



CARNEGIE WORLDWIDE
INVESTERINGSFORENINGEN

25 år

MED HOLDBARE
INVESTERINGER

KVARTALS-
ORIENTERING
NR 2 | 2015



Indholdsfortegnelse

05	Leder
06	Indsigter gennem 25 år
12	Sundhedssektoren er en vækstindustri
17	Forventninger til aktiemarkedet
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
34	Én grundfilosofi. Seks afdelinger
35	Investeringsforeningen Carnegie WorldWide



VIND REJSE



JUBILÆUMSKONKURRENCE MARKERER 25 ÅR MED HOLDBARE INVESTERINGER I CARNEGIE WORLDWIDE

Vind et rejsegavekort

I anledningen af Carnegie WorldWides 25 års jubilæum udlodder vi en bred vifte af eksklusive præmier, herunder et rejsegavekort til Albatros Travel til en værdi af 25.000 kr. **Konkurrencen løber fra den 24. juli til 1. oktober 2015**, hvor vinderne bliver udtrukket. Præmierne er sponsoreret af foreningens forvalter, Carnegie Asset Management Fondsmæglerselskab A/S i samarbejde med nogle af de selskaber, vi investerer i.

Du deltager automatisk i konkurrencen

Er du pr. 30. september 2015 navnenoteret medlem i Carnegie WorldWide, deltager du automatisk i konkurren-

cen med ét lod, som tak for at du har været med på vores rejse.

Vinder du, får du direkte besked med anmodning om accept af konkurrencebetingelserne, som du også kan finde på cww.dk/vindrejse

Forøg dine vinderchancer

Som navnenoteret medlem kan du forøge dine vinderchancer med endnu ét lod i konkurrencen ved at svare rigtigt på tre spørgsmål på vores hjemmeside cww.dk/vindrejse. Her har du kun mulighed for at deltage én gang.

Leder

Kære investor

Carnegie WorldWide fejrer i disse dage 25 års jubilæum. Da afdeling Globale Aktier blev lanceret i 1990, fik danske investorer for første gang mulighed for at investere i en fokuseret global aktieportefølje. Fra begyndelsen har den klare målsætning været at skabe holdbare afkast, der adskiller sig positivt fra mængden.

Der er sket meget i løbet af de 25 år, blandt andet er fondsudbudet på det danske marked blevet markant større, og andre forvaltere udbyder i dag ligeledes fokuserede fonde. Det er dog de færreste, som står distancen i forhold til at levere holdbare resultater. I Danmark er der kun ni globale aktiefonde, som har eksisteret i 25 år med samme strategi. Afdeling Globale Aktier topper afkaststatistikken, og investorer har fået tæt på det dobbelte i akkumuleret afkast i forhold til den næstbedste investeringsfond. En investering på 100 kr. i afdeling Globale Aktier har således givet en fortjeneste på ca. 1.300 kr. før skat, hvilket er 900 kr. mere end den investor, der valgte at investere i indekset. Det er aktiv forvaltning, der betaler sig.

En vigtig ingrediens hertil har været vores fokuserede kultur, som har fastholdt og tiltrukket ambitiøse medarbejdere, som brænder for aktieinvestering. Endvidere har vi fulgt de samme grundlæggende investeringsprincipper. Dette har været et vigtigt holdpunkt gennem 25 til tider turbulente år. De 25 år har givet en vigtig erfaring samt en række vigtige investeringsindsigter med i bagagen, som vi uddyber i temaartiklen på næste side.

25 år fortjener en fejring, og vi vil gerne takke dig som investor i Carnegie WorldWide med en jubilæumskonkurrence. Det er lykkes i samarbejde med Carnegie Asset Management at udlodde en række eksklusive sponsorpræmier fra udvalgte selskaber, vi investerer i: spiritusselskabet Diageo, fødevarerelskabet Nestlé og tøjkæden ASOS. Alle navnenoterede medlemmer pr. 30. september 2015 deltager automatisk, og du kan forøge dine vinderchancer ved at svare rigtigt på tre spørgsmål på cww.dk/vindrejse. Du kan læse mere om konkurrencen og vilkår på vores hjemmeside og i konkurrencefolderen, som er vedlagt denne kvartalsorientering.

Den amerikanske finansavis Barron's har fokus på Carnegie WorldWide

De solide resultater i afdeling Globale Aktier vækker også interesse på den anden siden af Atlanterhavet. Den prestigefyldte

amerikanske finansavis Barron's bragte for nylig et interview med Carnegie WorldWides forvalter, adm. direktør Bo Knudsen om baggrunden for disse resultater, og hans syn på de langsigtede globale investeringsmuligheder. Du kan læse interviewet på cww.dk/barrons.

Mere hæder til afdeling Asien

I begyndelsen af året kårede Morningstar afdeling Asien til den bedste Asien-fond i Danmark. Nu har afdelingen også fået tildelt Lipper Fund Award 2015 som den bedste Asien-fond i Norden blandt mere end 100 tilsvarende fonde. Kåringen sker på baggrund af afdelingens gode afkast over de seneste tre år. Du kan læse mere om investeringsstrategien og afkastet i afdeling Asien på vores hjemmeside.

Alle afdelinger foran benchmark

Generelt bød andet kvartal på negative afkast, dog med undtagelse af afdeling Danske Aktier, der steg 1,1 pct. Den negative udvikling skal ses i lyset af de meget positive stigninger i første kvartal. Det var særligt nervøsiteten om Grækenland og usikkerheden om mulige renteforhøjelser i USA, som prægede markederne i andet kvartal.

Alle afdelinger er dog kommet godt fra start i 2015, idet de alle gennem god aktieudvælgelse har skabt to cifrede afkast, der er bedre end de respektive benchmark.

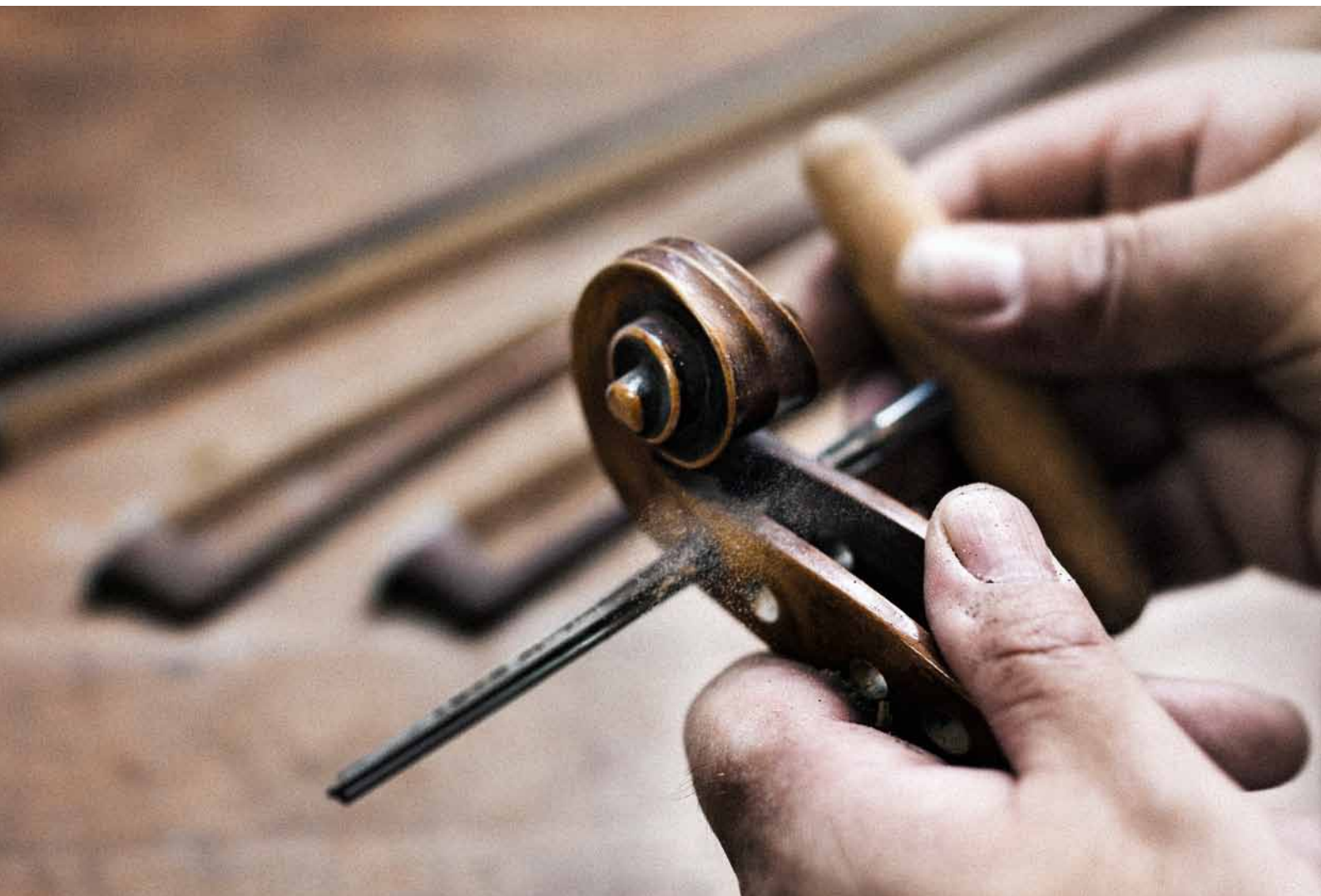
Med ønsket om en god sommer !

Bo Knudsen Tim Kristiansen

Resultat 2. kvartal 2015

Afdeling	Afkast 2. kvrt.	Benchmark 2. kvrt.	Afkast 06/2015	Benchmark 06/2015
Globale Aktier	-3,4%	-3,4%	15,5%	11,7%
Globale Aktier Etik-ak	-3,1%	-3,4%	16,8%	11,7%
Globale Aktier Stabil	-2,5%	-5,4%	13,8%	11,2%
Danske Aktier	1,1%	-0,2%	22,9%	20,9%
Emerging Markets	-3,6%	-3,1%	12,5%	12,0%
Asien	-2,2%	-3,2%	14,8%	14,7%

Indsigter gennem 25 år



Aftemaspecialist Morten Springborg og adm. direktør Tim Kristiansen

Med lanceringen af Carnegie WorldWide afdeling Globale Aktier i 1990 fik de danske investorer for første gang mulighed for at investere i en fokuseret global aktieportefølje styret af et forvalterteam, der tidligere kun rådgav professionelle investorer. Fra begyndelsen var den klare målsætning at skabe holdbare afkast, der skiller sig positivt ud fra mængden.

I løbet af de seneste 25 år er mange ting ændret. For private investorer er der bl.a. mange flere investeringsmuligheder på markedet, hvilket tydeligt ses, når man læser avisernes kurslister og ser det store udbud af forskellige fonde. Nogle forvaltere har taget vo-

res fokuserede investeringskoncept til sig og udbyder ligesom os fonde med maks. 25-30 aktier. Men én ting er at kopiere et koncept – noget andet er at få det til at fungere gennem 25 år.

” Den investor, som i 1990 investerede 100 kr. hos os, har tjent godt 1.300 kr. før skat – 900 kr. mere end den investor, som valgte at investere i indekset.

Det er lykket at skabe holdbare resultater til vores investorer gennem de seneste 25 år. En af de vigtigste ingredienser hertil har været ambitionen om at skabe en fokuseret virksomhedskultur, som har tiltrukket og fastholdt dedikerede og ambitiøse medarbejdere, som brænder for aktieinvestering.

Endvidere har vi fulgt de samme grundlæggende investeringsprincipper. Dette har været et vigtigt holdepunkt gennem 25 år, som har budt på turbulente tider – lige fra Golfkrigen i begyndelsen af halvfemserne, Asienkrisen i 1997-98, Ruslandskrisen i 1998, IT-boblen og den efterfølgende nedtur ved årtusindeskiftet til den seneste globale finanskrise.

Med 25 års erfaring som global aktieinvestor har vi fået en række indsigter, som er en vigtig bagage på rejsen fremadrettet. De syv vigtigste indsigter er:

INDSIGTER GENNEM 25 ÅR

- **Der er nogle få, som slår markedet**
- **Hav mod til at gå imod strømmen**
- **Tag ved lære af dine fejl**
- **Det er indtjeningen, som driver aktiekursen**
- **Forretningsmodellen er vigtigere end prisfastsættelsen**
- **Der er altid usikkerhed**
– så fokusér på det forudsigelige
- **Selv i perioder med lav økonomisk vækst**
– findes der områder med høj vækst

Der er nogle få, som slår markedet

Gang på gang kan man i respekterede dag- og fagblade læse overskrifter som: ”Aktive investeringsforeninger slår ikke markedet”. Den gennemsnitlige aktive investeringsforening slår i sagens natur ikke markedet, men der er faktisk nogle udvalgte fonde, som med høj konsistens slår markedet over en lang periode.

