senest har Morningstar endnu en gang fået stor pressedækning på baggrund af en analyse, som viser, at flertallet af fonde ikke klarer sig lige så godt som markedet. Og oftere og oftere hører vi, at den vigtigste parameter i valget af investeringsforening bør være omkostningsniveauet.

Det faktum beviser dog blot, at det ikke er en nem opgave at klare sig bedre end markedet. Men den gennemsnitlige investeringsforening klarer sig sandsynligvis væsentligt bedre end den gennemsnitlige private investor over en længere periode. Og der er større chancer for at opnå et bedre risikojusteret afkast af sine investeringer ved at investere gennem en investeringsforening frem for på egen hånd. Vælges den rigtige investeringsforening er der rigtig meget at hente.

” Vi kan faktisk være stolte af en kapitalforvaltningsindustri i Danmark, som er i stand til at sælge sine serviceydelser globalt.



Danske investeringsforeninger blandt de bedste

De danske investeringsforeninger klarer sig som gruppe systematisk bedre i investeringsverdenens Champions League i forhold til de danske fodboldhold som gruppe i Champions League. Faktisk har Morningstar for nyligt konkluderet, at danske investeringsforeninger i dag kun overgås af de hollandske, hvad angår kvaliteten af udbuddet. Det er lettere at finde sjældne dyr i Zoo end i junglen, ligesom det er lettere at finde gode investeringer i den danske investeringsforeningsbranche end på det globale investeringsmarked. Vi kan faktisk være stolte af en kapitalforvaltningsindustri i Danmark, som er i stand til at sælge sine serviceydelser globalt.

Carnegie WorldWide i Champions League

Carnegie Asset Management, som rådgiver Investeringsforeningen Carnegie WorldWide, konkurrerer allerede i kapitalforvaltningsindustriens Champions League. Vi hjælper nogle af verdens mest professionelle pensionskasser i København, Stockholm, Oslo, Sydney, Toronto og London med at forvalte deres aktieporteføljer. Vi har været i stand til at eksportere vores serviceydelser og har skabt højt specialiserede arbejdspladser samt skatteindtægter i Danmark. Vi bliver udvalgt i skarp konkurrence med kapitalforvaltere fra hele verden. Og vores kunder vælger os, fordi de har tillid til, at vi også i årene fremover vil være i stand til at levere et merafkast. Siden 1990 har Carnegie WorldWide/Globale Aktier leveret et merafkast på 4,3 pct.-point per år (efter alle omkostninger) – og vi er ikke billigst. Det at blive udvalgt i et så konkurrencepræget marked kræver ikke en gennemsnitlig indsats, men en

ekstraordinær indsats. Det er således ikke forskelle i omkostninger, der skiller vindere fra tabere i investeringsverdenen.

” Man hører ikke mange fodbold-eksperter anbefale folk at tippe på de fodboldklubber, der har de laveste omkostninger for at finde vinderholdene over de næste ti år.

Hvem vinder Champions League?

Hvem vil blive placeret flest gange i top 3 i Superligaen over de næste ti år? Og hvem vil være repræsenteret flest gange i semifinalerne i Champions League? Vores bud er, at det er de fodboldklubber, der kan tiltrække de dygtigste og mest hårdtarbejdende spillere, som formår at spille sammen i et stærkt team med en sammenhæng og fokuseret vinderkultur. Er det så sammenfaldende med de fodboldklubber, der har de laveste omkostninger? Nej, tværtimod. Der vil være en klar sammenhæng mellem de klubber, der har de mest attraktive vilkår, som vi ser det i Real Madrid, Barcelona og Chelsea, og de resultater der over længere perioder skabes på fodboldbanen.

Man hører ikke mange fodboldeksperter anbefale folk at tippe på de fodboldklubber, der har de laveste omkostninger for at finde vinderholdene over de næste ti år.

Hvem vinder på investeringsmarkederne?

Det er en betydelig udfordring at vinde på aktiemarkederne, men det er muligt. Og chancerne for at vælge den rigtige investeringsforening og kapitalforvalter øges markant ved at kigge på den historiske performance over lange perioder. Ligeledes kan man med fordel lægge mærke til virksomhedskulturen samt de forudsætninger, der er til stede for at skabe resultater.

Der er stor forskel på investeringsforeninger, ligesom der er stor forskel på fodboldklubber. Og ligesom der er større chancer for, at Real Madrid vil kvalificere sig til flere Champions League-semifinaler end Hobro IK over de næste ti år, findes der ligeledes visse investeringsforeninger, der har større chancer for at slå markedet og klare sig bedre end gennemsnittet over de kommende ti år.

Som nævnt hører man oftere og oftere eksperter i dagblade og fagmagasiner, der anbefaler investorerne at vælge investeringsforeningerne med de laveste omkostninger. Men lige som fodbold handler om at have de rigtige folk til at spille sammen, kombineret med nogle stærke individualister, som kan foretage de rigtige valg, tiltrækkes investeringsverdenens topperformere ikke af de laveste omkostninger, men af hvor potentialet er størst. Og her taler vi ikke bare om nettoindkomst, men også om rammer og miljø, netværk, ambitionsniveau i virksomheden, kulturen og måden man behandler hinanden på. Det er muligt for den private investor selv eller med hjælp fra en kvalificeret rådgiver at finde disse miljøer – særligt blandt danske investeringsforeninger. Derfor skal man ikke lade sig nøje – heller ikke med markedsafkastet!

” Investeringsverdenens topperformere tiltrækkes ikke af de laveste omkostninger, men af hvor potentialet er størst.



Efter 25 år som kapitalforvalter opfordrer vi til en mere nuanceret debat omkring dette meget vigtige emne. Det handler både om arbejdspladser samt eksport- og skatteindtægter i den finansielle sektor, men frem for alt handler det om, at flest mulige får et ordentligt risikojusteret afkast af deres opsparing.

FØLGER DU DINE INVESTERINGER?

The screenshot shows the Carnegie Worldwide website interface. At the top left is the logo and name 'CARNEGIE WORLDWIDE INVESTERINGSFORENINGEN'. A navigation menu on the left lists: 'INVESTERINGSPRODUKTER', 'BLIV INVESTOR', 'AFKAST OG KURSER', 'NYHEDSCENTER' (with sub-items: 'KORTE NYHEDER', 'NYHEDER OG KOMMENTARER', 'PERSPEKTIVER', 'TILMELD NYHEDSBREV'), 'DOWNLOADS', and 'OM CARNEGIE WORLDWIDE'. The main content area features a header with 'KONTAKT' and 'SØG' buttons. Below is a 'VALGTE AFDELINGER' section with filters for 'Globale Aktier', 'Globale Aktier SRI - AK', 'Danske Aktier', 'Europa', 'Østeuropa', and 'Asien'. A news ticker shows: 'st i Indien', 'Mærsk nedskriver aktiver i Brasilien med \$1,7 mia.', and 'Samsungs salg i 2. kv. faldt 10% pga. smar'. The main content is divided into two columns: 'SENESTE NYHEDER OG KOMMENTARER' and 'PERSPEKTIVER OG MARKEDSTRENDS'. The first article is dated '27. juni 2014' and titled 'EICHER MOTORS - DEN INDISKE HARLEY DAVIDSON', with a sub-image of motorcycles. The second article is dated 'maj 2014' and titled 'GLOBAL OPVARMNING OG ENERGIRESERVER', with a sub-image of oil pumps.

OVERBLIK GIVER INDSIGT - FÅ VORES NYHEDSBREV HVER 14. DAG

Carnegie WorldWides hjemmeside og nyhedsbrev giver dig overblik og indsigt i dine investeringer. Vores erfarne porteføljevaltere holder dig opdateret om den seneste udvikling inden for langsigtede investeringstrends.

Med Carnegie WorldWides nyhedsbrev får du:

- Viden om langsigtede investeringstrends
- Indsigt i aktuelle markedsudviklinger
- Indblik i investeringsbeslutningerne
- Adgang til dybdegående artikelanalyser
- Overblik over din portefølje

Tilmeld dig nyhedsbrevet på forsiden af cww.dk.

Vores nyhedsbrev og cww.dk fik for andet år i træk en topplacering i Jyllands-Postens analyse af informationsformidling 2014.

Globale refleksioner

Af adm. direktør og porteføljeformaler Bo Knudsen

Der er tre årsager til, at Carnegie WorldWide/Globale Aktier har gjort det godt i 2014:

- 1. Ingen eksponering i energisektoren**
- 2. Høj eksponering i USA**
- 3. God aktieudvælgelse - i særligt emerging markets**

2014 udviklede sig til et år, hvor risikoen for at ramme minefelter var stor. Også som investor kan det være lige så væsentligt at forstå, hvad der skal siges nej til, som at forstå hvad der skal siges ja til. Det frie fald i olieprisen skabte et decideret minefelt for aktieudvælgelse i særligt energisektoren og udvalgte lande i emerging markets. Indeksforvaltere og forvaltere med fokus på at ligge tæt på indekset var tvungne til at have store investeringer i energisektoren og blev derfor ramt per automatik. Den aktive forvalter med fokus på absolut risiko havde omvendt gode muligheder for at klare sig godt.

” Det frie fald i olieprisen skabte et decideret minefelt for aktieudvælgelse særligt i energisektoren og udvalgte lande i emerging markets.

I Carnegie WorldWide fokuserer vi netop på en absolut tilgang til risikostyring af en portefølje.

Det er mere end syv år siden, at vi har haft en markant vægt i energisektoren. Det er vores opfattelse, at skifergas- og olieproduktionen i USA vil have mærkbare konsekvenser for USAs selvforsyningsgrad af energi. Denne nye udbudsfaktor, hvor den amerikanske olieproduktion er vokset fra 5,5 mio. tønder per dag i sommeren 2011 til nu 8,5 mio. tønder per dag, er helt afgørende. Ligeledes giver lavere efterspørgsel på energi, påvirket af Kina i et lavere vækstgear samt mere fokus på effektiv udnyttelse af energi, en større sandsynlighed for lave energipriser. Kombineres dette med en energisektor, hvor det er svært at finde selskaber, der formår at skabe frit cash flow, har det været enkelt for os ikke at eje aktier i energisektoren.

Centrale faktorer i 2015 og frem

To af de mest markante variable i verdensøkonomien har skiftet niveau. Olieprisfaldet på mere end 50 pct. og dollarstyrkelsen på knap 15 pct. siden juni måned er signifikante begivenheder. Vi anlægger et tre- til femårigt perspektiv, når vi køber aktier. Efter 25 år som aktieformaler tror jeg på, at det at have en væsentligt længere investeringshorisont er en af de få systematiske veje til et højere afkast end markedsgennemsnittet. Kortsigtet forudsigtelse af specielt både dollarkurs og oliepris er naturligvis meget vanskeligt. Og en stor del af de investeringer, vi har i vores fonde, er ikke specifikt afhængige af den fremtidige udvikling i disse variable. Men særligt når det handler om disse to nøglefaktorer, har de på nuværende tidspunkt så stor betydning, at det er nødvendigt at forstå drivkræfterne bag disse for de kommende år – også som langsigtet aktiv aktieinvestor.

” Efter 25 år som aktieformaler tror jeg på, at det at have en væsentligt længere investeringshorisont er en af de få systematiske veje til et højere afkast end markedsgennemsnittet.

Olieprisen

100 USD er et dejligt rundt tal. Og USD 100 var ankeret for olieprisen fra 2011 og frem til sommeren 2014. Det er vores opfattelse, at det er mest sandsynligt, at olien vil blive handlet væsentligt lavere end USD 100 og mere sandsynligt i spændet USD 50-85 de kommende år. Saudi-Arabien er reelt det eneste land, som kan skrue op og ned på oliehanerne og dermed have en markant og direkte effekt på olieprisen. Men med en forøgelse af den amerikanske olieproduktion, fordelt på mange producenter, på mere end 1 mio. tønder per dag i 2014, hvor den samlede globale efterspørgsel kun steg med 800.000 tønder per dag, står verdens oliemarkeder i en ny situation. Det er denne nye virkelighed Saudi-Arabien nu tilpasser sig. Hvis det kontinuerligt er Saudi-Arabien og ikke de andre olierige lande, der skal skrue ned for produktionen, er det kun Saudi-Arabien, der mister markedsandel og relevans.

I Saudi-Arabien tænker man sikkert også på at få så meget ud af egne enorme reserver som muligt i en verden med teknologiske fremskridt, hvor de næste generationer af biler ikke nødvendigvis kører på benzin, specielt ikke hvis olieprisen er høj. Det er vores opfattelse, at det, set i lyset af denne nye dynamik, er nødvendigt og sandsynligt med en længere periode med lavere oliepriser. Psykologisk fungerer det jo sådan, at jo længere tid noget består, jo mere tro opstår der på, at situationen vil fortsætte. De seneste fem til seks måneders frie fald er ikke nok til, at produktions- og investeringsplaner uden for OPEC nedjusteres. Det er derfor sandsynligt, at vi vil se lave oliepriser i en rum tid fremover, hvor der er to forhold, der bør følges nøje: 1) om aktiviteten og investeringslysten i energisektoren i USA falder fra historisk høje niveauer og 2) om Rusland og andre olierige lande skærer mere permanent i deres produktion.