Ifølge statistiske fagfolk kræver det ca. 15-20 år for med god sikkerhed at vurdere, om historiske afkast er skabt på basis af dygtighed eller blot held. Carnegie WorldWide Globale Aktier har nu i 25 år leveret et årligt gennemsnitsafkast på 11,2 pct. efter alle omkostninger. Dette er et merafkast i forhold til verdensindekset på 4,4 pct. årligt. Dette betyder, at den investor, som i 1990 investerede 100 kr. hos os, har tjent godt 1.300 kr. før skat – 900 kr. mere end den investor, som valgte at investere i indekset. Det er aktiv forvaltning, der betaler sig.

” Ifølge statistiske fagfolk kræver det ca. 15-20 år for med god sikkerhed at vurdere, om historiske afkast er skabt på basis af dygtighed eller blot held.

I Danmark er der kun ni globale aktiefonde, som har eksisteret i 25 år, og som har ført samme strategi. Carnegie WorldWide Globale Aktier topper afkaststatistikken, og investorerne har fået tæt på det dobbelte i akkumuleret afkast i forhold til den næstbedste investeringsfond.

Hav mod til at gå imod strømmen

Som investor kan man vælge forskellige veje. En vej er passiv forvaltning. Her er ambitionen med lavest mulige omkostninger at opnå gennemsnitsafkastet. Dette mindsker risikoen for at få et dårligt afkast i forhold til alle andre investorer. Den anden vej er aktiv forvaltning, hvor målsætningen er at skabe afkast, der er bedre end gennemsnittet. Gode og holdbare afkast gennem aktiv investering har været vores mission og passion siden 1990.

Aktiv forvaltning kræver, at man tør tænke anderledes og træffe beslutninger, der går imod strømmen. Som en gammel talemåde lyder: ”Du kommer aldrig foran, hvis du træder i andres fodspor”.

” Vi vurderede panikken og kursfaldet som en mulighed for at øge investeringen i HDFC, hvilket viste sig at være en god langsigtet beslutning.

Dette er dog ikke en adfærd, der altid føles lige rar. Det ligger nemlig i menneskets natur, at vi er mest trygge, når vi er en del af en gruppe. Ved at træffe afvigende beslutninger, løber man en risiko for at tage fejl.

Vores vej har altid været centreret om viljen til at tage betydelige positioner i selskaber, som er attraktive relativt til markedet. Disse investeringer har til tider kunnet synes forkerte ud fra en konventionel synsvinkel. Et eksempel er vores mange investeringer i energisektoren i 2004 samt den efterfølgende nulvægt fra 2012-2015. Selvom det i dag synes oplagt at være ude af energisektoren, var det frem til 2014 ikke konventionel visdom. Et andet eksempel er den store investering i det indiske realkreditinstitut HDFC. I 2013 blev aktiekursen hårdt ramt pga. salgspres fra investorer, der bredt solgte emerging market-aktier som følge af problemer i Rusland, Tyrkiet og Brasilien. Vi vurderede panikken og kursfaldet som en mulighed for at øge investeringen i HDFC, hvilket viste sig at være en god langsigtet beslutning.

” At gå imod strømmen betyder, at man kan tage fejl. Det vigtige er selvfølgelig, at fejlprocenten holdes på et lavt niveau.

Investorsammensætningen har ændret sig gevaldigt de seneste 15 år. Tidligere var handlen på aktiemarkedet primært drevet af langsigtede investorer. I dag udgøres 40-70 pct. af handlen af kortsigtede investorer. De kortsigtede investorer interesserer sig sjældent for langsigtede tendenser. Dette betyder, at udviklingen på markederne til tider vil afvige fra de langsigtede tendenser. Dette kan skabe attraktive muligheder for den langsigtede investor.

For at få succes som aktiv og langsigtet forvalter er det vigtigt at være del af en organisation, som tænker langsigtet. Og ideelt set bør kunderne dele dette tankesæt, da kortsigtede markedsudsving som nævnt kan afvige fra den langsigtede retning. Dette forhold har betydet, at vores værdiskabelse kommer i lange bølger, hvor der kan være enkelte perioder, hvor investeringsstrategien gør det lidt dårligere end markedet.

At gå imod strømmen betyder, at man kan tage fejl. Det vigtige er selvfølgelig, at fejlprocenten holdes på et lavt niveau, og at man lærer at sine fejl. Det er her, at 25 års erfaring kommet til sin ret.

Tag ved lære af dine fejl

En anden indsigt er, at man skal være forsigtig med at investere i selskaber, der ikke har kontrol over egen skæbne.

Ved årtusindeskiftet investerede vi i de to nordiske aktier, Tomra og Vestas, som begge viste sig at blive dårlige investeringer. De to selskaber havde et fælles problem. Tomra var den største producent af flaskeautomater, der anvendes til genbrug af drikkevareemballage. På investeringstidspunktet troede vi, at selskabet ville generere høj vækst i takt med, at de høje genbrugsstandarder fra de nordiske lande ville sprede sig til resten af Europa og i sidste ende til USA.

” Man skal være forsigtig med at investere i virksomheder, der er afhængige af politiske beslutninger for at vokse.

Investeringen i Vestas var baseret på en forventning om høj og varig vækst inden for vindmøller drevet af ønsket om højere selvforsyning inden for elproduktion samt lavere kulstofemission.

Vi endte med at sælge begge aktier med store tab. Den vigtige lektie i den forbindelse er, at man skal være forsigtig med at investere i virksomheder, hvis vækst er afhængig af politiske beslutninger.

For Tomra begyndte det at gå galt, da en ventet lovgivning for returpant i Tyskland ikke blev gennemført. Dette betød, at de store supermarkedskæder ikke ville investere i nye indsamlingssystemer.

Vækstudsigterne for Vestas led et voldsomt knæk umiddelbart efter årtusindeskiftet, da de amerikanske politikere besluttede ikke at forlænge de eksisterende tilskudsordninger til vindkraft som ventet. Dette betød, at ordrene fra USA udeblev, og at aktiekursen styrtdykkede.

” En erfaring, vi tager med os, er at prioritere virksomheder, som i mindre grad er afhængige af eksterne beslutninger og i højere grad har kontrol over egen skæbne.

I begge disse tilfælde var selskabernes fremtidsudsigter bundet op på eksterne og politiske faktorer, der viste sig at være svære at forudsige. Den erfaring, vi tager med os, er at prioritere virksomheder, som i mindre grad er afhængige af eksterne beslutninger og i højere grad har kontrol over egen skæbne. Politisk usikkerhed må man dog nogle gange acceptere, eksempelvis hvis man ønsker eksponering til væksten i Kina og øvrige emerging markets.

Det er indtjeningen, som driver aktiekursen

Vi er overbeviste om, at det er den langsigtede indtjeningsudvikling i virksomhederne, der bestemmer aktiekursudviklingen. På kort sigt kan udviklingen mellem indtjening og aktiekurs være markant anderledes, men historisk er der på den lange bane en klar sammenhæng. I de seneste 25 år – fra 1990 og frem til ultimo 2014 – er indtjeningen i de globale virksomheder steget 220 pct., mens verdensmarkedet er steget tilsvarende, nemlig 200 pct.

” Fra 1990 og frem til ultimo 2014 er indtjeningen i de globale virksomheder steget 220 pct., mens verdensmarkedet er steget tilsvarende, nemlig 200 pct.

Det handler derfor om at finde den gode virksomhed, som år efter år stabilt kan udvikle forretningen og øge indtjeningen. Dette er en mindre risikofyldt strategi sammenlignet med hyppige handler i et forsøg på at udnytte de kortsigtede markedsfluktuationer.

Den berømte canadiske ishockeyspiller Wayne Gretzky havde som læresætning, at man skal skøjte derhen, hvor pucken er på vej hen – ikke hvor den netop har været. Overført til aktiemarkedet er det således mindre vigtigt, hvor meget en virksomhed historisk har tjent, mens det afgørende er, hvor meget den vil tjene i fremtiden.

Der er derfor vigtigt at forstå, hvad der vil drive en virksomheds indtjening i fremtiden. Et eksempel er Nestlé. Det er et selskab, som har været blandt investeringerne siden begyndelsen. I løbet af disse 25 år har Nestlé øget indtjeningen med ca. 10 pct. om året. Til tider har prisfastsættelsen set dyr ud, men der har hele tiden været strukturelle medvinde, som f.eks. stigende efterspørgsel på mærkevarer og høj vækst i udviklingsøkonomierne. Dette har hjulpet Nestlé til stabile og høje salgstal. Når ledelsen samti-

dig fører en aktionærvenlig udbyttepolitik, bliver den langsigtede investor belønnet.

” Den berømte canadiske ishockeyspiller Wayne Gretzky havde som læresætning, at man skal skøjte derhen, hvor pucken er på vej hen – ikke hvor den netop har været.

I de seneste 25 år har en investering i Nestlé i gennemsnit givet et årligt afkast inkl. udbytter på knapt 13 pct. I samme periode har det globale aktiemarked givet det halve. Nestlé handles i dag til ca. 20 gange den forventede indtjening i 2016. Dette er lidt dyrt i forhold til historikken, men kan forklares ved dagens lave renteniveau. Omvendt er selskabet ikke dyrt prisfastsat målt på indtjeningen i 2018, hvor prisfastsættelsen falder til 16-17 gange. Vi ser ingen ændringer i vækstudsigterne og forventer derfor ikke, at prisfastsættelsen bliver lavere. På den baggrund kan man fortsat forvente et årligt afkast på over 10 pct. ved investering i Nestlé.

Forretningsmodellen er vigtigere end prisfastsættelsen

Overvejelser om prisen på en aktie kan være nyttige, særligt hvis man har en kortere tidshorizont. Vigtigheden af prisen som parameter for den fremtidige kursudvikling falder dog, jo længere tidshorizont man har. Årsagen er, at når man investerer i succesfulde virksomheder, vil indtjeningsudviklingen over tid tage over som den primære drivkraft for kursudviklingen.

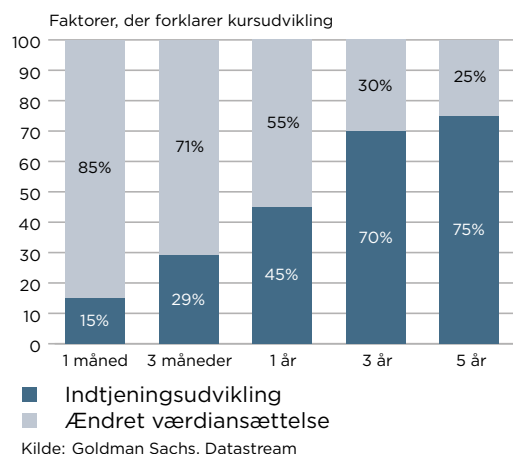
” Der skal være en fornuftig sammenhæng mellem værdi og pris, men vi vil hellere betale lidt for meget for den virkelig gode virksomhed end betale lidt for lidt for den dårlige.

Timing af køb samt fokus på værdiansættelse bliver dermed mindre vigtige faktorer, mens kvaliteten af virksomheden udgør den vigtigste parameter for den langsigtede investor. Dette forhold illustreres af figur 1 på næste side, som viser, at med en treårig investeringshorizont, forklares 70 pct. af kursudviklingen

med væksten i indtjeningen. Med en femårig investeringshorisont stiger forklaringsgraden til 75 pct.

Figur 1

På længere sigt drives afkast af indtjeningsvækst



Denne indsigt gør, at vi kigger efter investeringskandidater, der har en stærk forretningsmodel, som kan generere forudsagelig vækst og levere et højt afkast på den investerede kapital. Storinvestoren Warren Buffett har engang udtalt: ”Prisen er, hvad du betaler. Værdi er, hvad du får.” Der skal til syvende og sidst være en fornuftig sammenhæng mellem værdi og pris, men vi vil hellere betale lidt for meget for den virkelig gode virksomhed end betale lidt for lidt for den dårlige.

Der er altid usikkerhed – så fokusér på det forudsigelige

Vi lever i en tid, hvor bl.a. finanskrisen og de geopolitiske udfordringer har skabt en følelse af usikkerhed. Mange investorer bruger derfor megen tid på disse risikofaktorer.

Et eksempel er den aktuelle græske krise, der har præget aktiemarkederne og mediebildet siden 2010. Både medierne og børsmæglerne elsker disse dramatiske historier, fordi drama sælger aviser og stimulerer handelsaktiviteten på børserne. Men vi sætter spørgsmålstegn ved, hvor meget afkast man kan skabe ved at handle på udviklingen i Grækenland. Sådanne faktorer er nemlig vanskelige at forudsige.