Overordnet handler dette om Saudi-Arabiens langsigtede rolle på verdens oliemarkeder. Med stærke valutareserver i ryggen er der blæst til kamp; og dette er en kamp, som Saudi-Arabien er villig til tage for at positionere sig som den stærkeste spiller på langt sigt. Også hvis det betyder flere år med lavere priser. Vi følger udviklingen tæt og er opmærksomme på, hvis der skulle opstå langsigtede købsmuligheder på enkeltaktieniveau i energisektoren i disse turbulente og fundamentalt ændrede omgivelser.

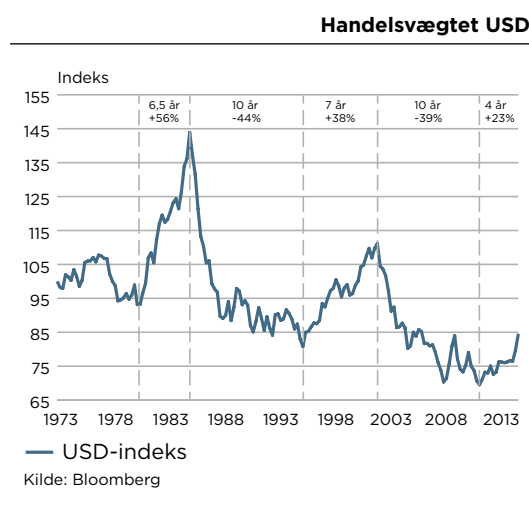
Stærkere USD

Vi tror, at verden må indstille sig på en længere periode, hvor USD styrkes mod de fleste valutaer. Alting er ikke perfekt i USA; særligt det politiske system mangler handlekraft. Men blandt de blinde er den enøjede konge, og USA står relativt stærkt i forhold til resten af verden.

” Det er sandsynligt, at vi vil se lave oliepriser i en rum tid fremover.

USD-indekset har historisk haft en gennemsnitlig cyklus på otte år og er nu inde i en bullperiode. Denne observation kan ikke stå alene, men understøtter vores fundamentale syn på USD. Se figur 1.

Figur 1:



De grundlæggende forudsætninger for vækst i USA er relativt set bedre end for store dele af resten af verden lige nu. Lad mig fremhæve tre af de syv forhold, som bidrog til vores markante strategiske skift i forhold til USA i 2012, og som blev beskrevet i vores Perspektiv-artikel ”7 fordele for USA”.

1) Billigere energi

Det er sandsynligt med lavere aktivitet i skifergas-sektoren som følge af de lavere oliepriser, som beskrevet ovenfor. Men de indirekte fordele af lavere oliepriser er større i kraft af forøgelsen af den disponible indkomst og det større gennemslag, der er i USA grundet markant lavere benzinpriser i forhold til de fleste andre lande. Samtidig er der adgang til billig naturgas, som ikke kan eksporteres. Prisen på naturgas, målt på Henry Hub-indekset, har nu, bortset fra meget korte perioder, holdt sig under fem USD siden 2008. Jo længere tid noget består, jo mere tror man på, at det vil fortsætte. Og investeringer inden for eksempelvis den petrokemiske industri eller autosektoren, hvor energi er en afgørende inputfaktor, foregår nu i højere grad i USA og det nordlige Mexico, hvor naturgas- og transportinfrastrukturen er på plads. Således fremhæver Union Pacific, som ejer og driver størstedelen af jernbanenettet i det vestlige USA, at de ser massive konkrete investeringsplaner i industriaktivitet langs deres jernbanenet de kommende år.

2) Innovation

Vi står på tærsklen til yderligere gennembrud på den teknologiske front, hvor der er stor sandsynlighed for, at de største kommercielle succeser vil være amerikanske. De ledende selskaber inden for hele det transformerende internetområde er i vid udstrækning amerikanske. Denne succes avler ny succes og inspiration til næste generation af teknologiselskaber. I USA er der etableret en infrastruktur, som gør det lidt lettere at komme fra idé til virksomhed. Således er venturebranchen i et typisk år i USA 60 gange større end f.eks. i Tyskland.

” Vi står på tærsklen til yderligere gennembrud på den teknologiske front, hvor der er stor sandsynlighed for, at de største kommercielle succeser vil være amerikanske.

3) Den amerikanske forbruger

Amerikansk økonomi buldrer ikke afsted, men har dog momentum, som blandt andet afspejler sig i et stærkere ejendomsmarked og et stærkere arbejdsmarked. Vi ser fortsat potentiale for bedring på ejendomsmarkedet, hvor aktiviteten endnu ikke er normaliseret efter finanskrisen. For os er bedringen på ejendomsmarkedet en helt central søjle i vores fortsat positive holdning til amerikansk vækst. Beskæftigelsen er i fortsat bedring og udgør et godt grundlag for den altafgørende amerikanske forbruger, som fortsat er drivkraften bag den amerikanske økonomi.

” De røster, der hævdede, at finanskrisen ville lede til, at den amerikanske dollar ville miste sin status som global reservevaluta er forstummet.

USA har pt. en sundere vækstposition i forhold til de andre store valutablokke. Kombineres dette med de seneste kvartalers bedring af både handels- og budgetbalancer og en klar forventning til en relativt set strammere pengepolitik i USA i forhold til Europa og Japan, er det sandsynligt, at USD styrkes. De røster, der hævdede,

at finanskrisen ville lede til, at den amerikanske dollar ville miste sin status som global reservevaluta er forstummet. Jeg er meget enig med professor Eswar S. Prasad, som i sin bog ”The Dollar Trap” beskriver nogle af årsagerne til USAs og dollarens unikke status. Det er ikke blot det, at USA er verdens suverænt største økonomi, men også at det institutionelle demokratiske rammeværk, dybden i de finansielle markeder og et veletableret (komplekst) retssystem gør, at USA står tilbage som det bedste alternativ. Hvad er alternativet til USD?

Vi har i en længere periode haft et klart investeringsfokus på den indenlandske vækst i USA. Det er en position, som vi fortsat tror på her i starten af 2015.

Forventninger

I marts 2015 fylder dette bull-marked seks år. Kigger man tilbage i historiebøgerne, dør bull-markeder dog ikke af alderdom. Men sandsynligheden for syg- og dårligdomme stiger jo ældre bull-markedet bliver. Den solide støtte fra historisk lave renter og centralbankernes direkte opkøb af finansielle aktiver har støttet og støtter fortsat aktiemarkedet. Det centrale spørgsmål er: hvad er alternativet til aktier?

” Den stærke fundamentale udvikling i den amerikanske økonomi tilsiger en afslutning af centralbankens opkøb af obligationer og en ny periode med renteforhøjelser i 2015.

Efter mere end 30 års stigning på obligationsmarkedet skal man som investor længere ud ad risikokurven for at opnå afkast. Og her tilbyder aktiemarkedet efter vores mening fortsat de bedste muligheder. Den stærke fundamentale udvikling i den amerikanske økonomi tilsiger en afslutning af centralbankens opkøb af obligationer og en ny periode med renteforhøjelser i 2015. Det giver normalt større udsving på aktiemarkedet. Uanset den meget lempelige pengepolitik fra centralbankerne i Europa og Japan er det den amerikanske centralbank, der er vigtigst. Derfor er det også mest sandsynligt, at de kommende måneder vil være præget af en større grad af usikkerhed. Det er svært at forestille sig en højere

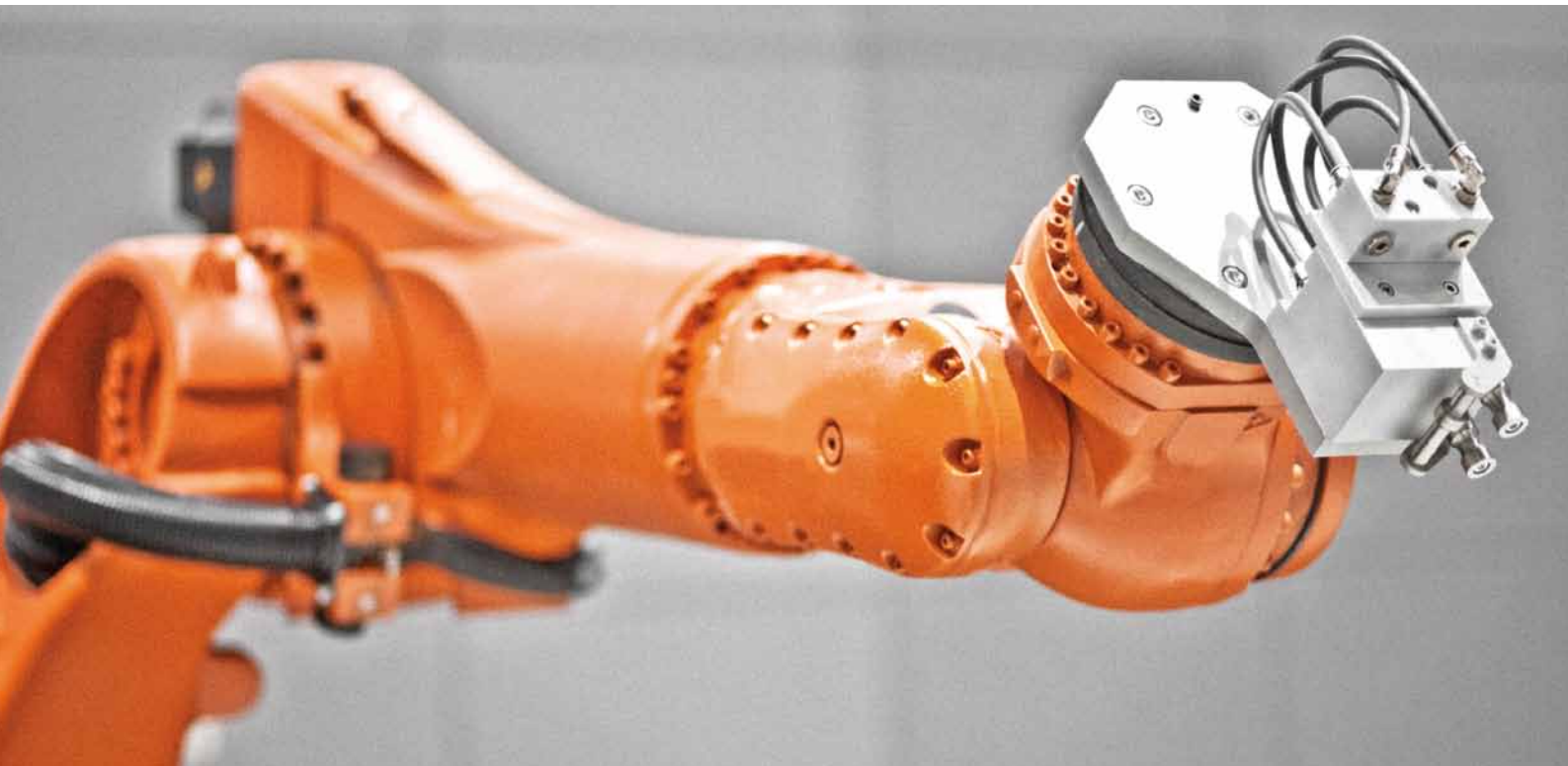
prissætning af aktiemarkedet, hvorfor det bliver indtjeningsudviklingen, der sætter tempoet og skaber forventning til et marked, der giver 5-8 pct. i afkast. Den positive overraskelse for investorer uden for USA kan komme i form af et ekstraafkast på USD.

Aktiv forvaltning betyder egentligt, at man tænker sig om, inden man investerer. Og at man ikke nødvendigvis gør det samme som de andre. Jeg tror, at vi bevæger os i et miljø, hvor aktiv forvaltning udført professionelt betaler sig. Lige som det har betalt sig over det lange seje træk, og lige som det betalte sig i 2014.

” Aktiv forvaltning betyder egentligt, at man tænker sig om, inden man investerer.



Japan som investeringsdestination



Af temaspecialist Morten Springborg og porteføljeformidler Lars Wincentzen

Budgetunderskuddet i Japan er i en kategori for sig selv, og centralbankens nye kvantitative lempelser er af en størrelse, man aldrig tidligere har set. Valutaen er som følge heraf svækket kraftigt, men aktiemarkedet, specielt eksportsektoren, udviser fornyet optimisme. Vi besøgte for nylig en række japanske selskaber for at vurdere, hvor attraktivt det japanske aktiemarked er i lyset af "Abenomics". Dette er betegnelsen for den økonomiske reformpolitik, som premierminister Abe præsenterede i januar 2013 i form af "Three Arrows"-programmet.

Japan befinder sig i en kritisk situation. Økonomien er efter forårets momsstigning faldet tilbage i recession, handelsbalancen er negativ, efter at de japanske atomreaktorer er blevet slukket, og landet er derfor blevet ekstremt afhængig af importeret energi. Hertil kommer, at centralbanken har øget en i forvejen ekstremt aggressiv pengepolitik. På den baggrund rejste vi for nylig endnu engang til Japan for at sondre terrænet for investeringsmuligheder. Vi havde hørt fra lokale kontakter, at det efterhånden kun er meget få vestlige investorer, der besøger landet. De fleste har givet op efter

25 års økonomisk ørkenvandring og dårlige afkast på aktiemarkedet. Paradoxalt nok oplever Japan i dag et boom i turismen, der er steget fra ca. 4 mio. turister for 10-15 år siden til nu 13 mio. turister, tiltrukket af meget lave priser efter det store fald i ynnen de sidste par år. Vi kunne ved selvsyn konstatere, at man nu får utrolig meget for pengene. En japansk Big Mac koster en tredjedel mindre end i Danmark, ligesom en hotelovernatning koster en tredjedel af tilsvarende i USA. Dette er udmærkede indikatorer for den fundamentale undervurdering af ynnen, der i reale handelsvægtede termer nu er billigere, end den har været i 40 år.