Kortsigtede usikkerheds- eller risikofaktorer vil altid være til stede. Vi har derfor truffet et valg om at fokusere på det, som lettere kan forudsiges, nemlig de strukturelle tendenser. Tiden prioriteres derfor på informationer, der kan blive til holdbar viden, som der kan bygges videre på. Dette frem for at analysere kortsigtede tendenser, hvor værdien hurtigt bliver forældet.

Et eksempel kunne være vores tiårige fokus på verdens hurtigst voksende middelklasse, som findes i Indien. Da vi i 2005 investerede i det indiske realkreditinstitut HDFC, udgjorde den indiske middelklasse ca. 50 mio. mennesker. I dag er antallet steget til over 250 mio., og i 2025 vil denne gruppe være vokset til 500-600 mio. – flere end hele befolkningen i EU. Hvornår har man sidst læst den langsigtede nyhed i medierne om, at middelklassen i Indien er fordoblet?

Fokuseringen på denne forudsigelige trend har da også vist sit værd. Investeringen i HDFC har givet et afkast på 560 pct., hvilket er mere end fem gange stigningen på det globale aktiemarked i samme periode.

Selv i perioder med lav økonomisk vækst – findes der områder med høj vækst

Aktieinvestorer bruger ofte megen tid på at analysere den økonomiske konjunkturudvikling. Overordnet set er væksten i verdensøkonomien vigtig for det langsigtede afkast på aktieinvesteringer, idet verdens virksomheder – samlet set – på langt sigt ikke kan øge indtjeningen mere end den nominelle vækst i samfundet. Vi bruger den makroøkonomiske analyse til at forstå det langsigtede vækspotentiale, og her er de vigtigste faktorer bl.a. demografi og produktivitetsudvikling. Historikken viser, at der ingen direkte sammenhæng er mellem de kortsigtede konjunkturudsving og udviklingen på aktiemarkederne. Vi bruger derfor kun lidt tid på at forudsige den kortsigtede makroøkonomiske udvikling.

Det er altid muligt at finde tematiske områder med høj vækst, også selvom den generelle økonomiske vækst er lav. De seneste tre år har budt på vækstrater i de vestlige økonomier på 0-2 pct., og på trods heraf har der været områder med høj vækst. Et eksempel på dette er Novo Nordisk og den globale fedmeepidemi. Andre områder, hvor vi ser høj vækst, er f.eks. den hastigt voksende middelklasse i Indien og andre udvalgte lande i emerging markets samt inden for robotteknologi, hvor der kan forventes høj vækst i industriens anvendelse af robotter samt de helt nye såkaldte menneskevenlige

” De seneste tre år har budt på vækster i de vestlige økonomier på 0-2 pct., og på trods heraf har der været områder med høj vækst.

robotter, som er på vej til at blive integreret som en del af vores dagligdag. Herudover ser vi vækst inden for temaerne ”Automatisering”, hvori sensorer indgår, samt ”Internet of Things”, hvor maskiner, apparater og mennesker bliver forbundet i et kæmpe netværk. Sensorer er kernen i optimering af industrielle processer samt til at forbedre bilsikkerheden. Investeringer i forbedret bilsikkerhed er et vigtigt skridt på vejen mod selvkørende biler.

Disse eksempler illustrerer, at hvis man tør træde væk fra konventionel visdom og indekstankegang, er det muligt at finde attraktive investeringsområder med strukturel vækst.

De næste 25 år

Siden 1990 har verden udviklet sig uforudsigeligt. Investerings-temaer er kommet og gået, selskaber har blomstret, mens andre er gået konkurs. Økonomier er opstået og har udviklet sig, mens andre er sakket bagud. Investeringsfaget har ændret sig markant, og overfloden af information og udviklingen af computerteknologi har forkortet investorernes tidshorison.

Efter 25 år med fokus på aktiv aktieinvestering og samme investeringsprincipper, fortsætter missionen om at skabe holdbare investeringsafkast til vores investorer. På rejsen har vi indsamlet værdifuld viden, vigtige erfaringer og indsigter, som vi vil bruge som guide i det fremtidige arbejde, så Carnegie WorldWide fortsat vil ligge i toppen af afkaststatistikkerne de kommende 25 år.

” Hvis man tør træde væk fra konventionel visdom og indekstankegang, er det muligt at finde attraktive investeringsområder med strukturel vækst.

Sundhedssektoren er en vækstindustri

Af temaspecialist Morten Springborg

Overalt i den vestlige verden foregår der en ophedet debat om sundhedsudgifternes himmelflugt. Senest under valgkampen herhjemme var et af emnerne i debatten den kraftige stigning i medicinudgifterne. Kombinationen af flere ældre, der forbruger mere medicin, og fremskridt inden for moderne medicin til f.eks. cancerbehandling betyder kraftigt stigende omkostninger. Dette har skabt en opfattelse af, at medicinpriserne er en væsentlig drivkraft bag stigende udgifter til sundhedsvæsenet. Men sandheden er noget mere nuanceret.

Sundhedsudgifterne i USA eksploderer

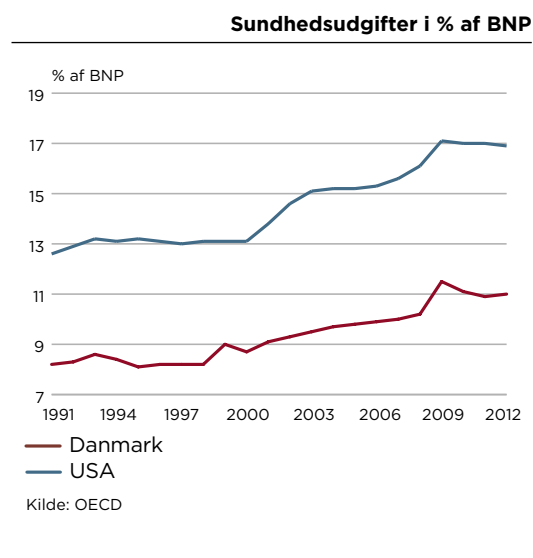
I 2012 udgjorde de danske sundhedsudgifter 11 pct. af BNP (se figur 1 øverst til højre). Set i forhold til USA er udgifterne til det danske sundhedsvæsen moderate, idet de samlede sundhedsomkostninger i USA ifølge OECD udgør 17 pct. af BNP. Dette niveau ventes endvidere at stige til ca. 20 pct. i 2020.

” Kombinationen af flere ældre og fremskridtene inden for moderne medicin betyder kraftigt stigende sundhedsudgifter.

Medicinudgifter udgør kun en lille del af de samlede udgifter

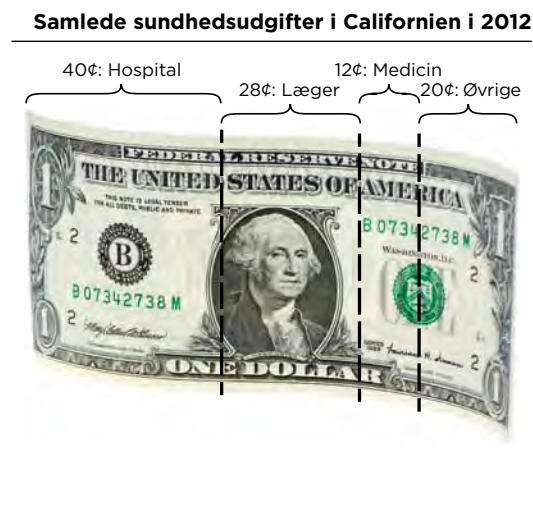
De danske offentlige udgifter til medicin lå i 2013 på ca. 12 pct. af de samlede sundhedsudgifter. Medicinudgifterne udgør således kun en lille del af de samlede udgifter til sundhed i Danmark, og andelen har i øvrigt været faldende siden 2007. Medicinudgifterne er på samme niveau i USA, hvilket er illustreret af tal fra et sundhedsforsikringselskab fra Californien (se figur 2 nederst til højre).

Figur 1



Som det ses af illustrationen herunder, udgør udgifter til medicin 12 pct. af de samlede sundhedsudgifter i Californien i 2012. Den største post i Californien er udgifter til hospitaler (40 pct.), udgifter til praktiserende læger (28 pct.), og først på fjerdepladsen kommer medicinudgifter.

Figur 2





Billigere kopimedicin vinder frem

Globalt er der en klar tendens til, at der forbruges mere og mere kopimedicin i forhold til patentbeskyttet medicin. I Danmark har man med stor succes fået gennemtvunget prisfald på kopimedicin, der ifølge Apotekerforeningen oplevede prisfald på 8,5 pct. i 2013. Disse prisfald på en meget stor andel af det samlede medicinalforbrug i Danmark betyder, at de betydelige prisstigninger på patentbeskyttede produkter samlet set indtil 2014 ikke har bidraget til væsentlige udgiftsstigninger på medicinalprodukter i Danmark. I 2013 brugte danskerne samlet set ca. kr. 20 mia. på medicin. Det var 2 pct. mindre end året før.

” I 2013 brugte danskerne samlet set ca. kr. 20 mia. på medicin. Det var 2 pct. mindre end året før

Anderledes forholder det sig i USA. Her er både kopimedicin og patentbeskyttet medicin de seneste år steget gennem perioden og typisk med 7-10 pct. om året.

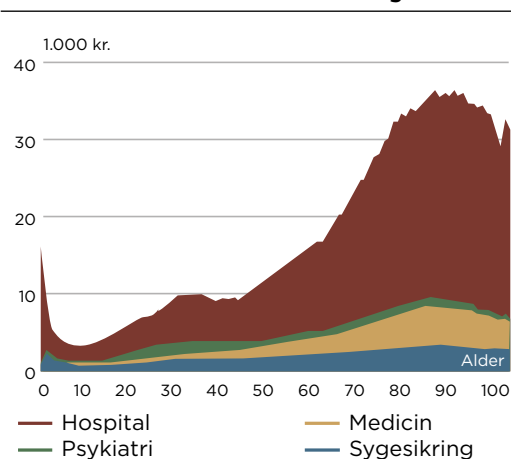
Aldrende befolkning presser sundhedssystemet

Set i det lys har de danske sundhedsmyndigheder gjort et godt arbejde med at kontrollere medicinpriserne, men på baggrund

af demografien må det forventes, at udgiftspresset i sundhedssektoren i årene fremover vil accelerere, ikke blot i Danmark men i hele den vestlige verden. Grafen i figur 3 nedenfor fra De Økonomiske Råds rapport 2007 viser en klar sammenhæng mellem alder og sundhedsforbrug.

Figur 3

Gns. aldersfordelte sundhedsudgifter i 2007



Kilde: De Økonomiske Råd

I takt med at befolkningen bliver ældre, er det uundgåeligt, at sundhedsudgifterne vokser. Medicinaludgifterne står ofte for skud, da de er synlige og meget sammenlignelige på tværs af

landegrænser, men da disse udgifter kun udgør en mindre andel af sundhedsudgifterne, er problemet bredere. Faktisk er det især hospitals- og behandlingssystemet, der udgør den største del af omkostningerne, og disse vil vokse betydeligt i takt med, at vi som samfund bliver ældre. Men i og med at vi på dette område har med ”varme hænder” at gøre, er det mere vanskeligt at adressere udgiftspresset her. Så er det lettere at presse medicinalsekskaberne til at sælge medicinen billigere.

Innovative – men dyre behandlinger på vej

Denne strategi for at reducere udgiftspresset er dog tvivlsom, da medicinen jo kun udgør en lille del af de samlede udgifter, og da vi i disse år oplever en bølge af nye innovative produkter, der adresserer behandlinger, der ikke tidligere har været mulige.

” **Hvad skal prisen være på et medikament, der kan kurere mennesker fra en dødelig sygdom? Gilead Sciences prisfastsatte produktet til USD 84.000, eller hvad der svarer til kr. 550.000.**

Et eksempel på et selskab, som skaber banebrydende innovative produkter er Gilead Sciences, som vi har investeret i. Selskabets produkter ”Sovaldi” og ”Harvoni” kan kurere smitsom leverbetændelse (hepatitis C) i løbet af 12 uger – en sygdom man ikke tidligere har kunne kurere, og som på længere sigt kan udvikle sig til leverkræft. Hvad skal prisen være på et medikament, der kan kurere mennesker fra en dødelig sygdom? Gilead Sciences prisfastsatte ved lanceringen produktet til USD 84.000, eller hvad der svarer til kr. 550.000. Det er et stort beløb, selvom fordelene ved produktet er mange, også set ud fra et langsigtet samfundsmæssigt synspunkt. Og da ca. 3,2 mio. mennesker alene i USA antages at have sygdommen, vil det betyde én stor engangsomkostning på svimlende USD 270 mia., såfremt alle skal behandles.