Politisk opbakning til eksperimental økonomisk politik

I november udkrev premierminister Abe valg til parlamentet for tid, hvilket han vandt sammen med koalitionspartneren Komeito. Sejren skal ses som en vigtig opbakning til Abes politiske "Three Arrows"-program. Programmet er kontroversielt, da det bygger på en ekstremt aggressiv finans- og pengepolitik, der har til formål at

bekæmpe deflationen og kickstarte økonomien, hvorefter strukturelle reformer skal gennemføres.

Vores syn på denne politik er, at det på kort sigt er vigtigst at forholde sig til pengepolitikken. Siden kvantitative lempelser blev introduceret i 2012, er yennen blevet kraftigt svækket. I slutningen af oktober overraskede Bank of Japan med et yderligere pengepolitisk tiltag. Centralbanken ville trykke nye penge og opkøbe værdipapirer for USD 720 mia. svarende til 16 pct. af landets BNP hvert år, indtil inflationen runder to pct. 16 pct. er dobbelt så meget som det løbende budgetunderskud. Til sammenligning købte den amerikanske centralbank, hvad der svarer til fem pct. af BNP, da den købte mest. Centralbanken vil således løbende reducere udbuddet af statsobligationer.

” Sejren skal ses som en vigtig opbakning til Abes politiske ”Three Arrows”-program, der bygger på en ekstremt aggressiv finans- og pengepolitik.

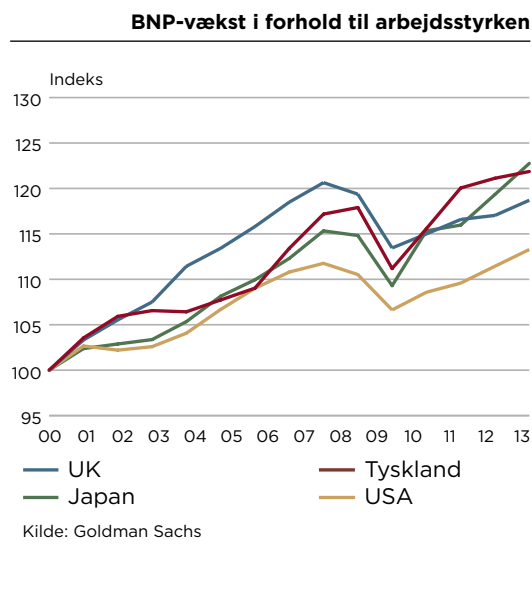
Disse tiltag vil forøge divergensen i pengepolitikken mellem de store økonomiske blokke, og effekten har da også udmøntet sig i yderligere fald i yen-kursen. Japan er en pioner i deflationær økonomi og eksporterer nu deflationen til resten af verdenen, gennem sin mere konkurrencedygtige eksportsektor. Dette er formentlig et af de få ”produkter”, verden ikke ønsker at købe fra Japan.

Japans kerneproblem er en aldrende befolkning

Den japanske økonomi har i to årtier været præget af deflation, og siden 2000 har den gennemsnitlige inflation målt ved CPI (forbrugerprisindeks) været -0,15 pct. I samme periode har den japanske vækst ligget lavest blandt de store udviklede økonomier. Væksten i BNP per indbygger har dog været på niveau med de fleste udviklede økonomier, og målt som BNP i forhold til arbejdsstyrken har væksten faktisk været den højeste og samtidig markant højere end i USA. Dette er effekten af en aldrende befolkning og faldende befolkningstal.

Er det realistisk, at Japan kan vokse hurtigere end over de sidste 15 år, og vil en aggressiv pengepolitik kunne ændre på økonomiens reelle akilleshæl, nemlig at landet har verdens ældste befolkning, samt at arbejdsstyrken mindskes? Sandsynligvis ikke.

Figur 1:



Faldende befolkningstal og verdens højeste statsgæld

Gældsrestruktureringen af bankerne blev gennemført for ti år siden. Overkapaciteten i økonomien er fjernet, aktier og ejendomspriser stiger igen, og jobmarkedet er det strammeste siden 1992 med få kvalificerede ansøgere til hver ledig stilling. Økonomien behøver med andre ord ikke mere stimulering, hvorfor årsagen til de massive pengepolitiske lempelser skal findes andetsteds. Vi mener, at årsagen er den uholdbare gældssituation.

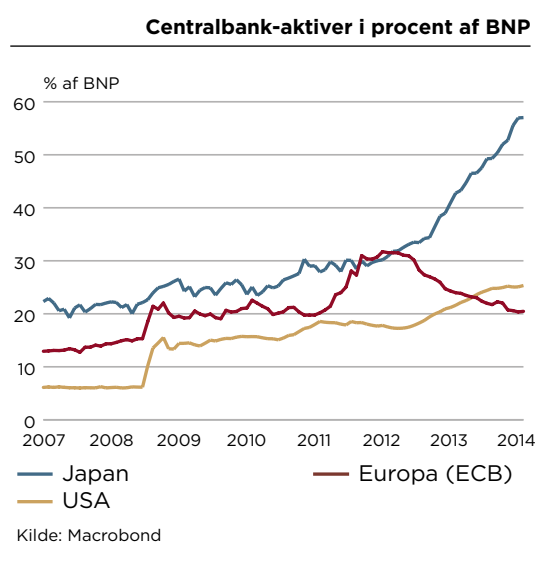
” Selv hvis Abes ”Three Arrows”-program mirakuløst skulle være i stand til at løfte produktiviteten og øge arbejdsudbuddet, vil dette ramme økonomien gennem stigende renter.

Japan har en bruttogæld på 240 pct. af BNP og en nettogæld på 135 pct. og har i mange år ligeledes haft et underskud på de offentlige finanser på ca. 8 pct. af BNP. Dette betyder, at 16 pct. af statens indtægter går til rentebetalinger til trods for, at den 10-årige statsrente pt. ligger på 0,3 pct. Japan kan således ikke bære en markant rentestigning. Selv hvis Abes ”Three Arrows”-program

mirakuløst skulle være i stand til at løfte produktiviteten og øge arbejdsudbuddet, vil dette ramme økonomien gennem stigende renter, hvorfor højere vækst ikke i sig selv er løsningen.

Den japanske statsgæld er overvejende ejet af japanerne selv. Udenlandske investorer ejer kun 8 pct. Set i dette lys, er det ikke sandsynligt, at landet havner i en betalingsbalancekrise. Den demografiske udvikling udgør dog et alvorligt problem. En aldrende befolkning nedsparer, og de største ejere af japanske statsobligationer er landets pensionskasser. Pensionssektoren er i dag nettosælger af statsobligationer for at kunne udbetale til pensioner, og disse salg vil kun accelerere over de kommende år. Dette vil alt andet lige presse renterne op. Japan kan som sagt ikke bære højere renter, hvorfor den japanske centralbank vil være nødsaget til at træde til med opkøb. I dag er den japanske centralbank den dominerende køber og kontrollerer derfor renterne.

Figur 2:



Centralbanken ejer i dag ca. 25 pct. af de japanske statsobligationer, svarende til omtrent 60 pct. af BNP – et niveau, der ikke tidligere er set i verdenshistorien – og dette vil kun stige i takt med, at pensionssektoren ændrer sin aktivallokering. Verdens største pensionskasse, japanske Government Pension Investment Fund (GPIF), har samtidig med centralbankens seneste tiltag i november annonceret, at man vil øge allokeringen til japanske og udenlandske realaktiver, hovedsageligt aktier, og sælge obligationer. GPIF har i dag investeret

ca. 65 pct. i japanske og udenlandske obligationer, hvor vestlige pensionskasser typisk ligger med en andel på 35 pct.

GPIF planlægger at sælge knap halvdelen af sine japanske statsobligationer, og der er ingen naturlige købere foruden centralbanken. Denne ændrede aktivallokering er i vores øjne forklaringen på centralbankens øgede opkøb af statsobligationer. Den japanske opsparing skal ændres fra obligationer til aktier. Målsætningen for den japanske regering og centralbank er at skabe inflation for dermed at have en chance for at håndtere statsgælden. Stigende inflation giver dog tab på obligationsbeholdningerne, hvilket vil kunne destabilisere det finansielle system. Dermed opstår behovet for en stærkere ejer af den japanske statsgæld, nemlig centralbanken. Uanset hvad, så vil det japanske samfund skulle bære tabet på den store gæld, hvad enten det er gennem pensionssystemet og bankerne eller gennem centralbankens tab af egenkapitalen, og yennens mulige fald de kommende år.

Det er klart, at denne politik er inflationær og via forværret bytteforhold med udlandet udhules købekraften for almindelige japanske forbrugere. Dette rammer samtidig de mindre hjemmemarkedsorienterede virksomheder.

Den tredje del i Abes ”Three Arrows”-program drejer sig om strukturelle reformer, hvilket potentielt er meget positivt for aktiemarkedet. Dette indebærer bl.a. liberalisering af arbejdsmarkedet for at skabe mere fleksibilitet. Hertil kommer en skattereform, som i første omgang vil sænke selskabsskatten fra 35 til 29 pct. Senere vil en reform af de nuværende lukrative afskrivningsregler kunne finansiere yderligere lempelser. Det sidste forhold vil kunne få stor betydning for mange selskaber, der i dag udnytter afskrivningsreglerne og kun betaler meget lidt eller ingen skat. Kun 30 pct. af selskaberne, hvilket typisk er de store selskaber, betaler i dag (en meget høj) selskabsskat. En normalisering af skatteraten mod internationalt niveau vil have meget stor betydning for disse selskaber, herunder de selskaber vi er investeret i.

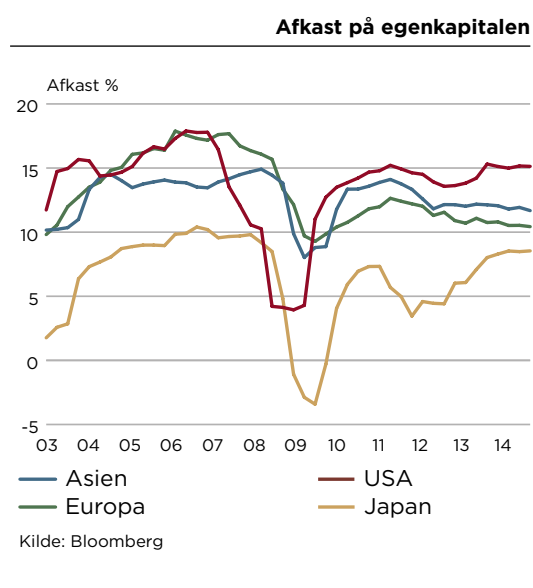
Aktieudvælgelse i Japan

Eksportselskaberne står som en klar vinder, da den faldende yen styrker deres konkurrenceevne. Vores strategi er at finde eksportselskaber med unikke markedspositioner inden for japanske kernekompetencer såsom industriteknologi.

” Vores strategi er at finde eksport-selskaber med unikke markedspositioner inden for japanske kernekompetencer såsom industriteknologi.

Vi har siden 1990 fulgt det japanske aktiemarked. Stagnationen i den økonomiske vækst og de lave eller negative inflationsrater har skabt svære forhold for de indenlandske selskaber. Som en fokuseret aktieinvestor har det været nemt blot at ignorere det japanske aktiemarked. Manglen på gode investeringsmuligheder har vi selv observeret gennem talrige virksomhedsbesøg, og det kommer til udtryk ved virksomhedernes lave afkast på egenkapitalen.

Figur 3:



Der blæser dog nye vinde over Japan. Regeringen har udarbejdet reformer for ”god virksomhedsledelse”, som har fokus på at øge antallet af uafhængige bestyrelsesmedlemmer, og som henstiller til et minimumsmål for egenkapitalforrentningen på 8 pct. Resultatet er, at virksomhederne nu arbejder med sammensætningen af bestyrelserne.

I begyndelsen af 2014 blev JPX400-indeksset introduceret. Det er et indeks, der er konstrueret således, at kun de 400 selskaber med den højeste egenkapitalforrentning er med. Flere institutionelle investorer, herunder GPIF, anvender aktivt indekset, hvorfor det i stigende grad er vigtigt for de store virksomheder at sikre sig en plads i indekset. Dette er en revolution for japanske virksomheder, der gennem årtier har været ledet ud fra hierarkiske konfucianistiske principper og intern ledelsesudvælgelse, der ikke har været fokuseret på kvalitet men på anciennitet. Det er slut. Vi tror, at fokus herfra vil være på at øge virksomhedernes kapitalafkast.

I Carnegie WorldWide har vi altid haft fokus på selskaber af høj kvalitet og med gode vækstudsigter. Carnegie WorldWide/Globale Aktier har i løbet af 2014 øget investeringerne i Japan til 7,4 pct. fordelt på fire selskaber. Disse fire selskaber har alle unikke forretningsområder og er særdeles lønsomme, som det fremgår af tabellen.