I Danmark menes der at være 17.000 - 21.000 personer, der har sygdommen, og skal de alle behandles, vil det koste op mod kr. 10 mia. Hvis man sammenholder dette beløb med det samlede medicinforbrug i Danmark på kr. 20 mia., vil man begynde at forstå omfanget af udgiftspresset.

Ifølge hjemmesiden hepc.dk er der mere end 160 mio. mennesker i verden, der lever med kronisk leverbetændelse (hepatitis C).

” **I Danmark menes der at være 17.000 - 21.000 personer, der har hepatitis C, og skal de alle behandles, vil det koste op mod kr. 10 mia.**

I årene fremover vil vi ligeledes se en revolution inden for cancerbehandling, hvor produkter inden for immun-onkologi vil forbedre patienternes overlevelsesmuligheder betydeligt, hvis ikke decideret kurere dem. Disse nye innovative produkter vil være meget dyre, men alternativet til ikke at behandle patienterne har også sin pris, dels i form af behandlingskrævende ophold i sygehusvæsenet og dels i form af tabte liv.

Mens den danske debat tilsyneladende går på, om man skal begrænse danskernes adgang til visse former for dyr medicin for dermed at begrænse stigningen i sundhedsudgifterne, er denne diskussion fuldkommen fraværende i USA, hvor fokus er på altid at give den bedst mulige behandling uanset pris, såfremt man har forsikringsdækning.

Medicinalsekskaber skal skabe innovative produkter

Vores tilgang til investering i medicinalsekskaber er, at vi fokuserer på selskaber, der reelt er innovative, som f.eks. Gilead Sciences, da kun innovative produkter vil kunne opnå en høj prisfastsættelse, mens mindre unikke produkter vil opleve et massivt prispres, drevet af behovet for at reducere udgifterne. Det er uholdbart med støt stigende sundhedsudgifter i forhold til BNP. På et tidspunkt vil det stoppe, men lige nu er det svært at sige, hvilke faktorer, der vil være medvirkende til, at denne stigning ophører.

” Vores tilgang til investering i medicinalsselskaber er, at vi fokuserer på selskaber, der reelt er innovative, da kun innovative produkter vil kunne opnå en høj prisfastsættelse.

Selskaber, der reducerer sundhedsudgifter, er en del af løsningen

Vi mener endvidere, at der i dag er gode penge at tjene på at investere i selskaber, der er med til at adressere udgiftsproblemet, og som samtidig kan tjene penge på det. Et eksempel er vores investering i CVS Health, der arbejder i værdikæden mellem producenterne og forbrugerne af medicin.

Hvorledes CVS Health er med til at begrænse stigningerne i medicinpriserne, er måske bedst beskrevet med et eksempel fra den virkelige verden. I 2014 introducerede Gilead Sciences som sagt Sovaldi. Der var stor diskussion om rimeligheden af prisen på produktet, men Gilead Sciences formåede at fastholde prisen, der i stort omfang fastsættes i forhandlinger med amerikanske PBM'ere (Pharmacy Benefit Management selskaber), herunder CVS Health.

Ultimo 2014 introducerede AbbVie deres konkurrerende hepatitis C-produkt ”Viekira”, og det lykkedes dem samtidig at indgå en aftale om eksklusivitet med en af CVS Healths konkurrenter, nemlig Express Scripts, mod at sælge produktet langt billigere. Dette pressede Gilead Sciences til at sænke prisen på sit produkt for at kunne fastholde deres aftaler med CVS Health og andre PBM'ere.

” Desværre for AbbVie har Gilead Sciences formået at forsvare sin markedsposition og har stadig 95 pct. af markedet for hepatitis C-produkter.

I dag kan Sovaldi i USA købes med en rabat på ca. 45 pct. sammenholdt med listepriisen, således at en behandling nu kun koster

ca. USD 50.000, hvilket er et ganske betydeligt prisfald i forhold til introduktionsprisen på USD 84.000. Desværre for AbbVie har Gilead Sciences formået at forsvare sin markedsposition og har stadig 95 pct. af markedet for hepatitis C-produkter, mens selskabet, der forårsagede prisfaldet, AbbVie, kun har 5 pct. Den store vinder har været forbrugerne og forsikringssselskaberne, der har oplevet et betydeligt prisfald, men dels også CVS Health og Gilead Sciences, som vil opleve meget større volumener som følge af de lavere priser.

Vores investeringer i CVS Health og McKesson – en anden af vores investeringer i værdikæden mellem producenter og forbrugere – drager fordel af den meget større anvendelse af kopipreparater, dels da det jo selvfølgelig er billigere for forbrugerne, men også da marginerne på kopipreparater er større for CVS Health og McKesson.

De senere år er anvendelsen af kopipreparater steget kraftigt i USA og udgør i dag over 85 pct. af alle receptudstedelser. Til sammenligning lå niveauet i 2002 på 52 pct. Denne vækst i kopipreparater har været medvirkende til at begrænse væksten i medicinudgifterne i USA. Vi ser, at denne tendens fortsætter i årene fremover.

Biosimilære kopipreparater på vej

Særligt spændende bliver det at følge udviklingen inden for de såkaldte biosimilære præparater. Et biosimilært lægemiddel er et kopiprodukt af et biologisk lægemiddel. Det er ikke helt identisk med det originale lægemiddel, som vi kender det fra kemiske lægemidler, men produceret, så det ligner. Det forventes, at biosimilære lægemidler vil have samme effekt på sygdomstilstanden og samme bivirkningsprofil, som det oprindelige produkt.

Over de næste år vil antallet af biosimilære lægemidler stige, da en række signifikante biologiske cancer-produkter mister patentbeskyttelsen, og konkurrenter kommer på markedet med biosimilære produkter. Dette er en stor mulighed for CVS Health og McKesson, idet disse produkter typisk kræver specielle kompetencer i forhold til distribution og rådgivning, hvorfor marginerne vil være højere end på de originale produkter. Anvendelsen af biosimilære produkter vil betyde lavere omkostninger for behandlingssystemet, og højere indtjening til distributionsnettet.

” Over de næste år vil antallet af biosimilære lægemidler stige, da en række signifikante biologiske cancerprodukter mister patentbeskyttelsen, og konkurrenter kommer på markedet med biosimilære produkter.

Lægebehandling hos apotekeren

Endelig har CVS Health i dag omkring 900 MinuteClinics. MinuteClinics er sundhedsklinikker, der tilbyder basale lægeydelser såsom fysiske undersøgelser, vaccinationer og monitorering af kroniske sygdomme mv. Vi har tidligere skrevet om MinuteClinics i artiklen ”CVS Caremark – mere end et apotek”. Klinikkerne er bemandede med sygeplejersker og lægeassistenter – en mellemting mellem læge og sygeplejerske - som tager imod patienter syv dage om ugen både dag og aften. Patienterne kommer ind fra gaden uden aftale og kan enten betale via deres sundhedsforsikring eller afregne kontant.

MinuteClinics løser et stort samfundsproblem, da der er stigende mangel på praktiserende læger i USA. I 2012 manglede der 45.000 læger. Løsningen giver lettere adgang til medicinsk behandling og er samtidig et mere omkostningseffektivt alternativ, som dermed letter omkostningspresset i det amerikanske sundhedssystem. Samtidig er det en god mulighed for CVS Health for at øge sit salg, da klinikkerne er placeret i deres eksisterende butikker, som er en mellemting mellem et apotek og en mindre dagligvarebutik.

Vi investerer i innovative medicinalsekskaber og selskaber, der reducerer omkostningerne

Vi har ovenfor beskrevet nogle af aspekterne ved prisinflationen inden for sundhedssektoren. Det danske offentlige sundhedsvæsen har uden tvivl virket udgiftsdæmpende i forhold til det amerikanske, hvor hvert enkelt led i værdikæden skal tjene penge. Således er de amerikanske sundhedsudgifter steget med 5-10 pct. gennem de sidste mange år, hvilket er markant højere end i Danmark. Derfor bruger det amerikanske samfund ca. 50 pct. flere midler per indbygger på sundhedsydelser, end Danmark gør. Det stigende pres på sundhedssystemet i USA har ført til et større behov for egenbetaling, uanset om man har forsikringsdækning.

Dette vil formentlig over årene reducere sundhedsudgifterne i USA, men omvendt også øge udgifterne for patienterne.

” MinuteClinics løser et stort samfundsproblem, da der er stigende mangel på praktiserende læger i USA. I 2012 manglede der 45.000 læger.

Stigende sundhedsudgifter udgør den største bekymring for den amerikanske befolkning. Det amerikanske finansselskab Merrill Lynch Wealth Management konkluderer i en analyse, at et ægtepar i pensionsalderen skal have opsparet USD 271.000 for at kunne dække deres sundhedsudgifter resten af livet. I sagens natur, er det kun de rigeste amerikanere, der har råd til denne opsparing, så man forstår amerikanernes bekymring om de stigende sundhedsudgifter.

I de kommende år vil udgiftspreset stige yderligere drevet af en aldrende befolkning og nye innovative behandlingsformer, som befolkningen vil gøre krav på at få stillet til rådighed. Vi tror, at CVS Health og McKesson er en del af løsningen på dette problem. Vi mener, at CVS Health og andre selskaber i midten af værdikæden har en stor mulighed for at skabe bedre værdi for sundhedsudgifterne, men i det store hele er medicinaludgifterne blot en mindre del af historien, og det mest realistiske er formentlig, at sundhedsudgifterne i årene fremover vil fortsætte med at stige hurtigere end den generelle økonomi. Sundhedssektoren er en vækstindustri.

” I de kommende år vil udgiftspreset stige yderligere drevet af en aldrende befolkning og nye innovative behandlingsformer, som befolkningen vil gøre krav på at få stillet til rådighed.



Forventninger til aktiemarkedet

De globale aktiemarkeder

De globale aktiemarkeder er præget af det kaotiske forløb omkring Grækenland, store kursfald på det indenlandske kinesiske aktiemarked samt usikkerheden om, hvornår og hvor meget Fed vil hæve den korte rente i USA. Vi ser dog dette som mere kortsigtede usikkerhedsfaktorer.

Udviklingen i Grækenland har kun i mindre grad realøkonomisk betydning for Europa og resten af verden, og i skrivende stund ser det ud som om, at en mere holdbar løsning er undervejs. Det kinesiske aktiemarked er præget af spekulanter, og når markedet stiger eksplosivt i ét kvartal, som vi så det i årets første kvartal, vil der naturligvis være risiko for markante kursfald i det følgende kvartal – som vi oplever i øjeblikket. Langsigtet er vi dog positive på udviklingen i Kina. Begyndende renteforhøjelser skaber som regel kursfald på aktiemarkedet indledningsvist, hvorfor det, når Fed formentligt til efteråret hæver renterne, kan skabe volatilitet for en kortere periode. Omvendt plejer aktiemarkederne efterfølgende at genoptage de positive takter.

Vi ser således positivt på den langsigtede udvikling for aktier. Alternativet i form af obligationer nu så dårligt, at det vil tage ca. 100 år at fordoble en investering i en dansk statsobligation og ca. 25 år ved investering i en 30-årig realkreditobligation.

Aktiemarkedet har været stærkt stigende siden foråret 2009, men vi kan være vidner til starten på en længerevarende stigning for aktier – og dem har der været tre af de seneste 100 år. Den seneste stigning var fra begyndelsen af firserne frem til årtusindeskiftet. Det gennemsnitlige årlige afkast i denne periode var 16 pct. målt i USD. Disse lange perioder med stigninger afsluttes som regel med en økonomisk recession.

Når vi ser på den amerikanske økonomi, som er længst fremme i konjunkturcyklen, er det ikke utænkeligt, at den næste recession først kommer efter 2020. Vi ser blandt andet et vækstpotentiale inden for de cykliske områder såsom husmarkedet, biler og andre varige forbrugsgoder.

Vi opfordrer dog til en balanceret investeringstilgang, hvor f.eks. afdeling Globale Aktier Stabil, som har fokus på en lavere risikoprofil end det brede aktiemarked, kan være en lidt mere forsigtig indgang til aktiemarkedet.

Danske aktier

Vi ser fortsat en god indtjeningsudvikling for de danske selskaber i 2015, og mange af eksportselskaberne vil opleve stigende indtjening som følge af den stigende dollarkurs. Aktuelt finder vi mest langsigtet værdi i de industricykliske aktier, idet disse vil nyde godt af bedre økonomiske udsigter for Europa.

Emerging markets og Asien

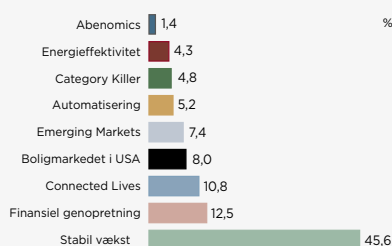
Kina har gennemført en lang række strukturreformer, som bidrager til vores positive syn på den langsigtede udvikling i Kina på trods af den aktuelt negative udvikling på det kinesiske aktiemarked. Vi ser en bæredygtig vækst i Kina drevet af privatiseringer, liberalisering, en mere optimal allokering af kapital samt en styrkelse af Kinas internationale magtbase. I vores optik opvejer de mange tematiske investeringsmuligheder i denne transformation i tilstrækkelig grad de kortsigtede risici.

I Indien og Indonesien er der fortsat stor fokus på, om de nye ledere kan ændre udviklingen til det mere positive. Vi er mest fortrøstningsfulde i forhold til Indien, og der er begyndende tegn på stigende ordrer inden for særligt kapitalgoder. Det skulle gerne resultere i en positiv effekt over de kommende kvartaler. Uden for Asien er vi mest positive over for Mexico, hvor vi også ser en positiv reformproces. Vi tror derfor, at Asien og andre udvalgte lande i emerging markets kan levere et afkast, der er på linje med eller højere end verdensindekset. Vi mener, at prisfastsættelsen i særligt Asien er attraktiv for den langsigtede og risikovillige investor.



Globale Aktier

Temaoversigt pr. 30.06.2015



Status på kvartalet

De globale aktiemarkeder faldt i andet kvartal, hvilket var drevet af frygt for en græsk udtræden af euroen og for stigende renter i USA. Afdeling Globale Aktier oplevede derfor et negativt afkast på 3,4 pct., hvilket var det samme som MSCI AC verdensindekset. For hele året er afdelingens afkast 15,5 pct., hvor indekset har givet 11,7 pct. Vi forventer volatile markeder i den nærmeste fremtid, bl.a. præget af udviklingen i Grækenland. Det er vores forventning, at Den Europæiske Centralbank har midlerne til at stabilisere de finansielle markeder, hvis uroen skulle brede sig til andre europæiske lande. Vi har en høj investeringsvægt på 60 pct. i amerikanske aktier. Verdens største økonomi, USA, fortsætter sin optur, og vi mener, at det er den vigtigste parameter for vores langsigtede positive syn på aktier.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Set i lyset af ovenstående risici giver afdelingens stærke fundament af store og stabile vækst-selskaber (45 pct.), som f.eks. Novo Nordisk, Walt Disney og Visa en vis modstandskraft. Vi mener, at disse vækst-selskaber vil vokse hurtigere end den globale økonomi og tilføre en lavere risiko relativt til markedet i porteføljen.

Vi har ligeledes investeret i en række unikke selskaber, der drager fordel af høj strukturel vækst inden for særlige temaer og trends. De vigtigste temaer er: "Connected Lives" (11 pct.), som bl.a. indeholder Google og Facebook, "Finansiell genopretning" (12 pct.), som AIG og Citigroup er gode eksempler på, "Boligmarkedet i USA" (8 pct.), som bl.a. består af The Home Depot. Afdelingen har stadig ingen investeringer inden for energi, telekommunikation eller offentlige værker, som, vi mener, er strukturelt udfordret.

Omlægninger

Vi har valgt at sælge **Praxair**, da vi ser bedre vækstudsigter for **Sensata Technologies**. Sensata er markedsledende inden for sensorer og ventiler til bl.a. bilindustrien. Stigende krav til udledning af drivhusgasser og bedre benzinøkonomi driver behovet for Sensatas produkter. Vi tror, at Sensata kan fortsætte med at vokse 10-11 pct. om året drevet af organisk vækst og virksomhedsopkøb, samt ved at bevæge sig ind i andre industrier, hvor markedet er op til fem gange større end bilindustrien.

I kvartalet er positionerne i UBS og Rakuten blevet øget, hvorimod Google er blevet reduceret en smule.

Risikomærkning

Læs mere om risikomærkning på www.cww.dk

Fondskode **DK0010157965**

Afdelingens start: 30.06.1990

Læs mere på: www.cww.dk/ga

Nøgletal

30.06.15 **31.03.15**

Formue (i 1.000 kr.) 4.654.020 4.930.417

Cirkulerende andele stk. 5.599.738 5.445.571

Udbytte 47,10 0,00

Indre værdi 831,11 906,85

Officiel kurs 835,00 912,50

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 forudse fremtiden, er det at være forberedt på fremtiden med en robust portefølje af unikke enkeltaktier.

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

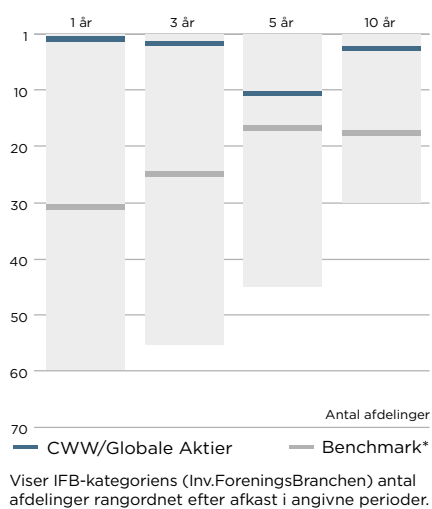
Afkast i pct./Merafkast i pct.point	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Globale Aktier	37,2	74,8	101,0	145,1	11,2
Benchmark*	23,8	65,0	93,4	92,6	6,8
Globale Aktier merafkast ift. benchmark*	13,4	9,8	7,6	52,5	4,4

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	9,8	10,3	13,1	15,9
Std.afv. % p.a. benchmark*	7,7	9,0	12,8	15,4
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	1,9	1,3	0,5	0,4

Afkastudvikling (start indeks 100)



Placering i IFB's afkaststatistik



Aktieporteføljen pr. 30.06.2015

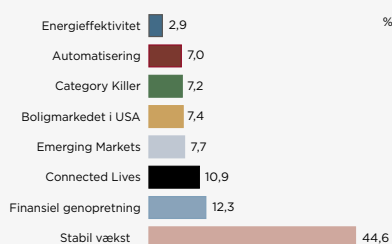
	USA & Canada	Storbritannien	Kontinental-europa	Pacific	Emerging Markets	Total	Benchmark*
Energi						0,0	7,4
Råvarer	Ecolab 3,1					3,1	5,3
Industri og service	Sensata 1,8 Union Pacific 3,9			Fanuc 2,4 Komatsu 1,4		9,5	10,3
Forbrugsgoder - cykliske	Home Depot 4,4 L. Brands 3,7 Walt Disney 4,4	ASOS 1,1	BMW 2,4	Rakuten 2,2		18,2	12,7
Forbrugsgoder - defensive	CVS Health 4,0	BAT 3,8 Diageo 2,8	Nestlé 2,7			13,3	9,5
Medicinal	Gilead Sciences 4,4 McKesson 2,2		Novo Nordisk 3,8			10,4	12,3
Finans	AIG 3,1 Citigroup 3,0 TD Ameritrade 2,0 Wells Fargo 3,6	Prudential 3,1	UBS 4,3		HDFC 7,5	26,6	21,9
Informations-teknologi	Alliance Data 1,8 Facebook 3,1 Google 3,7 Visa 7,4			Keyence 2,9		18,9	13,8
Telekommunikation						0,0	3,7
Koncessioneret service						0,0	3,1
Andet						0,0	0,0
Total	59,6	10,8	13,2	8,9	7,5	100,0	-
Benchmark*	54,7	7,0	15,7	12,0	10,6	-	100,0

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



Globale Aktier Etik-ak

Temaoversigt pr. 30.06.2015



Status på kvartalet

De globale aktiemarkeder målt ved MSCI AC World faldt med 3,4 pct. i årets andet kvartal, bl.a. drevet af usikkerheden om situationen i Grækenland samt frygten for stigende renter i USA. Afdeling Globale Aktier Etik-ak oplevede derfor et negativt afkast på 3,1 pct. i kvartalet, hvilket dog var bedre end indekset. For årets første seks måneder er afdelingens afkast på 16,8 pct., hvilket er bedre end afkastet for MSCI AC World på 11,7 pct.

Vi forventer fortsat volatile markeder grundet situationen i Grækenland, men vi forventer også, at Den Europæiske Centralbank er i stand til at stabilisere de finansielle markeder, såfremt uroen skulle brede sig til andre europæiske lande.

Afdelingens afkast er fortsat drevet af vores eksponering mod amerikanske aktier (58 pct.), herunder bl.a. Facebook, Gilead Sciences og AIG, som var blandt porteføljens største bidragsydere.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Afdelingens fundament udgøres af stabile vækstselskaber, som er karakteriseret ved en stærk markedspostionering 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. Desuden er vi ikke investeret i Sensata, grundet selskabets eksponering til våbenproduktion (bl.a. termostater og sensorer til militære fly). I stedet har vi valgt at investere i Nike, Novartis og Roche.

Omlægninger

I kvartalet solgte vi **Praxair**, idet forventningerne til selskabet på kort og mellemlangt sigt er blevet nedjusteret drevet af effekten af de lavere oliepriser og den afledte effekt på de amerikanske selskaber, valutakurserne samt udsigterne for emerging markets.

Provenuet fra salget af Praxair blev anvendt til at øge investeringerne i Keyence, Novartis, Rakuten og UBS.

Risikomærkning

Læs mere om risikomærkning på www.cww.dk

Fondskode **DK0060287217**

Afdelingens start: 07.03.2011

Læs mere på: www.cww.dk/etik

Nøgletal

30.06.15 **31.03.15**

Formue (i 1.000 kr.)	501.779	498.442
Cirkulerende andele stk.	3.740.059	3.074.046
Udbytte	24,00	0,00
Indre værdi	134,16	162,15
Officiel kurs	135,10	164,80

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.

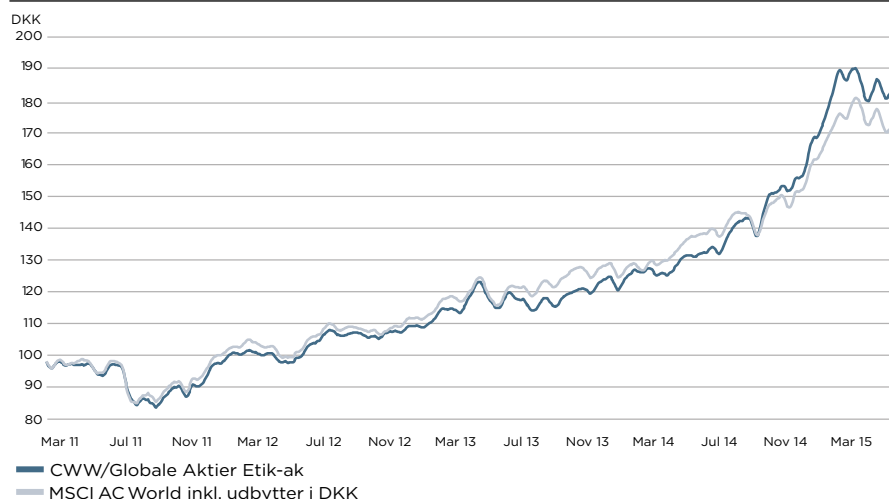
Herudover vil afdelingen ikke investere i selskaber, som har en betydelig del af deres aktiviteter inden for produktion, distribution eller salg af alkohol, tobak, pornografi, hasardspil, våben eller teknologiske produkter, som specifikt anvendes til våben.