Selskabers margin og forrentning af egenkapital for 2014

Selskab	Driftsmargin	Forrentning
Keyence	49%	12%
Fanuc	36%	13%
Rakuten	17%	16%
Komatsu	12%	12%

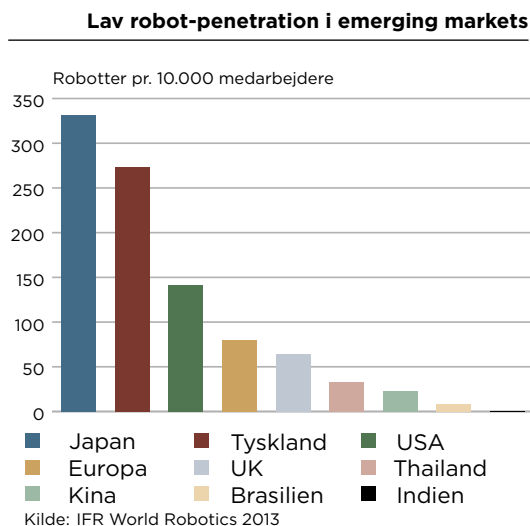
Keyence og Fanuc har meget høje driftsmarginer, men en ganske lav egenkapitalforrentning. Det skyldes, at begge selskaber har meget store kontantbeholdninger, som ikke skaber nogen indtjening. Fanuc har ca. USD 8 mia. i kontanter, mens Keyence har USD 3,5 mia., svarerende til 15-20 pct. af selskabernes markedsværdi. Herudover ejer Fanuc ca. 18 pct. af egne aktier. Når vi møder selskaber med en sådan høj forsigtighed, spørger vi altid ind til dette. Den forretningsmæssige logik ville være opkøb af selskaber internationalt, men det gør de ikke. Forklaringen skal formentlig findes i ønsket om at være uafhængige af deres banker samt at kunne modstå selv meget svære markedsforhold uden hjælp. Det er dog en pseudoforklaring, forstået på den måde, at Keyence og Fanuc er så profitable, at de selv gennem den seneste finanskriser gav overskud.

Keyence og Fanucs høje marginer skyldes deres meget unikke franchises. Begge selskaber udspringer af Japans førerskab inden for

” Automatiseringen er en nødvendighed i den vestlige verden som følge af den aldrende befolkning og faldende arbejdsstyrke, men også som led i at opretholde konkurrenceevnen.

automatisering. Fanuc er således en af verdens største producenter af robotter, robotmaskiner (mindre robotter) og CNC-enheder (Computer Numerical Control). CNC-enhederne er computerprocessorer, der tilsluttes og styrer værktøjsmaskiner, hvilket er et marked, hvor Fanuc har over 50 pct. global markedsandel. Alle Fanucs forretningsområder oplever vækst drevet af det strukturelle behov for at automatisere manuelle processer. Automatiseringen er en nødvendighed i den vestlige verden som følge af den aldrende befolkning og faldende arbejdsstyrke, men også som led i at opretholde konkurrenceevnen. I emerging markets er udbredelsen af robotter stadig lav, men da lønningerne er på vej hastigt opad, er det i stigende grad nødvendigt og fordelagtigt at automatisere.

Figur 4:



Keyence er verdensledende inden for sensorer og andet måleudstyr. Sensorerne bruges i et væld af industrier med henblik på at øge hastigheden på produktionsprocesserne. En sensor kan opfatte ting markant hurtigere end det menneskelige øje, hvorfor et transportbånd, som før var overvåget af arbejdere, vil kunne sætte

hastigheden op med 10-20 gange ved at anvende sensorer. Keyence skaber således selv sine markeder ved at være i tæt dialog med sine industrikunder, og potentialet er enormt. Keyence producerer ikke selv sine produkter, men har fuldkommen kontrol over sine produktrettigheder samt produktkvaliteten. Dette er forklaringen på selskabets meget høje profitabilitet. Væksten drives af nye produkter og fokus på global ekspansion. Det internationale salg steg for eksempel over 30 pct. i 2013 og 2014, og vi forventer, at den høje vækst vil fortsætte og retfærdiggøre en relativ høj prisfastsættelse af aktien.

Vores syn på Japan

De japanske politikere har truffet adskillige tvivlsomme valg over de sidste 30 år, og resultatet har været uproduktive investeringer, sådan at landet i dag har verdens relativt største offentlige gæld. Når Japan samtidig har verdens hurtigst aldrende arbejdsstyrke, ja så fanges landet i en gældsfælde. De eneste udveje er monetarisering (centralbankens finansiering af gælden), bankerot eller inflation. Vi tror, Japan har valgt monetarisering fulgt af inflation. Yen'en er historisk billig, og tilpasningen til en mere rimelig yen-kurs går via enten styrkelse af valutaen eller inflation. Vi tror, at det vil ske gennem gradvis stigende inflation i takt med, at den strukturelle mangel på arbejdskraft bliver tydeligere, hvorved økonomien vil opleve et stigende lønpres. Virksomhederne vil fokusere på automatisering af både service og industri, hvorfor vores primære investeringer i Japan er Keyence og Fanuc. Hele aktiemarkedet kan overraske positivt via en ændret adfærd som regeringens reform for ”god virksomhedsledelse” kan bidrage til. De japanske aktieselskaber oplever allerede i dag en forbedret indtjening. Egenkapitalforrentningen er steget fra 4 pct. for to år siden til 8 pct. i dag, og hvorfor skulle japanske selskaber ikke kunne få et afkast på niveau med internationale konkurrenter i takt med, at der opstår lidt inflation i økonomien, og de massive kontantbeholdninger i det japanske erhvervsliv aktiveres gennem M&A, investeringer og aktietilbagekøb. Mængden af tilbagekøb er faktisk allerede steget 60 pct. i forhold til sidste år. Japan er et risikabelt marked, men også et marked, der har meget stort potentiale.

” Hele aktiemarkedet kan overraske positivt via en ændret adfærd som regeringens reform for ”god virksomhedsledelse” kan bidrage til.



Forventninger til aktiemarkedet

De globale aktiemarkeder

Efter snart seks år med kursstigninger drevet af en meget lempelig pengepolitik globalt, er usikkerheden højere end tidligere. Den amerikanske centralbank har indstillet dens opkøb af statsobligationer, og den korte amerikanske rente ventes hævet medio 2015. Det giver normalt større udsving. Vi så dette i november sidste år, og dette kan gentage sig i første halvår af 2015, men vi tror, at eventuelle kursfald vil være en købsmulighed. Mulighederne for at skabe merafkast gennem aktiv aktieudvælgelse er gunstige. Normaliseringen af pengepolitikken betyder, at der vil komme større fokus på den forretningsmæssige udvikling i selskaberne, og derved får vi en mere differentieret kursudvikling på tværs af selskaber og sektorer.

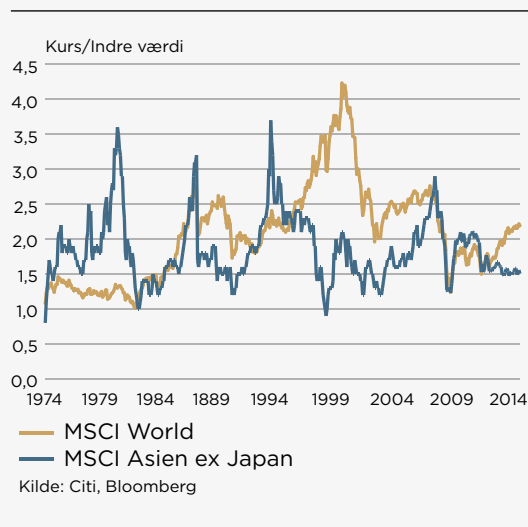
Vi forventer moderate og afmålte rentestigninger i USA, og den europæiske og japanske centralbank forsat vil føre en meget lempelig pengepolitik. Så længe den globale økonomi udvikler sig positivt, og inflationsniveauet forbliver lavt omkring på 2-3 pct., vil investorerne fortsat søge aktiemarkedet. Vi er fortsat positive over for udviklingen i den amerikanske økonomi, og det markante fald i olieprisen vil understøtte væksten i de olieimporterende lande.

Aktiemarkederne har været drevet af højere værdiansættelse (jf. grafen) og vækst i virksomhedernes indtjening, men udsigten til mindre støtte fra den amerikanske centralbank betyder, at afkastene primært skal drives af stigende indtjening i virksomhederne. I dette lys forventer vi et markedsafkast på 5-8 pct. Vi tror på et ekstraafkast fra en stigende amerikansk dollar. Dollaren er allerede steget 15 pct., men som beskrevet i vores Perspektiv ”De tektoniske valutaplader er sat i bevægelse”, tror vi på en stigende dollar, som kan fortsætte i 2015.

Danske aktier

Vi forventer fortsat en god indtjeningsudvikling for de danske selskaber i 2015, som vil være fundamentet for endnu et positivt år for de danske akter. Vi finder aktuelt mest langsigtet værdi i de industri-cykliske aktier, idet disse pga. af den aktuelle modvind fra det svage opsving i Europa aktuelt handles med en rabat.

Prisfastsættelsen



Emerging Markets og Asien

Emerging markets står over for en række usikkerheder, herunder udsigten til stigende amerikanske renter. Enkelte lande rammes hårdt af de faldende råvarepriser, mens denne udvikling er en stor hjælp for de råvareimporterende lande. Dette skaber basis for at implementere strukturelle reformer. Det sker særligt i Kina, Indonesien og Indien og understøtter vores positive syn på disse lande.

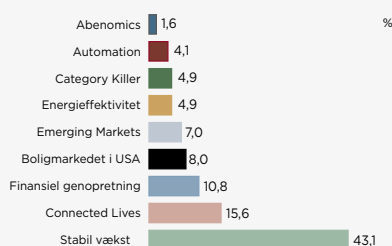
Vi fastholder vores langsigtede positive syn på Asiens strukturelle vækstmuligheder drevet af regionens positive demografi, professionalismismen i de asiatiske virksomheder, ændringen i forbrugsmønstre osv. Også relativt stærke selskabsbalancer og offentlige balancer betyder, at kapital- og infrastrukturudbygningen vil fortsætte.

Vi tror derfor, at Asien og andre udvalgte lande i emerging markets kan levere et afkast på linje med eller højere end verdensindekset. Vi mener, at prisfastsættelsen i særligt Asien (jf. graf) i høj grad tager højde for de aktuelle usikkerheder, og vi vurderer, at prisfastsættelsen er attraktiv for den langsigtede og risikovillige investor.



Globale Aktier

Temaoversigt pr. 31.12.2014



Status på kvartalet

Fjerde kvartal blev et godt kvartal for afdeling Globale Aktier. Afdelingen opnåede et afkast på 8,4 pct., hvilket var godt i forhold til afdelingens benchmark MSCI AC World, der steg 4,9 pct. For hele året blev afkastet på 24,5 pct., hvilket var markant over benchmark, der steg 18,4 pct. I temaartiklen "Globale refleksioner" har vi beskrevet udviklingen i 2014 nærmere. Baggrunden for det positive resultat i 2014 var særligt vores fravalg af energisektoren, den høje vægt på 60 pct. i amerikanske aktier, hvor hele ni aktier steg 35 pct. eller mere målt i kroner, samt afdelingens investering i Indiens ledende realkreditbank HDFC, der steg knap 60 pct.

Drivkraften bag endnu et godt aktieår har været en positiv udvikling i den amerikanske økonomi samt udsigten til fortsat pengepolitiske lempelser i Japan og Europa. Geopolitisk usikkerhed samt udsigten til en lidt strammere pengepolitik i USA skabte en del volatilitet i 2014, hvilket formentlig også vil være tilfældet i 2015.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Afdelingens fundament består af store og stabile vækstselskaber, som aktuelt udgør 43 pct. af investeringerne. Selskaberne har stærke markedspositioner og balancer samt vokser hurtigere end den globale vækst. Det er vores overbevisning, at disse selskaber vil generere gode langsigtede afkast og sikre en relativ lav risiko i porteføljen.

Herudover er afdelingen investeret i en række unikke selskaber, der drager fordel af høj strukturel vækst fra særlige temaer og trends. De vigtigste temaer er "Connected Lives" (16 pct.), som bl.a. indeholder Google og Facebook, "Finansiell genopretning" (11 pct.) og "Boligmarkedet i USA" (8 pct.). Efter mange år med lav vægtning i japanske aktier er Japan nu pænt repræsenteret i porteføljen med fire aktier (7 pct.). Afdelingen har stadig ingen investeringer inden for energi, telekommunikation eller offentlige værker, som, vi mener, er presset strukturelt.

Omlægninger

Vi har valgt at sælge **Samsung Electronics**, da selskabet risikerer at tabe yderligere markedsandele til kinesiske mobilproducenter. Det har givet plads til Japans førende internet-handelsselskab **Rakuten**, som vi forventer vil vokse 10-20 pct. årligt. Vi har endvidere valgt at investere i **Keyence** – et af Japans mest profitable og hurtigst voksende selskaber, som arbejder med automatiseringsløsninger. Dette er sket på bekostning af **Schneider Electric**. Positionerne i Gilead Sciences, Nestlé, Diageo og Prudential er blevet øget i kvartalet.

Risikomærkning

Læs mere om risikomærkning på www.cww.dk

Fondskode **DK0010157965**

Afdelingens start: 30.06.1990

Læs mere på: www.cww.dk/ga

Nøgletal

31.12.14 **30.09.14**

Formue (i 1.000 kr.) 4.021.624 3.812.674

Cirkulerende andele stk. 5.304.927 5.449.757

Udbytte 0,00 0,00

Indre værdi 758,09 699,60

Officiel kurs 760,00 698,20

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.