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	39,4	80,3	-	-	14,8
Benchmark*	23,8	65,0	-	-	12,9
Globale Aktier Etik-ak merafkast ift. benchmark*	15,6	15,3	-	-	1,9

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

Afkastudvikling (start indeks 100)



Aktieporteføljen pr. 30.06.2015

	USA & Canada	Storbritannien	Kontinental-europa	Pacific	Emerging Markets	Total	Benchmark*
Energi						0,0	7,4
Råvarer	Ecolab 3,3					3,3	5,3
Industri og service	Union Pacific 3,9			Fanuc 3,1		7,0	10,3
Forbrugsgoder - cykliske	Home Depot 4,0 L Brands 3,4 Nike 2,6 Walt Disney 4,2	ASOS 1,2	BMW 2,9	Rakuten 2,6		20,9	12,7
Forbrugsgoder - defensive	CVS Health 3,7		Nestlé 2,8			6,5	9,5
Medicinal	Gilead Sciences 4,0 McKesson 2,0		Novartis 3,9 Novo Nordisk 3,6 Roche Holding 3,2			16,7	12,3
Finans	AIG 3,1 Citigroup 2,9 TD Ameritrade 1,9 Wells Fargo 3,4	Prudential 2,9	UBS 4,4		HDFC Bank 7,7	26,3	21,9
Informations-teknologi	Alliance Data 1,7 Facebook 2,2 Google 4,3 Visa 7,2			Keyence 3,9		19,3	13,8
Telekommunikation						0,0	3,7
Koncessioneret service						0,0	3,1
Andet						0,0	0,0
Total	57,8	4,1	20,8	9,6	7,7	100,0	-
Benchmark*	54,7	7,0	15,7	12,0	10,6	-	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

De globale aktiemarkeder kom under pres i kvartalet hovedsageligt som følge af stigende obligationsrenter og en fortsættelse af udfordringerne omkring den græske økonomi. I den forbindelse bør man huske på, at stigende renter er et positivt tegn, da det indikerer en forøget tro på den økonomiske udvikling. Afdelingen faldt med 2,5 pct., hvilket skal sammenholdes med et fald i benchmark på 5,4 pct. Langt hovedparten af vores selskaber leverede gode solide regnskaber, der viser en stødt stigende indtjening. Kvartalets højdespringer blev China Construction Bank, der leverede endnu et godt regnskab, hvilket blev belønnet med en kursstigning på 10,5 pct. Der er en generel forventning i Kina om, at staten vil gå ind og understøtte væksten i landet, hvilket er meget positivt for bl.a. bankerne. Japan Tobacco steg 8,8 pct., fordi det russiske marked viser tegn på stabilisering. Derudover hævdede en konkurrent priserne i Japan, hvilket kan bane vejen for tilsvarende prisstigninger på Japan Tobaccos produkter.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Afdelingen investerer i selskaber med en stærk konkurrencemæssig position og en stabil forretningsmodel. Dette betyder, at såvel konjunkturudviklingen som udviklingen i Grækenland er mindre afgørende for selskabernes indtjening. Vi har kontinuerligt fokus på at finde forskelligartede investeringer for at gøre porteføljen robust over for markedsudsving. Dette er baggrunden for, at porteføljen må forventes at have mindre kursudsving end det globale aktiemarked generelt.

Omlægninger

Værdiansættelsen af nogle af vores stabile aktier fortsatte med at stige ganske kraftigt i kvartalet, fordi investorerne søgte mod sikker havn. Det har resulteret i flere omlægninger, da sikkerhed omvendt også kan købes for dyrt. I kvartalet har vi købt det amerikanske softwareselskab **Cerner** og medicinalselskabet **Novartis**. Vi har bl.a. solgt den japanske drikkevareproducent **Suntory Beverage & Food**, den amerikanske bedemandsforretning **Service Corporation** samt den canadiske operatør af olie- og gasrørledninger **Enbridge**. Fælles for de frasolgte selskaber er, at kursen er steget, uden at indtjeningsforventningerne er steget tilsvarende. Vi ser modsat stor værdi og stabilitet i flere finansaktier og har således øget vores investeringer i bl.a. DBS Group og Toronto Dominion Bank. Vi har derudover købt den amerikanske storbank **JP Morgan**, der supplerer vores investering i Wells Fargo. Begge banker har gavn af de stigende renter i USA, og de vil få en kraftig indtjeningsfremgang, såfremt den amerikanske centralbank hæver renterne.

Risikomærkning

Læs mere om risikomærkning på www.cww.dk

Fondskode

DK0010312529

Afdelingens start: 01.10.2014

Læs mere på: www.cww.dk/stabil

Nøgletal

30.06.15 31.03.15

Formue (i 1.000 kr.)	185.507	127.711
Cirkulerende andele stk.	1.252.536	835.085
Udbytte	1,10	0,00
Indre værdi	148,10	152,93
Officiel kurs	149,40	155,50

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

Q1 2015 Q2 2015 Levetid

Carnegie WorldWide/Globale Aktier Stabil	16,7	-2,5	24,3
Benchmark*	17,5	-5,4	21,1
Globale Aktier Stabil merafkast ift. benchmark*	-0,8	2,9	3,2

Risiko (forventet)

Globale Aktier Stabil

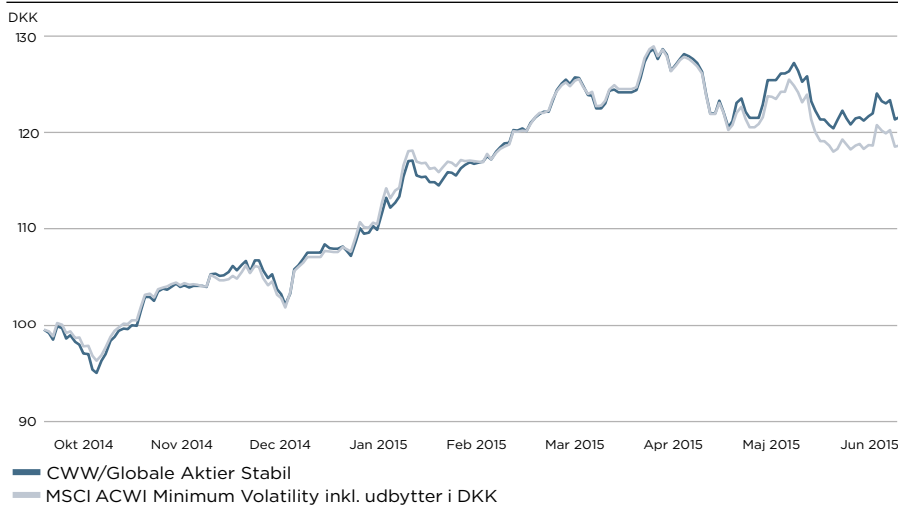
Benchmark*

MSCI AC World

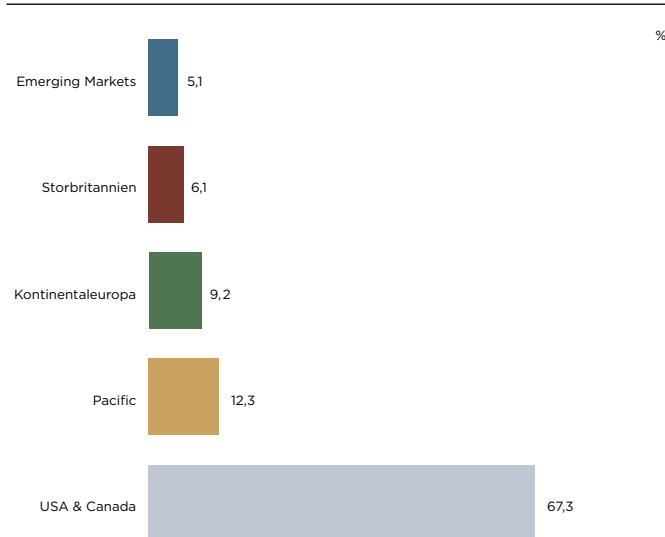
Std.afv. % (beregnet)	11,3	10,8	12,5
Beta i fht. benchmark*	1,0	-	-
Beta i fht. MSCI All Country World	0,9	-	-

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

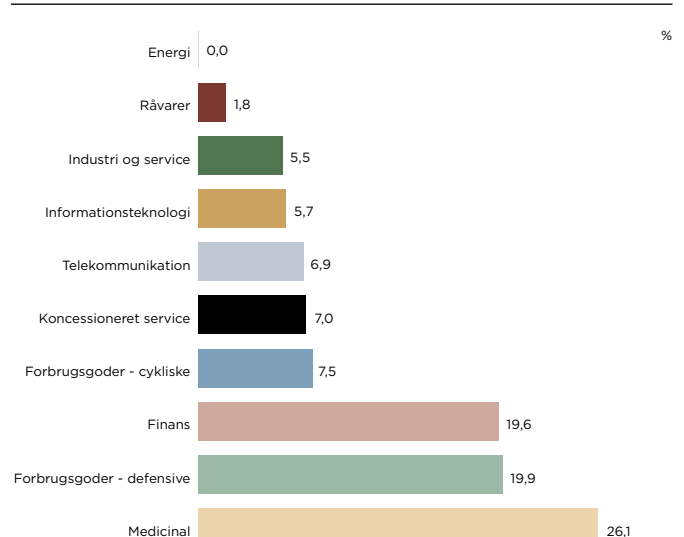
Afkastudvikling (start indeks 100)



Geografisk fordeling af porteføljen pr. 30.06.15



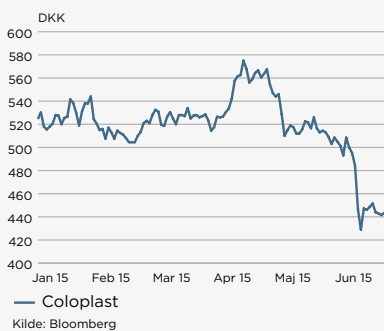
Sektorfordeling af porteføljen pr. 30.06.15





Danske Aktier

Kursudvikling Coloplast



Status på kvartalet

Afkastet i andet kvartal blev 1,1 pct., hvilket var bedre end afkastet for det generelle danske aktiemarked, der faldt med 0,2 pct. Coloplast var den største faktor til det bedre relative afkast, da aktien faldt kraftigt efter en nedjustering af forventningerne til årets resultat, og vi har været markant undervægtet i selskabet. I første halvår af 2015 har afdeling Danske Aktier skabt et afkast på 22,9 pct., hvilket er ca. 2 pct. bedre end det danske aktiemarked.

Kvartalet begyndte med flotte kursstigninger, men udviklingen i Grækenland trykkede aktiemarkederne i juni. Aktiemarkedet bliver holdt i et vakuum som følge af usikkerheden om en græsk statsbankerot på den ene side og en lav obligationsrente på den anden side. Investorerne frygter udviklingen i Grækenland, men der er ikke umiddelbart noget godt alternativ grundet de lave obligationsrenter.

Vi forventer, at aktiemarkederne vil falde moderat på kort sigt, såfremt der ikke findes en holdbar løsning om Grækenland, men vi tror dog ikke, at det vil have omfattende afsmittning på resten af Europa. Dertil er problemstillingen for velkendt. Alle aktører – centralbanker, regeringer og selskaber – har haft god tid til at forberede sig på en eventuelt græsk udtræden af euroen. Det kunne ligefrem være positivt bare at få en afklaring, hvorved investorerne igen kan begynde at fokusere på de almindelige forhold.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Porteføljen er overvægtet med ca. 15 procentpoint i cykliske aktier og undervægtet med ca. 16 pct. i defensive aktier. Den cykliske overvægt er fordelt 55/45 mellem industriaktier og bankaktier. Bankerne, herunder særligt Danske Bank, er fortsat interessante målt på den forventede indtjening for 2016. Vi har øget i bankaktier på bekostning af forsikringsaktierne, da bankerne er ved at udvikle sig til lavrisiko-investeringer. Vi er undervægtet i defensive aktier, og i særdeleshed i de industridefensive aktier, mens vi har en beskeden overvægt i forsikring.

Omlægninger

Coloplast er en ny investering med en vægt på ca. 3 pct. Aktien er faldet kraftigere end indtjeningsskuffelsen berettiger og er således blevet mere fair prisfastsat. Coloplast har rimelige fremtidsperspektiver, og så vi har benyttet kursfaldet til at mindske vores undervægt. Købet er delvist finansieret ved et salg af **Chr. Hansen**, som p.t. er den ny ”kæledægge” på aktiemarkedet – et godt selskab, men p.t. for dyrt prisfastsat.

Risikomærkning

Læs mere om risikomærkning på www.cww.dk

Fondskode

DK0010249655

Afdelingens start: 23.12.1998

Læs mere på: www.cww.dk/da

Nøgletal

30.06.15 **31.03.15**

Formue (i 1.000 kr.) 1.119.264 1.133.913

Cirkulerende andele stk. 3.775.615 3.657.401

Udbytte 28,10 0,00

Indre værdi 296,45 320,18

Officiel kurs 298,00 323,80

Investeringsfilosofi

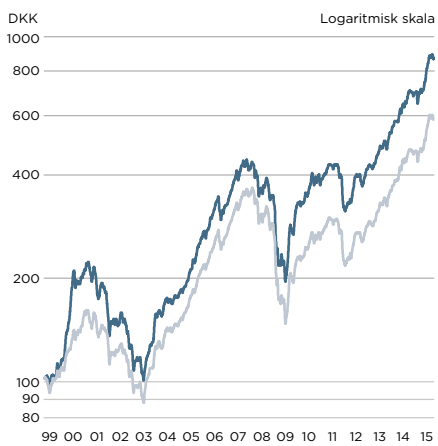
Afdelingens målsætning er at skabe en langsigtet høj værditilvækst, der overstiger markedsafkastet med en moderat risiko på niveau med eller under markedsrisikoen. Den stigende internationalisering af markederne har en betydelig effekt på det danske aktiemarked, hvilket medfører, at specielt de større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

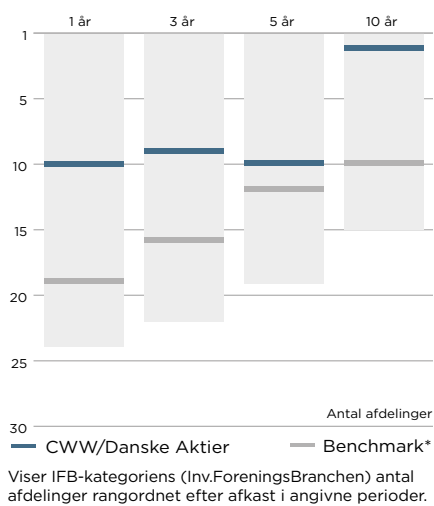
Afkast i pct./Merafkast i pct.point	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Danske Aktier	24,1	127,7	131,5	251,1	13,9
Benchmark*	20,9	119,0	123,9	185,1	11,0
Danske Aktier merafkast ift. benchmark*	3,2	8,7	7,6	66,0	2,9

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	10,3	14,2	18,9	19,7
Std.afv. % p.a. benchmark*	10,0	13,4	18,2	17,6
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	2,7	1,1	0,6	0,5

Afkastudvikling (start indeks 100)



Placering i IFB's afkaststatistik



Aktieporteføljen pr. 30.06.2015

	Cyklisk vækst	Stabil vækst	Finansiell vækst	Total	Benchmark*
Energi				0,0	0,0
Råvarer		Novozymes 2,6		2,6	7,9
Industri og service	A.P. Møller-Mærsk 3,8 DSV 4,4 FLSmidth 4,9 G4S 3,5 ISS 4,5 NKT 2,8 Vestas Wind Systems 7,9			31,8	26,7
Forbrugsgoder - cykliske	IC Group 0,3 North Media 0,2 Pandora 9,9			10,4	6,4
Forbrugsgoder - defensive		Chr. Hansen Holding 3,2 Matas 1,4		4,6	6,3
Medicinal		Coloplast 2,9 Genmab 2,4 GN Store Nord 1,7 Novo Nordisk 9,8 William Demant 2,0		18,8	26,2
Finans			Danske Bank 10,0 Jyske Bank 5,1 Nordea 3,9 Sydbank 4,5 Topdanmark 4,5 Tryg 1,0	29,0	22,7
Informationsteknologi	SimCorp 2,5 NNIT 0,3			2,8	0,9
Telekommunikation				0,0	2,8
Koncessioneret service				0,0	0,1
Andet				0,0	0,0
Total	45,0	26,0	29,0	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

Andet kvartal var igen præget af meget store kursudsving de enkelte lande og sektorer imellem. Afdelingen faldt med 2,2 pct., mens MSCI Asien ex. Japan faldt med 3,2 pct. Det relativt gode afkast skyldes gode afkast i bl.a. kameraproducenterne Largan og Sunny Optical samt det kinesiske ejendomsselskab Sunac. Ligeledes har to af de mindre aktier i Korea, Kolao og Samchuly Bicycle, bidraget positivt. Omvendt er afdelingen blevet ramt af negativ kursudvikling i Thailand, Filippinerne og Indonesien, specielt Bank Rakyat og Pakuwon.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

I Kina fortsætter strømmen af reformer samt finans- og pengepolitiske lempelser. Specielt inden for ejendomssektoren begynder lempelserne nu at virke. Salget af ejendomme går langt bedre, dog kun primært i de større byer. I juni måned fordobledes salget i de 16 største byer i forhold til sidste år. Vi er fortsat positive over for de ledende ejendomsudviklere, der står stærkt i disse byer. Derimod vil det tage længere tid, før vi ser en positiv udvikling i de mindre byer. Den eksplosive udvikling i og høje prisfastsættelse af de kinesiske A-aktier kan give store kursudsving og afsmittende virkning på andre børser i regionen. For en god ordens skyld vil vi nævne, at vi ikke har investeret i A-aktier – alle afdelingens kinesiske investeringer, bortset fra en enkelt B-aktie, er noteret på børser uden for Kina til langt lavere prisfastsættelse. Vi blev derfor kun i mindre grad ramt af de store kursfald på den kinesiske børs i slutningen af kvartalet.

I Indien og Indonesien er der fortsat stor fokus på, om de nye ledere kan ændre udviklingen i mere positiv retning. Vi er mest fortrøstningsfulde i forhold til Indien. Der er begyndende tegn på stigende ordrer inden for kapitalgoder. Det skulle gerne give en positiv effekt på indtjeningsvæksten over de kommende kvartaler.

Omlægninger

I kvartalet har vi solgt det kinesiske ejendomsselskab **China Overseas Grand Ocean** pga. fortsat negativ udvikling i mindre og mellemstore byer i Kina. Vi har solgt det thailandske ejendomsselskab **Supalai**, fordi vi synes, at ejendomsmarkedet i Bangkok virker overophedet. Vi har reduceret i Sunny Optical efter en særdeles stærk kursstigning. Vi har ligeledes reduceret vores eksponering i billige smartphones ved salget af **MediaTek**, primært pga. stærk konkurrence inden for chipsets. Vi har øget yderligere inden for bilteknologi via vores eksponering i Hu Lane og Tung Tih i Taiwan. I Kina har vi investeret i forsikringsselskabet **China Taiping** samt internetselskabet **Alibaba**.

Risikomærkning

Læs mere om risikomærkning på www.cww.dk

Fondskode **DK0060057644**

Afdelingens start: 07.12.2006

Læs mere på: www.cww.dk/asien

Nøgletal

	30.06.15	31.03.15
Formue (i 1.000 kr.)	621.988	672.543
Cirkulerende andele stk.	3.527.383	3.441.165
Udbytte	17,70	0,00
Indre værdi	176,33	196,68
Officiel kurs	174,50	195,20

Investeringsfilosofi

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

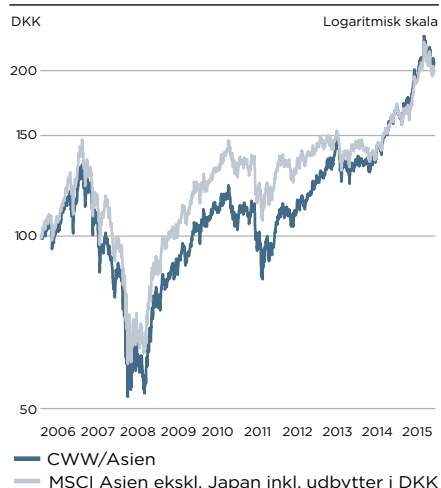
Afdelingens investeringsfilosofi er at kombinere langsigtede trends og kortsigtede temaer med dybdegående aktieudvælgelse. Grundet Asiens specielle markedsstruktur vil antallet af aktier normalt udgøre 35-70. Porteføljen vil typisk være sammensat af en række store og mindre selskaber. Det er vores erfaring, at det er vigtigt med eksponering til dette segment af markedet for at drage investeringsmæssig fordel af den asiatiske væksthistorie. Afdelingen er endvidere karakteriseret ved fokusering gennem et mindre udvalg af nøje analyserede temaer. Afdelingen investerer i børsnoterede selskaber i Asien ekskl. Japan.

Afkast i pct./Merafkast i pct.point	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Asien	30,9	83,0	87,3	-	8,6
Benchmark*	27,7	50,4	57,6	-	8,3
Asien merafkast ift. benchmark*	3,2	32,6	29,7	-	0,3

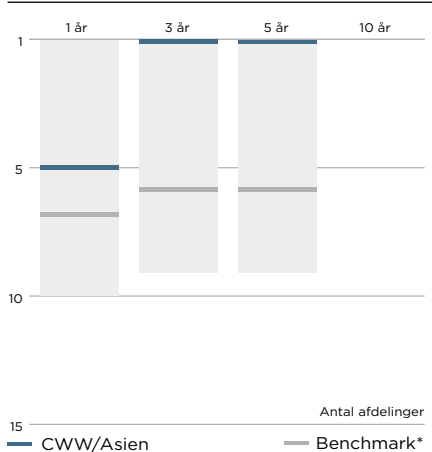
Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	12,1	15,0	-	19,9
Std.afv. % p.a. benchmark*	11,1	13,3	-	19,5
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	1,7	0,8	-	0,3

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

Afkastudvikling (start indeks 100)

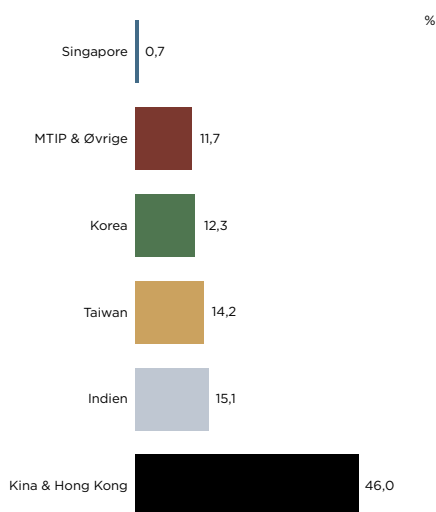


Placering i IFB's afkaststatistik

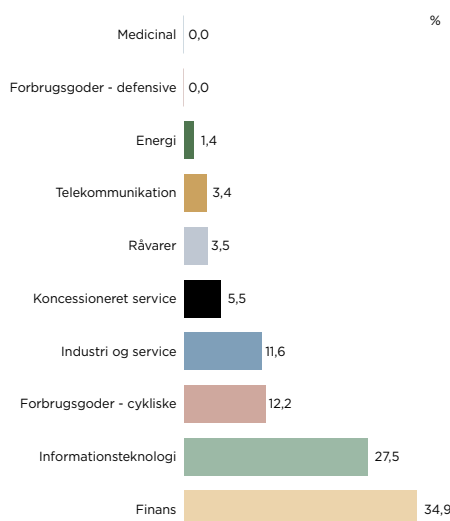


Viser IFB-kategoriens (Inv.ForeningsBranchen) antal afdelinger rangordnet efter afkast i angivne perioder.

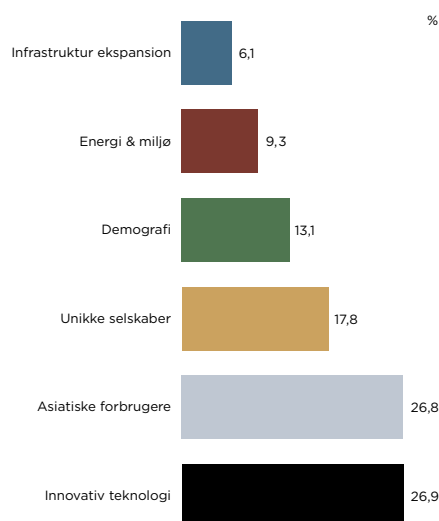
Geografisk fordeling af porteføljen pr. 30.06.15



Sektorfordeling af porteføljen pr. 30.06.15



Tematisk fordeling af porteføljen pr. 30.06.15





Emerging Markets

Status på kvartalet

I andet kvartal af 2015 var emerging markets præget af de store udsving på aktiemarkedet i Kina, den politiske situation i Grækenland, og den fortsatte usikkerhed om renteforhøjelser i USA. Disse faktorer har reduceret investorenes risikovillighed og fik indflydelse på kvartalets negative afkast i emerging markets. Herudover bidrog landespecifikke udfordringer også til den negative udvikling. I Indien er der større skepsis omkring Modis evne til at implementere vidtrækkende reformer, og i Kina er der gennem den seneste måned opstået bekymringer om den økonomiske vækst samt regeringens manglende evne til at "styre" aktiemarkedet med diverse tiltag. I Brasilien har udviklingen omvendt været positiv oven på bl.a. en mindre pessimistisk holdning til landets udsigter efter implementering af tiltag, der skal bedre den finanspolitiske situation.

Afdelingen leverede et afkast på -3,6 pct. i kvartalet – 0,5 procentpoint under markedet. Det skyldes bl.a. afdelingens undervægt i Brasilien og overvægt i Indien. De største positive bidragsydere var bl.a. Tung Thih og Largan – to af afdelingens taiwanesiske teknologiaktier. De kinesiske ejendomsaktier leverede også et fint afkast. De største negative bidrag kom fra Samsung samt fra Tata Motors, som blev solgt i kvartalet, og de indonesiske aktier pga. politisk og økonomisk usikkerhed.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Porteføljen er sammensat af selskaber, der har en stærk finansiell situation og ledelse, samt en solid forretningsmodel, der ideelt set understøttes af en eller flere strukturelle vækstdrivere. Vi vurderer, at finansiell inklusion i emerging markets såvel som miljøtemaet i Kina er blandt de mest interessante væksttemaer i det aktuelle marked. Trods overordnet usikkerhed i emerging markets kan der skabes et solidt afkast ved at finde de mest solide væksttemaer og selskaber, samt de lande, hvor der skabes rammer for vækst.