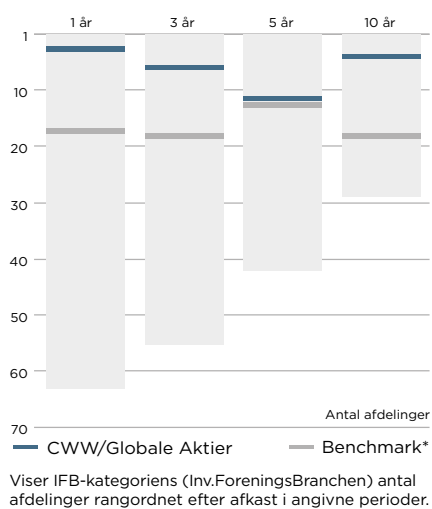
Afkast i pct./Merafkast i pct.point	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Globale Aktier	24,5	65,9	85,3	147,1	10,8
Benchmark*	18,4	59,7	84,0	92,6	6,5
Globale Aktier merafkast ift. benchmark*	6,1	6,2	1,3	54,5	4,3

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

Afkastudvikling (start indeks 100)



Placering i IFB's afkaststatistik



Aktieporteføljen pr. 31.12.2014

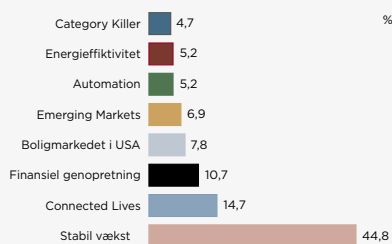
	USA & Canada	Storbritannien	Kontinental-europa	Pacific	Emerging Markets	Total	Benchmark*
Energi						0,0	8,0
Råvarer	Praxair 2,7					2,7	5,4
Industri og service	Union Pacific 5,1		ABB 2,3	Fanuc 2,2 Komatsu 1,6		11,2	10,5
Forbrugsgoder - cykliske	Home Depot 4,3 L. Brands 4,0 Walt Disney 3,9	ASOS 0,8	BMW 2,5	Rakuten 1,7		17,2	12,1
Forbrugsgoder - defensive	CVS Health 3,8	BAT 3,9 Diageo 3,0	Nestlé 2,9			13,6	9,7
Medicinal	Gilead Sciences 3,7		Novo Nordisk 3,1			6,8	11,6
Finans	AIG 3,0 Citigroup 3,2 TD Ameritrade 2,1 Wells Fargo 3,7	Prudential 3,1	UBS 2,4		HDFC 7,1	24,9	21,8
Informations-teknologi	Alliance Data 2,0 Facebook 3,0 Google 4,5 Microsoft 4,4 Visa 7,8			Keyence 1,9		23,6	13,8
Telekommunikation						0,0	3,7
Koncessioneret service						0,0	3,4
Andet						0,0	0,0
Total	61,3	10,9	13,3	7,4	7,1	100,0	-
Benchmark*	55,9	7,1	15,3	11,3	10,3	-	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. 31.12.2014



Status på kvartalet

De globale aktiemarkeder steg 4,9 pct. målt ved MSCI AC World i årets fjerde kvartal, men afdeling Globale Aktier Etik gav et afkast på 8,2 pct. For hele året blev afkastet på 26,4 pct., hvilket var markant over benchmark, som steg 18,4 pct. Den gode udvikling har været drevet af en høj vægt i de amerikanske selskaber, herunder bl.a. Visa og Limited Brands. Investeringen i den indiske realkreditbank HDFC var igen blandt porteføljens største bidragsydere.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Afdelingens fundament udgøres af stabile vækstselskaber, som er karakteriseret ved en stærk markedspositionering og en stærk ledelse. Foruden de stabile vækstselskaber investerer afdelingen i unikke selskaber, der drager fordel af 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 Komatsu, der via datterselskaber er leverandør til og henter en mindre del af omsætningen via salg til forsvarsindustrien. I stedet har vi valgt at investere i Nike, Novartis og Roche.

Omlægninger

I fjerde kvartal valgte vi at købe **Rakuten** finansieret ved et salg af **General Mills**, ligesom vi købte **Keyence** finansieret ved et salg af **Caterpillar**.

General Mills har været i porteføljen siden 2009 og leveret et afkast på mere end 85 pct. i perioden frem til salget, men selskabet har i den seneste tid oplevet svagere salg af deres fødevarer til supermarkederne.

Caterpillar har siden april 2013 og frem til salget leveret et samlet afkast på knap 30 pct. Selskabet leverede solide regnskabstal for tredje kvartal, men med udsigten til faldende markedsudsigter og aftagende afledte salg fandt vi, at det var det rette tidspunkt at afvikle positionen i selskabet.

Risikomærkning

Læs mere om risikomærkning på www.cww.dk

Fondskode

DK0060287217

Afdelingens start: 07.03.2011

Læs mere på: www.cww.dk/etik

Nøgletal

31.12.14 30.09.14

Formue (i 1.000 kr.)	394.342	359.273
Cirkulerende andele stk.	2.832.846	2.890.026
Udbytte	0,00	0,00
Indre værdi	134,46	124,31
Officiel kurs	135,50	125,20

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.

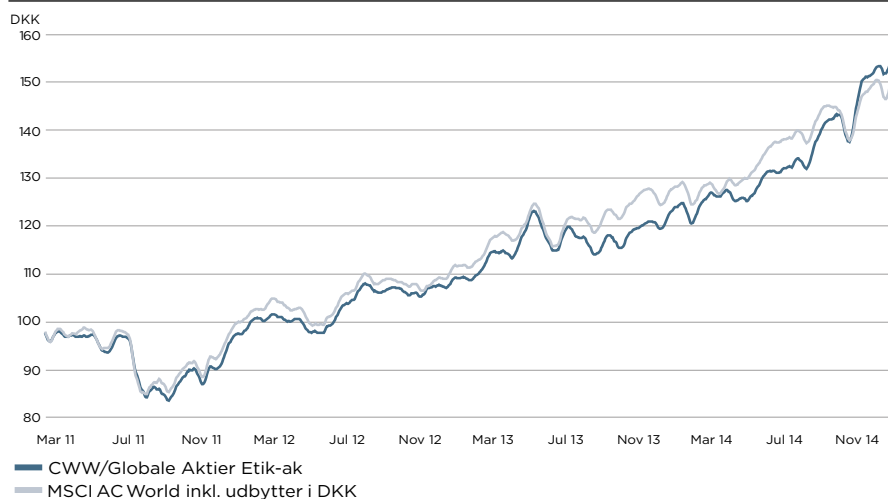
Herudover vil afdelingen ikke investere i selskaber, som har en betydelig del af deres aktiviteter inden for produktion, distribution eller salg af alkohol, tobak, pornografi, hasardspil, våben eller teknologiske produkter, som specifikt anvendes til våben.

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	26,4	67,9	-	-	12,3
Benchmark*	18,4	59,7	-	-	11,5
Globale Aktier Etik-ak merafkast ift. benchmark*	8,0	8,2	-	-	0,8

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

Afkastudvikling (start indeks 100)



Aktieporteføljen pr. 31.12.2014

	USA & Canada	Storbritannien	Kontinental-europa	Pacific	Emerging Markets	Total	Benchmark*
Energi						0,0	8,0
Råvarer	Praxair 2,5					2,5	5,4
Industri og service	Union Pacific 5,4		ABB 2,1	Fanuc 2,6		10,1	10,5
Forbrugsgoder - cykliske	Home Depot 4,2 L Brands 3,8 Nike 2,4 Walt Disney 3,8	ASOS 0,8	BMW 3,2	Rakuten 1,7		19,9	12,1
Forbrugsgoder - defensive	CVS Health 3,7		Nestlé 3,0			6,7	9,7
Medicinal	Gilead Sciences 3,6		Novartis 3,4 Novo Nordisk 3,0 Roche Holding 3,4			13,4	11,6
Finans	AIG 3,0 Citigroup 3,2 TD Ameritrade 2,1 Wells Fargo 3,6	Prudential 3,0	UBS 2,3		HDFC Bank 7,1	24,2	21,8
Informations-teknologi	Alliance Data 1,8 Facebook 2,1 Google 4,6 Microsoft 4,4 Visa 7,7			Keyence 2,5		23,1	13,8
Telekommunikation						0,0	3,7
Koncessioneret service						0,0	3,4
Andet						0,0	0,0
Total	61,9	3,8	20,4	6,8	7,1	100,0	-
Benchmark*	55,9	7,1	15,3	11,3	10,3	-	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

Afdeling Globale Aktier Stabil er kommet godt fra start med et afkast på 9,3 pct. i fjerde kvartal, hvilket er 0,4 procentpoint bedre end MSCI's verdensindeks for stabile aktier og 4,4 procentpoint bedre end det almindelige globale verdensindeks. Drivkraften bag det gode afkast har været en positiv udvikling i den amerikanske økonomi samt udsigten til fortsat pengepolitiske lempelser i Japan og Europa. De lave lange renter gør stabile aktier attraktive, da de med stor sikkerhed udbetaler et udbytte, der kan konkurrere med en 10-årig statsobligation. I afdeling Globale Aktier Stabil får man samtidig andel i den globale værditilvækst gennem en håndplukket portefølje af 40-60 selskaber, der har en lavere risiko end det globale aktiemarked.

I 4. kvartal kom en lang række af afdelingens selskaber med gode regnskaber, og 12 af afdelingens aktier steg med mere end 20,0 pct. Den amerikanske apotekerkæde CVS Health, der er afdelingens største investering, blev kvartalets bedste investering med et afkast på 26,3 pct.

Knap 60 pct. af porteføljen er investeret i defensive sektorer som konsumentvarer, sundhed, telekommunikation og forsyning. I disse sektorer finder vi mange kvalitetsselskaber med en attraktiv værdiansættelse, som er inde i en positiv udvikling. Vi er derimod stort set ikke eksponeret til oliesektoren, hvilket har skånet os for mange bekymringer i kvartalet. Vi valgte dog mod slutningen af året at investere i det amerikanske selskab Enbridge, der ejer olie- og gasrørledninger i USA. Selskabet får betaling for at transportere olie og gas, uden at være afhængig af olie- og gaspriserne. Enbridge er et godt eksempel på, at der findes stabile selskaber i alle brancher.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Afdelingen investerer i selskaber med en stærk konkurrencemæssig position og en stabil forretningsmodel. Selskaberne opererer såvel lokalt som globalt. Som eksempler herpå kan nævnes vores investeringer i den amerikanske bedemandsforretning, Service Corp. og den japanske administrator af p-pladser, Park24. En mere global aktør er det schweiziske bageri, Arytza, der bl.a. leverer brød og kager til en stor del af McDonalds restauranter.

Vi stræber efter at finde en bred vifte af forskelligartede selskaber, der samlet set udgør en robust portefølje. Gennem et indgående kendskab til de selskaber vi investerer i, er det vores ambitiøse mål at kunne levere et afkast, der er bedre end det globale aktiemarked, men med en lavere risiko.

Risikomærkning

Læs mere om risikomærkning på www.cww.dk

Fondskode

DK0010312529

Afdelingens start: 01.10.2014

Læs mere på: www.cww.dk/stabil

Nøgletal

31.12.14 30.09.14

Formue (i 1.000 kr.) 76.900 52.708

Cirkulerende andele stk. 586.735 439.363

Udbytte 0,00 0,00

Indre værdi 131,06 119,96

Officiel kurs 133,30 119,90

Investeringsfilosofi

Afdelingens målsætning er at skabe et højere afkast end MSCIs 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 porteføljeformidlere indgår i et tæt og åbent samarbejde med forvalterne af forningens 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

4. kvartal 2014

Carnegie WorldWide/Globale Aktier Stabil 9,3

Benchmark* 8,9

Globale Aktier Stabil merafkast ift. benchmark* 0,4

Risiko (forventet)

Globale Aktier Stabil

Benchmark*

MSCI AC World

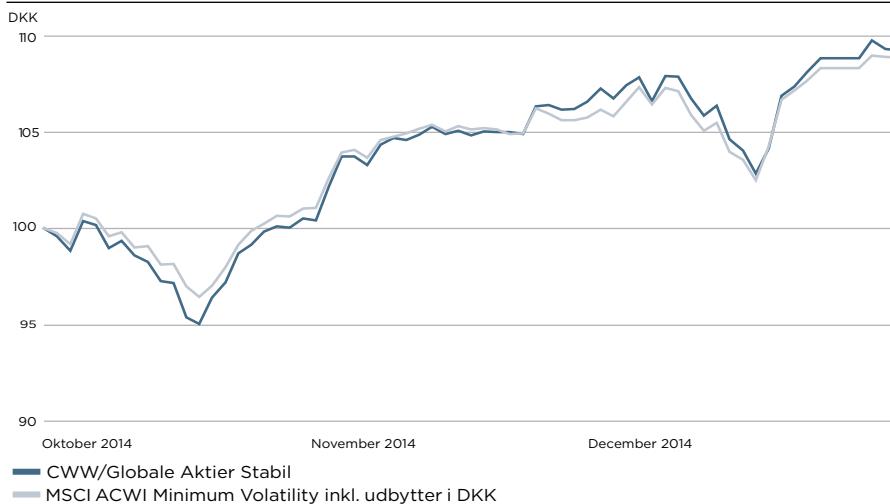
Std.afv. % (beregnet) 11,3 10,8 12,5

Beta i fht. benchmark* 1,0 - -

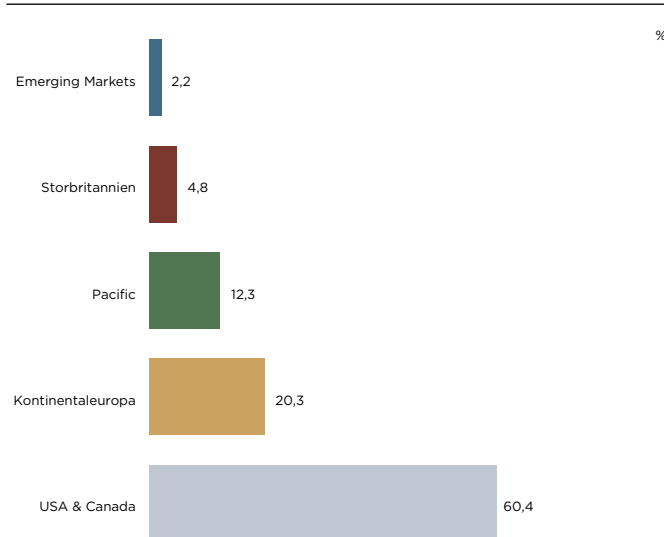
Beta i fht. MSCI All Country World 0,9 - -

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

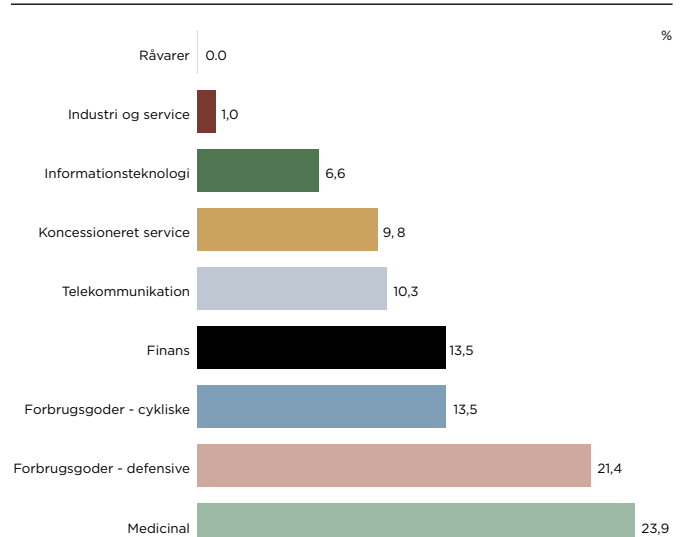
Afkastudvikling (start indeks 100)



Geografisk fordeling af porteføljen pr. 31.12.14



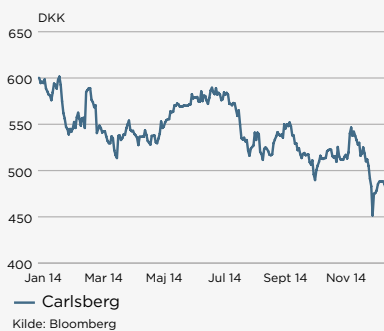
Sektorfordeling af porteføljen pr. 31.12.14





Danske Aktier

Kursudvikling Carlsberg



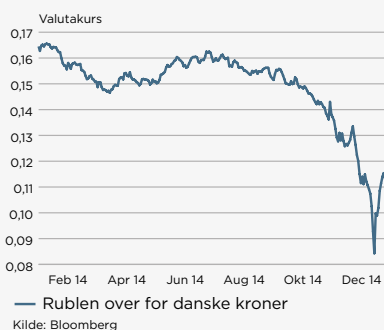
Status på kvartalet

Afkastet i fjerde kvartal blev 1,6 pct., hvilket var bedre end for det generelle danske aktiemarked, der steg med 1,2 pct. Afkastet for 2014 blev 18,8 pct., hvilket er 1,6 procentpoint højere end markedet. Kvartalsafkastet var drevet af Vestas, Pandora, Topdanmark og Tryg, men undervægtede positioner i D/S Norden, TDC, Lundbeck og Carlsberg bidrog også positivt i forhold til markedet.

Afkastet fra de danske aktier var i kvartalet under afkastet på verdensindekset, og det danske aktiemarked gav i 2014 derved for første gang i mange år et marginalt lavere afkast end verdensindekset.

OW Bunkers konkurs kom som en overraskelse for alle investorer. Forretningsmodellen var ikke, som vi troede. Meget tyder på, at selskabet tog langt højere risici end ventet, og at selskabet solgte store mængder skibsolie til én kunde uden sikkerhed. Sammenfaldet gjorde, at egenkapitalen gik tabt som følge af det markante fald i olieprisen. Afdelingen havde en meget begrænset position i selskabet, som således ikke kunne ødelægge afdelingens ellers gode afkastudvikling. Der er ikke meget af værdi i konkursboet, men det bliver interessant at finde ud af, hvad der rent faktisk skete. Vi vil afvente de pågående undersøgelser.

Valutakursudvikling



Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Porteføljen er overvægtet med ca. 12 procentpoint i cykliske aktier og undervægtet med ca. 14 pct. i defensive aktier. Den cykliske overvægt er fordelt 75/25 mellem industriaktier og bankaktier. Bankerne, herunder særligt Danske Bank, er fortsat interessante målt på den forventede indtjening for 2016. Dette forhold tror vi, at også investorerne vil fokusere på i løbet af 2015. Industriaktierne er interessante, især de selskaber hvor omsætningen kan overraske positivt og udløse en operationel gearing pga. bedre kapacitetsudnyttelse. Vi er undervægtet i defensive aktier, og i særdeleshed i de industri-defensive aktier, mens vi fortsat har en pæn overvægt i forsikring.

Omlægninger

Vi har været undervægtet i Carlsberg længe, og vi har nu valgt at reducere med ca. 1,5 pct. yderligere, da selskabet står over for store udfordringer i Rusland. Rublen er faldet kraftigt, hvorfor Carlsbergs indtjening fra Rusland vil blive markant mindre værd i danske kroner. Dette forhold har markedet endnu ikke indregnet fuldt ud. Provenuet er investeret i hhv. ISS, Matas, FLSmidth og NKT.

Risikomærkning

Læs mere om risikomærkning på www.cww.dk

Fondskode

DK0010249655

Afdelingens start: 23.12.1998

Læs mere på: www.cww.dk/da

Nøgletal

31.12.14 30.09.14

Formue (i 1.000 kr.) 703.809 715.981

Cirkulerende andele stk. 2.671.864 2.762.055

Udbytte 0,00 0,00

Indre værdi 263,42 259,22

Officiel kurs 265,20 259,00

Afkast i pct./Merafkast i pct.point	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Danske Aktier	18,8	106,8	109,1	264,2	12,9
Benchmark*	17,2	100,7	101,4	191,4	10,1
Danske Aktier merafkast ift. benchmark*	1,6	6,1	7,7	72,8	2,8

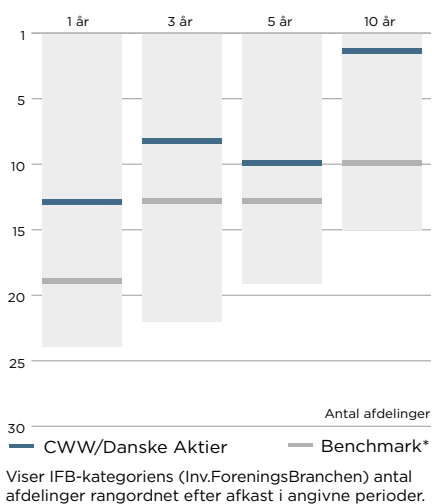
Risiko

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	11,2	14,7	18,8	19,8
Std.afv. % p.a. benchmark*	10,3	13,4	18,1	17,7
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	2,1	1,0	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. 31.12.2014

	Cyklisk vækst	Stabil vækst	Finansiell vækst	Total	Benchmark*
Energi				0,0	0,0
Råvarer		Novozymes 2,8		2,8	8,2
Industri og service	A.P. Møller-Mærsk 4,3 DSV 5,0 FLSmidth 4,8 G4S 4,1 ISS 3,6 NKT 3,1 Vestas Wind Systems 7,5			32,4	25,8
Forbrugsgoder - cykliske	IC Group 0,5 North Media 0,5 Pandora 9,0			10,0	5,6
Forbrugsgoder - defensive		Carlsberg 0,5 Chr. Hansen Holdning 5,1 Matas 1,4		7,0	6,1
Medicinal		GN Store Nord 2,0 Novo Nordisk 9,8 William Demant 2,4		14,2	27,1
Finans			Danske Bank 10,3 Jyske Bank 4,7 Nordea 2,7 Sydbank 3,8 Topdanmark 5,1 Tryg 5,0	31,6	23,2
Informationsteknologi	SimCorp 2,0			2,0	0,7
Telekommunikation				0,0	3,2
Koncessioneret service				0,0	0,1
Andet				0,0	0,0
Total	44,4	24,0	31,6	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.



Asien

Status på kvartalet

Afdelingen steg med 7,7 pct. i kvartalet, mens MSCI AC Asia ex. Japan kun steg med 4,6 pct. Det gode afkast skyldes især en række indiske aktier såsom Eicher Motors, Gruh Finance, ICICI Bank og Havells samt eksponering til Indonesien via ejendomsaktierne Pakuwan, Ciputra Surya og cementselskabet Indocement. Ligeledes har vores fravalg af direkte investeringer i energisektoren været en væsentlig bidragsyder, om end vi har enkelte indirekte eksponeringer som f.eks. Ezion, der har bidraget negativt.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Til trods for de store udsving på markederne gennem kvartalet som følge af kollapset i den russiske rubel og en deraf afledt bekymring for en ny periode med usikkerhed for emerging markets, har Asien klaret sig stabilt i det meste af kvartalet. Dog har det givet anledning til nogle kortvarige udsving på både valuta- og aktiemarkederne i Indonesien og Indien. Vi deler ikke bekymringen om en periode med usikkerhed for Asien, eftersom der ikke er fundamentale grunde hertil. Samme holdning deles åbenlyst af de hjemlige investorer på det kinesiske A-aktiemarked, hvor indekset er steget med ca. 35 pct. siden starten af oktober i takt med klarere signaler fra myndighederne om yderligere lempelser i pengepolitikken til understøttelse af væksten. Disse signaler understøtter vores positive syn på Kina.

Overordnet set er investeringsstrategien uforandret, hvor vi særligt har fokus på smartphones til lavprissegmentet i emerging markets samt miljøsektoren og ejendomssektoren i Kina, idet vi forsat vurderer, at vækstpotentialet ikke er afspejlet i prisfastsættelsen.

Ligeledes fastholder vi en relativ høj eksponering mod Indien, da vi anser Indien som den mest interessante investeringscase i regionen. Dette blev da også bekræftet i forbindelse med vores to ugers besøg i Indien i november. Dog må man forvente periodiske fluktuationer, hvis markedet bliver for optimistisk ift. tempoet for Modis reformproces. Overordnet set er vi stadig meget positive over for regionen, som tilbyder kombinationen af billigt prissatte aktier og høj vækst.

Omlægninger

De vigtigste omlægninger har været udskiftningen af **Radiant** med **ASE**. Vi har solgt **SM Investment, Super Group, Truly, DGB** og **Hisense** på grund af øget konkurrence. China Mobile og Tencent er øget for at drage fordel af udbredelsen af smartphones i Kina. I Indien har vi tilkøbt **Voltas, SKS Microfinance** samt **Tech Mahindra** via reduktion i Eicher Motors, Havells og HDFC som led i delvis profithjemtagning.

Risikomærkning	■
Læs mere om risikomærkning på www.cww.dk	
Fondskode	DK0060057644
Afdelingens start:	07.12.2006
Læs mere på:	www.cww.dk/asien

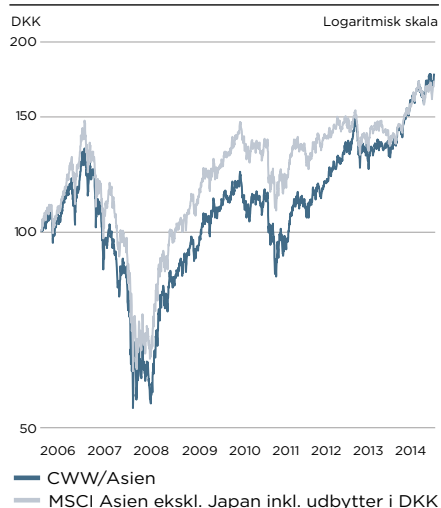
Nøgletal	31.12.14	30.09.14
Formue (i 1.000 kr.)	473.177	486.796
Cirkulerende andele stk.	2.823.596	3.129.472
Udbytte	0,00	0,00
Indre værdi	167,58	155,55
Officiel kurs	167,00	155,70

Afkast i pct./Merafkast i pct.point	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Asien	29,3	83,9	85,1	-	7,3
Benchmark*	19,1	42,1	55,1	-	7,0
Asien merafkast ift. benchmark*	10,2	41,8	30,0	-	0,3

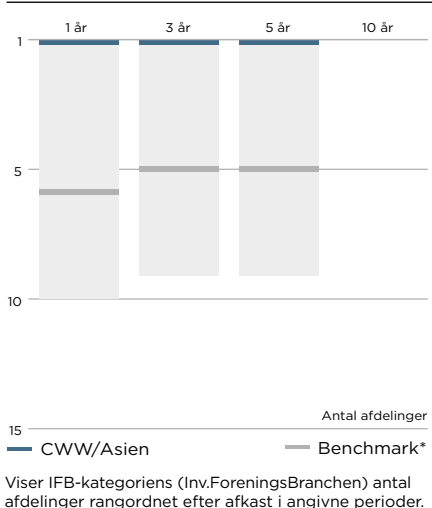
Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	11,8	14,8	-	20,1
Std.afv. % p.a. benchmark*	10,8	12,8	-	19,6
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	1,7	0,8	-	0,3

*Benchmark er MSCI AC Asia ex. Japan inkl. geninvesterede nettoudbytter i DKK.

Afkastudvikling (start indeks 100)



Placering i IFB's afkaststatistik

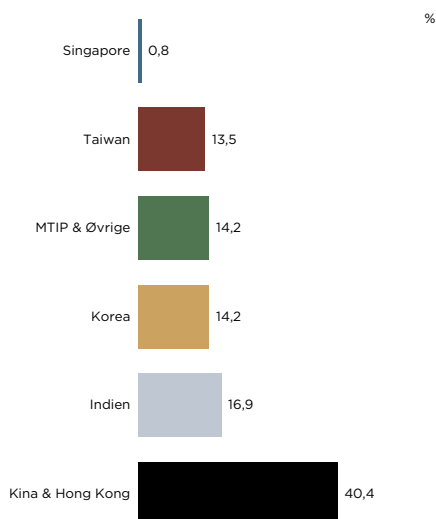


Investeringsfilosofi

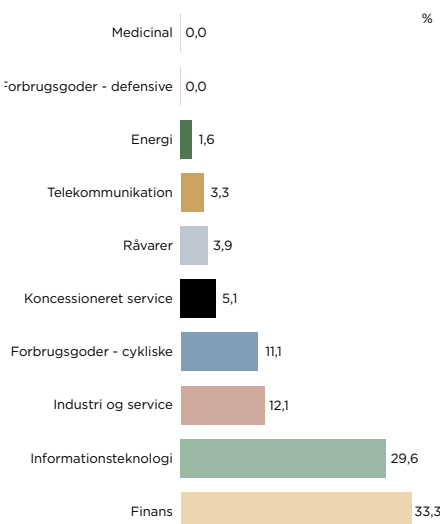
Afdelingens målsætning er at skabe langsigtet høj værditilvækst for den tålmodige investor. En værditilvækst, der overstiger markedsafkastet med en moderat risiko på niveau med eller under markedsrisikoen.

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.

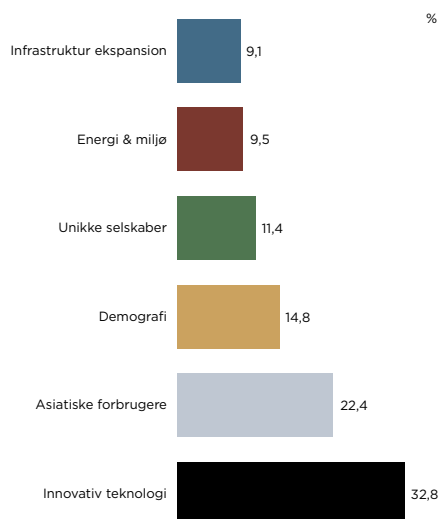
Geografisk fordeling af porteføljen pr. 31.12.14



Sektorfordeling af porteføljen pr. 31.12.14



Tematisk fordeling af porteføljen pr. 31.12.14





Emerging Markets

Status på kvartalet

I fjerde kvartal var emerging markets præget af en række udfordringer, herunder en stærkere amerikansk dollar og en forventning om stigende renter i USA, geopolitiske spændinger samt et massivt fald i olieprisen og den russiske rubel. Trods disse udfordringer opnåede afdelingen et afkast på 2,5 pct., hvilket var væsentligt bedre end afdelingens benchmark MSCI Emerging Markets, der faldt 0,3 pct. Merafkastet kan henføres til en god udvikling blandt afdelingens asiatiske selskaber på tværs af temaer, sektorer og lande såvel som vores betydelige undervægt i energisektoren. Som følge af olieprisens og rublens fald var det derfor ikke overraskende, at afdelingens få energirelaterede investeringer såvel som vores russiske aktier var kvartalets største negative bidragsydere.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Afdelingen er sammensat af selskaber, der har positive fremtidsudsigter, en stærk finansiel situation og ledelse, samt en solid forretningsmodel, der ideelt set understøttes af en eller flere strukturelle vækstdrivere. Vi vurderer, at smartphones til lavprissegmentet i emerging markets såvel som miljøtemaet i Kina er blandt de mest interessante strukturelle væksttemaer i øjeblikket.

Emerging markets står over for en række usikkerheder. Dette til trods vurderer vi ikke, at der er anledning til bekymring. Der er uden tvivl lande, som vil blive hårdt ramt af modvind fra bl.a. faldende råvarepriser og stigende renter i USA. Samtidig er der en række lande, som står stærkt ift. faldende globale energipriser, og som formår at få implementeret strukturelle reformer, der skal sikre økonomisk vækst i de kommende år. Det er primært i Asien, særligt i Kina og Indien, hvor vi ser regeringer, som forsøger at sikre et gunstigt investeringsmiljø på længere sigt. Dette understøtter vores positive syn på begge lande.

Omlægninger

Vi har foretaget en række omlægninger i kvartalet. Vi købte **EOH Holdings**, **CCC**, **SK Hynix**, **Gamevil**, **DO & CO** og **Is REIT**. Vi solgte **Dixy Group**, **Qiwi**, **Truly Intl.**, **AAC Tech.**, **Petrobras**, **Banorte**, **Cheung Kong**, **Techtronic** og **DGB Financial**. Fælles for de købte selskaber er, at de har stærke markedspositioner og positive vækstudsigter. For så vidt angår de frasolgte selskaber var der forskellige årsager til salgene. Dixy og Qiwi blev solgt for at reducere eksponeringen mod Rusland. Petrobras blev solgt bl.a. pga. korrupsionsskandaler. Banorte blev solgt pga. tvivl om selskabets fokus på minoritetsaktionærerne oven på interne magtkampe.

Risikomærkning

Læs mere om risikomærkning på www.cww.dk

Fondskode

DK0015945166

Afdelingens start: 01.10.2014

Læs mere på: www.cww.dk/em

Nøgletal

31.12.14 30.09.14

Formue (i 1.000 kr.)	48.042	49.885
Cirkulerende andele stk.	239.991	255.491
Udbytte	0,00	0,00
Indre værdi	200,18	195,25
Officiel kurs	198,40	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

4. kvartal 2014

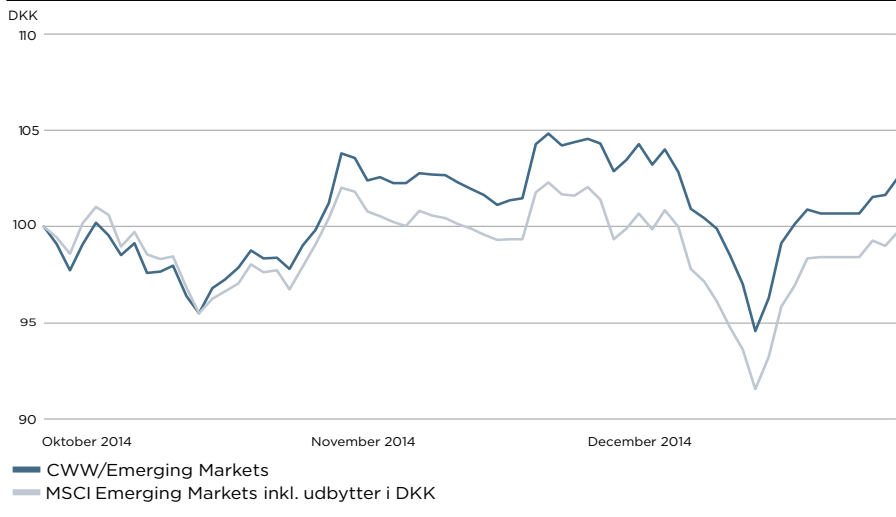
Carnegie WorldWide/Emerging Markets	2,5
Benchmark*	-0,3
Emerging Markets merafkast ift. benchmark*	2,8

Risiko (ingen data, da afdelingens levetid er under 3 år)

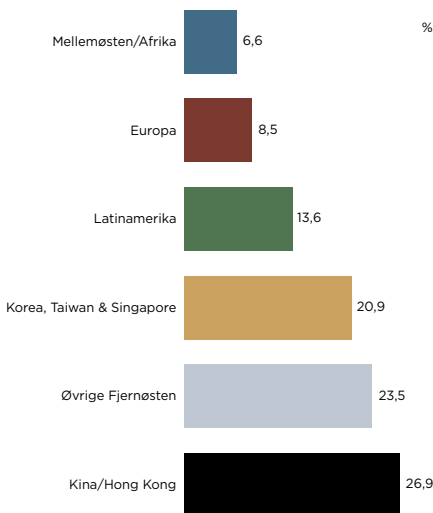
	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	-	-	-	-
Std.afv. % p.a. benchmark*	-	-	-	-
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	-	-	-	-

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

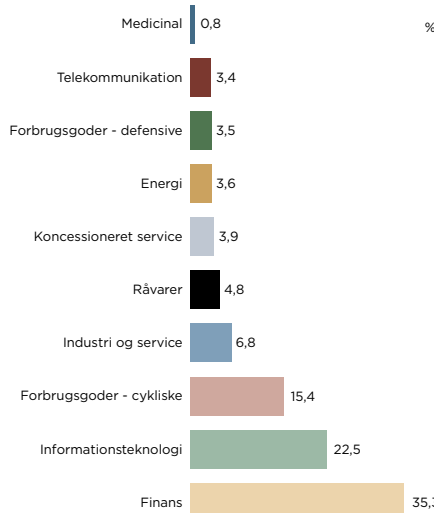
Afkastudvikling (start indeks 100)



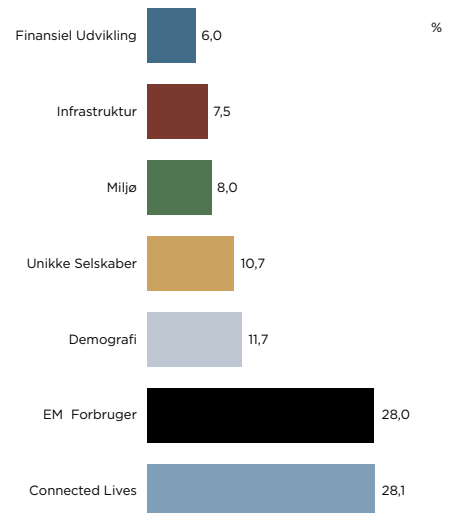
Geografisk fordeling af porteføljen pr. 31.12.14



Sektorfordeling af porteføljen pr. 31.12.14



Tematisk fordeling af porteføljen pr. 31.12.14



Positive indtryk fra Indien

AS EM ETK GA



Vi har for nylig besøgt Indien, som tegner sig som årets bedste marked i Asien. Investorerne har haft store forventninger til den nyvalgte Modi som premierminister, og vores rejse bekræfter vores fortsatte tiltro til Modi.

Modi skaber entusiasme

Der mærkes en betydelig optimisme efter indsættelsen af Modi. Der er tillid til, at Modi kan gennemføre de nødvendige reformer og forløse Indiens store vækstpotentiale. Modi-administrationen har fire fokusområder.

Effektiv momsopkrævning

En skattereform, og særligt en reform af momssystemet, er ét fokusområde. Moms på varer og tjenesteydelser er i dag centralt styret og særdeles ineffektivt. En mere effektiv opkrævning vil styrke samhandlen på tværs af delstaterne i Indien, idet det fortoldning af varer mellem staterne i dag er omstændig. Endvidere vil det øge de offentlige indtægter betydeligt.

Nemmere adgang til land

Indien har et enormt behov for infrastruktur. Et vigtigt skridt her er flere tilgængelige landarealer. Der er derfor et behov for at forsimple processen vedrørende opkøb af landområder til infrastruktur. Den forrige regering forsinkede mange projekter, hvorfor antallet af nye infrastrukturprojekter er historisk lavt. Modi ønsker at gennemføre en mere erhvervsvenlig regulering, som kan sætte gang i infrastrukturinvesteringerne.

Registrering af velfærdsydelse

Implementering af et nationalt personnummer står ligeledes højt på reformagendaen. Det er et projekt, der er søsat af den forrige regering, men selve implementeringen har haltet, hvorfor kun ca. halvdelen af befolkningen er registreret. Et hovedelement er, at personnummeret skal linkes direkte til den enkeltes bankkonto. Dette er en stor udfordring, da en stor del af befolkningen står uden for det finansielle system, hvilket Modi også ønsker ændret. Indførelse af personnumre kan få stor betydning, da der foregår omfattende svindel med velfærdsydelse. Vi vurderer, at denne korruption og svindel kan reduceres til 0,5 pct. af Indiens BNP, såfremt betalinger tilknyttes et personnummer.

"Come to India"

Flere af disse reformer spillede en central rolle i en tale, som Modi for nylig holdt i USA under sloganet "Come to India". Publikum var amerikanske erhvervsledere, og formålet var at tiltrække amerikanske investeringer til Indien. Målsætningen er, at Indien skal blive langt mere erhvervsvenligt. Bedre infrastruktur, simple skatteforhold og mindre bureaukrati skal gøre Indien mere attraktiv for internationale virksomheder. I den seneste årlige oversigt over de mest erhvervsvenlige lande fra Verdensbanken er Indien placeret som nummer 142 ud af 189 lande. Der er således et stort potentiale.

Hvad bringer fremtiden?

Vores indtryk fra besøget er, at de positive forventninger til Modi ikke blot er medieskabte, men at de bunder i, at Modi skaber reel optimisme i Indien. Set i lyset af, at inderne har været vant til uopfyldte løfter, er det ikke overraskende, at det skaber entusiasme når befolkningen kan se, at tingene bevæger sig i den rigtige retning. Der er dog lang vej endnu, og vi er vidne til en reformproces, der vil strække sig over mange år.

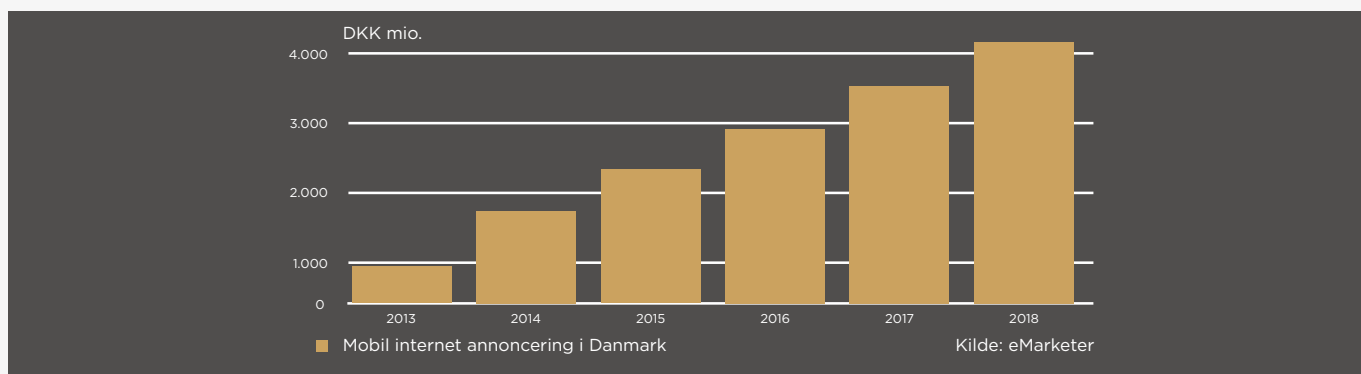
Indien byder på nogle af de mest interessante langsigtede investeringsmuligheder i Asien, og til trods for, at det indiske aktiemarked er steget næsten 40 pct. i 2014, er det ikke dyrt prisfastsat.

Carnegie WorldWide Asien har investeret ca. 17 pct. i Indien, mens afdeling Emerging Markets har ca. 12 pct. i Indien. I afdeling Globale Aktier og Globale Aktier Etik er den indiske real-kreditbank HDFC den største position med en investering på knap 7 pct.

CWW.DK/TILMELD-
NYHEDSBREV

Mobilannoncering i Danmark er mere end fordoblet i år

ETK GA



Mobilannonceringen i Danmark er eksploderet de seneste år og forventes at stige med 150 pct. i 2014. Det er en global tendens, som forventes at fortsætte de kommende år. I Carnegie WorldWide ser vi Google og Facebook som to af vinderne.

Ovenstående graf viser det amerikanske analysebureau eMarketers forventninger til udviklingen inden for mobilannoncering i Danmark frem til 2018. De årlige vækstrater forventes at toppe i år med hele 150%. Frem til 2018 vil mobilannoncering vokse fra ca. 630 mio. i 2013 til ca. 4,5 mia. i 2018. Væksten drives af udbredelsen af smartphones. eMarketer forventer således, at mere end 80 pct. af danskerne i 2017 vil eje en smartphone, hvilket vil gøre Danmark til det land i verden med flest smartphones per indbygger. Samtidig vil mere end 60 pct. af digitalannoncering i 2017 ske via mobile platforme.

En global tendens

Væksten i mobilannoncering er en tendens vi ser over det meste af verden. På globalt plan estimerer eMarketer en vækst på 85 pct. alene i 2014. Skiftet drives primært af forbrugernes ændrede medie- og kommunikationsvaner. Vi bruger mindre tid på TV og aviser, og mere tid på sociale medier, YouTube og vores smartphones generelt. Det har den naturlige konsekvens, at traditionelle annonceringsmedier som print, TV og radio mister markedsandele til digitalannoncering, og mobilannoncering i særdeleshed. Der er dog fortsat et misforhold mellem medieforbrug og annoncering, hvilket er et væsentligt argument for at mobilannoncering vil tage yderligere markedsandele de kommende år. I USA publiceres eksempelvis 20 pct. af annonceringer i printmedier, men kun 5 pct. af det overordnede medieforbrug anvendes på disse medier. Til sammenligning bruges 20 pct. af medieforbruget på mobiltelefonen, men blot 4 pct. af annoncekronerne. I takt med, at flere virksomheder får øjnene op for potentialet og nødvendigheden af at være tilstede på mobilplatforme, forventer vi, at misforholdet gradvist udlignes.

Facebook og Google blandt vinderne

I Carnegie WorldWide er udviklingen af mobilannoncering en af de globale trende, vi følger med stor interesse som en del af vores investeringstema Connected Lives. Vi har i Carnegie WorldWide Afdeling Globale Aktier og Afdeling Globale Aktier Etik investeret i to af de selskaber, vi ser som vinderne på området – Google og Facebook. Begge selskaber har den konkurrencemæssige fordel, at de råder over enorme brugerdata, hvorfor de kan tilbyde annoncører og virksomheder målrettede annonceringsmuligheder.

Google er verdens førende selskab indenfor onlinesøgninger og digitalannoncering. Selvom denne position er opbygget i den stationære computers tid, står Google med et stærkt produktudbud rettet mod mobil- og smartphone-brugere. Google er således tilstede, hvor forbrugerne er. Facebook er i dag nr. to indenfor digitalannoncering. Med 1,3 mia. brugere har Facebook en mere detaljeret og større mængde brugerdata end noget andet selskab i verden. Facebook ejer desuden fotodelingstjenesten Instagram, som med over 200 mio. brugere er blandt de mest populære sociale netværk, hvorfor der ses et stort potentiale i Instagram.

Google og Facebook har i dag tilsammen mere end 70 pct. af det globale marked for mobilannoncering, med Google som den største aktør med ca. 50 pct. af markedet. Set fra et investorperspektiv har udviklingen af mobile platforme skabt bekymring omkring, hvorvidt Facebook og Google vil være i stand til at opretholde den samme indtjening per bruger på mobile platforme som på stationære computere. Begge selskaber har dog gradvist formået at forbedre monetariseringen af brugerbasen på mobile platforme og dermed slået fast, at det er en bekymring, som i vidt omfang er ubegrundet.

Vi forventer, at både Google og Facebook fremadrettet vil være i stand til at fastholde og udbygge sine dominerende markedspositioner inden for digital annoncering. I Perspektivet "Investering i en Interaktiv verden" kan du læse mere om Carnegie WorldWides tanker omkring og investeringer inden for temaet "Connected Lives".

STABILE AKTIER MED LAV RISIKO

STA

Jagter du den store gevinst på aktiemarkedet? I så fald er du ikke alene. Private investorer kan have en tendens til at påtage sig en risiko, der er højere end gennemsnittet i jagten på det ekstraordinære afkast.

Læs mere på cww.dk



GOOGLES MOONSHOT-VÆRKSTED

STA ETK GA

Google er ikke et helt almindeligt selskab. Siden selskabets etablering i 1998 har "mission statement" været at organisere verdens information og gøre den bredt tilgængelig. Vi ser Google som et af verdens mest visionære selskaber.

Læs mere på cww.dk



"KEY OF SCIENCE"

ETK GA

Den næste store industrielle investeringsbølge er automatisering af produktionsprocesser. Japanske Keyence leverer innovative løsninger, som hjælper virksomheder på tværs af industrier verden over med at høste gevinsterne fra disse nye teknologier.

Læs mere på cww.dk



JOKOWI LANCERER BRÆNDSTOFREFORM

AS EM

Mindre end en måned efter sin tiltræden som Indonesiens præsident har Jokowi lanceret sin første reform. Vi ser det som et positivt første skridt for reformprocessen i Indonesien.

Læs mere på cww.dk



GT CAPITAL: BILER TIL FILIPPINERNE - BILER TIL FILIPPINERNE

AS EM

Filippinerne er et af de lande i verden med færrest biler per indbygger, og sammenholdt med stigende lønindkomster giver det attraktive vækstmuligheder i den filippinske bilindustri. Vi har investeret i det filippinske selskab GT Capital for at få eksposering til denne vækst.

Læs mere på cww.dk

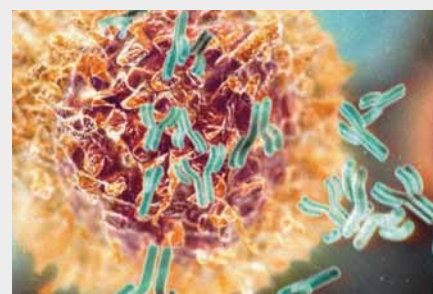


ROCHE I KAMP MOD CANCER

STA ETK

I anledning af Knæk Cancer-ugen stiller vi skarpt på Roche - en af verdens førende inden for udvikling og salg af cancermedicin. 34.000 danskere får hvert år konstateret cancer, og lige under halvdelen dør af sygdommen. Cancer er således den hyppigste dødsårsag blandt danskere under 65 år.

Læs mere på cww.dk



METAL ER SAGEN FOR SMARTPHONES

ETK GA

Efterspørgslen på smartphones med metalrammer er stigende. Indtil nu har det primært været Apple og fornyligt HTC, som har anvendt metalrammer, men nu melder bl.a. Samsung Electronics og kinesiske Xiaomi sig også på banen. Metalrammer er komplicerede at producere og kræver brug af robotteknologi. Her er japanske Fanuc førende.

Læs mere på cww.dk



GRUH FINANCE - SUCCES MED INDISKE MIKROLÅN

AS

Indiske Gruh Finance yder boliglån til lavindkomstgrupper i Indien. Selskabet har opnået en stærk position på dette nichemarked, som har meget store vækstmuligheder.

Læs mere på cww.dk



LÆS FLERE ATIKLER PÅ CWW.DK/NYHEDSCENTER

En grundfilosofi. Seks afdelinger

Carnegie WorldWide har seks afdelinger, som bygger på de samme grundlæggende principper.

De tre globale afdelinger og afdeling Danske Aktier kan generelt bruges som fundamentet i opbygningen af din aktieportefølje.

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

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

Afdeling **Globale Aktier** investerer globalt uden lande- eller sektorbegrænsninger. Her får du bedst udbytte af vores erfaring, fordi vi har størst mulig fleksibilitet til at sætte investeringerne optimalt sammen.

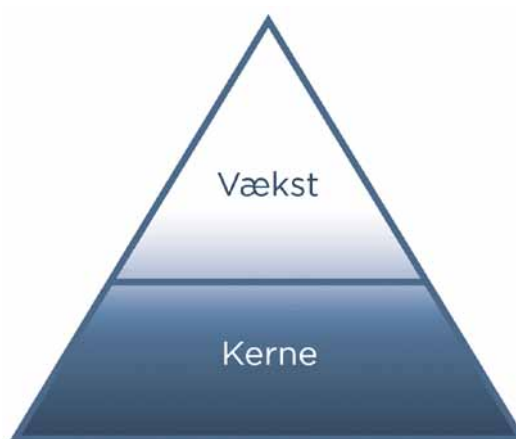
Afdeling **Globale Aktier Etik-ak** sætter etik og samfundsansvar højt. Investeringsprincipperne matcher afdeling Globale Aktier, men her lever investeringerne op til samfundsansvarlig adfærd efter internationale normer.

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

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

Afdeling **Asien** investerer i den asiatiske del af emerging markets. En investering i afdeling Asien giver din opsparing et solidt fodfæste i verdens p.t. stærkeste vækstlokomotiv. Kina fører an i regionen, og de gode vækstmuligheder skal især findes blandt Asiens mindre og mellemstore virksomheder. Ved at vælge af-

Carnegie WorldWides kerne- og vækstafdelinger



- Globale Aktier
- Globale Aktier Etik-ak
- Globale Aktier Stabil
- Danske Aktier
- Asien
- Emerging Markets

deling Asien får du fordel af vores forvalters store erfaring i at finde de rigtige aktier i netop denne region.

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

Læs mere om afdelingernes strategi, afkastudvikling og risikofaktorer på www.cww.dk.

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 15. januar 2015. Kvartalsorienteringen for 4. kvartal 2014 er udsendt til alle medlemmer den 28. januar 2015.

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 25 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.

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 25 ÅR.

INVESTERINGSFORENINGEN CARNEGIE WORLDWIDE

Dampfærgevej 26 · DK-2100 København Ø

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