Omlægninger

Vi har købt og solgt ni selskaber i løbet af kvartalet. Vi købte bl.a. brasilianske **WEG**, **China Everbright Intl.**, og mexicanske **Inbursa**. Inbursa har købt Banco Walmart – et opkøb som kan blive transformerende for selskabet, idet antallet af filialer fordobles, og Inbursa får adgang til en massiv kundebase på 4,5 mio. kunder om dagen, fordi filialerne ligger inde i Walmart Mexicos butikker. WEG producerer elektriske motorer, generatorer og transformatorer og er eksponeret mod strukturelle vækstområder som energieffektivitet, automatisering og vedvarende energi på globalt plan. Vi solgte bl.a. **Hyundai** som følge af lav forventet volumenvækst, høje inventarniveauer og øget konkurrence fra de kinesiske aktører.

Risikomærkning

Læs mere om risikomærkning på www.cww.dk

Fondskode DK0015945166

Afdelingens start: 01.10.2014

Læs mere på: www.cww.dk/em

Nøgletal

	30.06.15	31.03.15
Formue (i 1.000 kr.)	57.659	62.151
Cirkulerende andele stk.	255.991	265.991
Udbytte	0,00	0,00
Indre værdi	225,24	233,66
Officiel kurs	226,00	230,80

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 dybdgående aktieudvælgelse. Afdelingens ansvarlige portefølje-forvaltere indgår i et tæt og åbent samarbejde med forvalterne af forningens øvrige afdelinger.

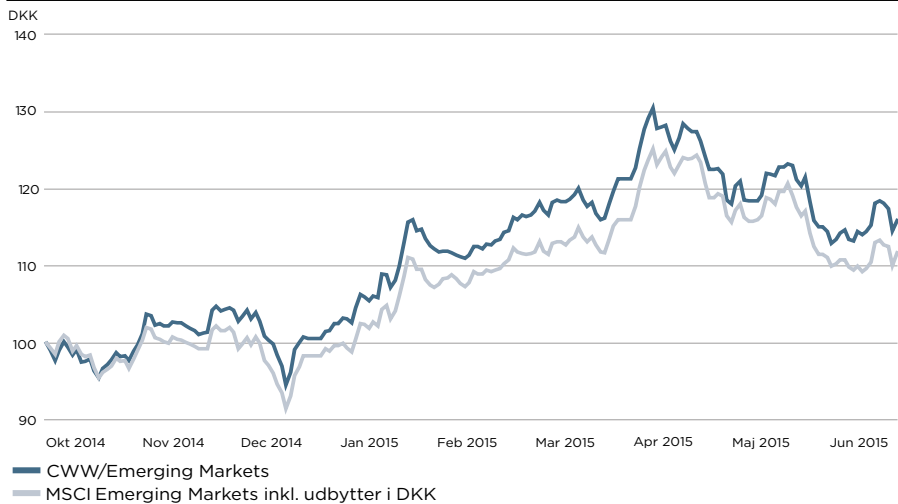
Afdelingen er velegnet for langsigtede investorer som supplement til f.eks. afdeling Globale Aktier, og for investorer, som ønsker en direkte eksponering til væksttemaerne inden for emerging markets

Afkast i pct./Merafkast i pct.point	Q1 2015	Q2 2015	Levetid
Carnegie WorldWide/Emerging Markets	16,7	-3,6	15,4
Benchmark*	15,6	-3,1	11,7
Emerging Markets merafkast ift. benchmark*	1,1	-0,5	3,7

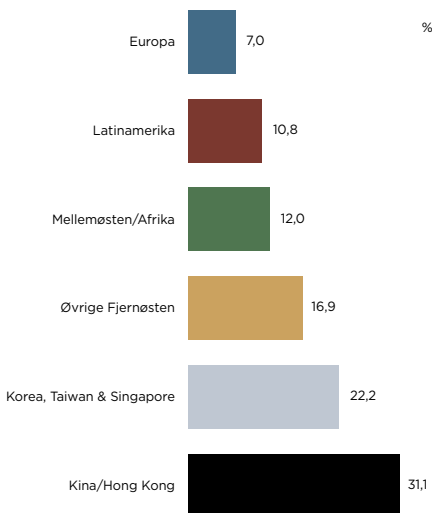
Risiko (ingen data, da afdelingens levetid er under 3 år)	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	-	-	-	-
Std.afv. % p.a. benchmark*	-	-	-	-
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	-	-	-	-

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

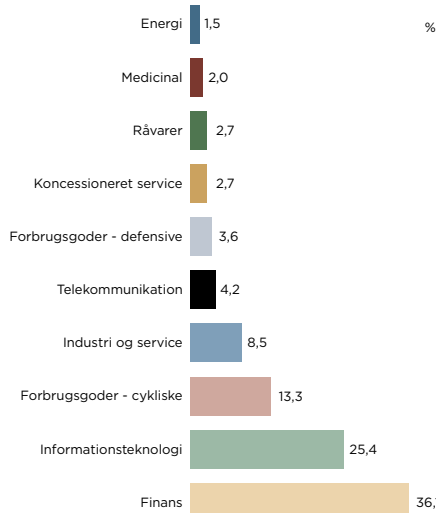
Afkastudvikling (start indeks 100)



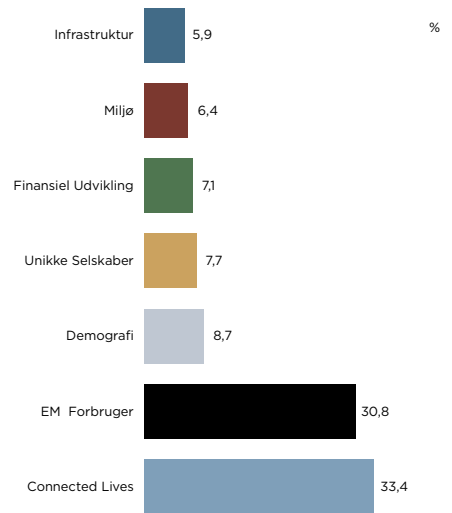
Geografisk fordeling af porteføljen pr. 30.06.15



Sektorfordeling af porteføljen pr. 30.06.15



Tematisk fordeling af porteføljen pr. 30.06.15



Svenske professorer positive over for Novo-produkt

GA ETK STA DA



Professorer fra Karolinska Institutttet vurderer, at Novo Nordisk med Victoza har en reel chance for at udvikle et produkt til behandling af NASH (fedtlever). Det skønnes, at det samlede marked for NASH kan blive op til USD 30-35 mia., hvilket gør det til en særdeles interessant mulighed for Novo Nordisk.

På vores seneste rådsmøde med professorer fra Karolinska Institutttet i Stockholm var emnet leversygdomme og Novo Nordisk. Mødet foregår én gang i kvartalet på Stockholms store universitetshospital Karolinska Institutttet, også kendt fra uddelingen af Nobelprisen i medicin. Vores portefølje-fuldmægtige inden for sundhedsområdet diskuterer nye trends inden for medicin og medicinteknik med otte til ni af instituttets professorer. Det mangeårige samarbejde er etableret for at koble professorernes viden sammen med vores mangeårige investeringsviden for at identificere attraktive investeringsmuligheder.

Victoza viser positiv effekt mod fedtlever

På rådsmødet fik resultaterne af en gruppe uafhængige forskeres fase II forsøg med Novos Victoza til behandling af NASH mange positive kommentarer. NASH står for Non-alcoholic Fatty Steatohepatitis eller ikke-alkoholrelateret fedtlever. Forskernes fase II-resultater viser en stor effekt på en lille gruppe patienter, hvilket giver forhåbninger om, at man vil gå videre med fase III-test af Victoza i NASH.

NASH er en tilstand med øget infiltration af fedt (steatose) i leveren hos personer, der slet ikke eller kun i beskedne mængder indtager alkohol. En NASH-patient har en lever-tilstand svarerende til det, man finder ved alkoholrelateret fedtlever. I Europa er omkring 5 pct. af befolkningen ramt af sygdommen, mens man estimerer, at mellem 18-30 mio. mennesker i USA har sygdommen. Tallet kan sammenlignes med de 3,2 mio. mennesker, der har Hepatitis C i USA, hvilket formentlig udgør en mere kendt leversygdom, som Gilead Sciences – en anden af vores investeringer – har udviklet en helbredende kur mod. I USA er fedmeepidemien mere fremskreden end i Europa, hvilket forklarer den meget

højere forekomst af NASH. Der er således en klar sammenhæng mellem fedme, diabetes og NASH.

Professorerne fra Karolinska Institutttet vurderer, at Novo Nordisk med Victoza har en reel chance for at udvikle et produkt til behandling af NASH. Der er et stort behov for en behandlingsform, da der endnu ingen produkter er udviklet til bekæmpelse af denne sygdom. Vores vurdering er, at det vil ændre sig over de kommende år, da det er et vigtigt fokusområde for flere medicinalsselskaber inkl. eksempelvis Gilead Sciences.

Fedtlever er et potentielt stort marked

Det potentielle marked for produkter til behandling af NASH er til gengæld meget stort, og potentielt mere end dobbelt så stort som markedet for Hepatitis C. Der er derfor plads til flere konkurrerende produkter. Området er et oplagt fokusområde for Novo Nordisk, eftersom NASH har så stor en sammenhæng med fedme og diabetes. Da Victoza har vist sig at være effektivt inden for disse områder, forklarer det også, hvorfor der tilsyneladende er en god effekt ved anvendelse af Victoza mod NASH. Victoza til behandling af diabetes har i dag en omsætning i underkanten af USD 2,5 mia., og med endnu kun begrænset salg som fedmeprodukt. Det skønnes, at det samlede marked for NASH-produkter kan blive op til USD 30-35 mia., hvorfor det endnu uadresserede marked udgør en særdeles interessant mulighed for Novo Nordisk.

CWW.DK/TILMELD-
NYHEDSBREV

Sensata: Stor på sensorer

GA ETK



Sensata Technologies er et nicheselskab med eksponering til den stigende anvendelse af elektroniske komponenter i produkter og systemer på tværs af lande og industrier.

Ukendt markedsleder

Sensata er et selskab, som mange formentlig endnu ikke har hørt om, trods selskabets førende position inden for en af tidens vigtigste teknologiske trends. Når vi i stigende grad oplever, at de ting vi omgiver os med i hverdagen indeholder elektroniske komponenter og er forbundet teknologisk, skyldes det bl.a. selskaber som Sensata.

Sensata er en af de vigtigste underleverandører til industrien af produkter, der udgør kritiske komponenter i elektroniske systemer – særligt i bilindustrien – og som gør det muligt at opfylde stadig skrappere krav til sikkerhed og energiforbrug. Sensata er således verdensledende inden for sensorer og kontrolenheder til styring af spænding i elektriske systemer.

Sensata er førende inden for særligt to sensorer, måle-sensorer og kontrolsensorer, og selskabet har samlet set en global markedsandel på ca. 25 pct. Sensata er ca. seks gange større end den nærmeste konkurrent, hvorfor selskabet også har de laveste omkostninger i industrien. I 2013 udgjorde salget omkring USD 2 mia., fordelt på ca. 1,2 mia. enheder.

Sensorer i biler

I en moderne bil indgår der op til 50 forskellige sensorer. Typisk er de placeret et sted i køretøjet, som er svært tilgængeligt, eksempelvis i gearkassen eller styretøjet for at overvåge tryk, kraft, fart, temperatur mm. Arbejdskraften forbundet med at skifte en sensor i gearkassen er betydelig, hvorfor sensorerne er lavet således, at de virker længere end det produkt, de er placeret i. Det betyder bl.a., at produktkvalitet og pålidelighed er af største vigtighed. Sensorerne er ligeledes altafgørende for produktets funktionsdygtighed, eksempelvis en bil, da nedbrud kan skade bilproducentens omdømme og være en enorm økonomisk belastning, såfremt biler skal hjemkaldes for udskiftning af vitale komponenter.

Sensata har opbygget et renommé for kvalitet, og i mange af selskabets kontrakter er Sensata eneleverandør. Selskabets ti største kunder udgør 40 pct. af salget, og gennemsnitligt har selskabet haft disse som kunder i 25 år. Sensatas ledende markedsposition afspejler sig i både det totale salg såvel som størrelsen på produktpaletten. Dette har resulteret i betydelige stordriftsfordele, højere lønsomhed og deraf bedre muligheder for at investere i nye produkter, der kan drive det fremtidige salg.

Understøttende trends

En vigtig understøttende trend for selskabet er de skærpede emissionskrav til biler. En anden vigtig faktor er den voksende efterspørgsel på biler i udviklingslandene. Dette betyder, at det globale bilsalg kan vokse 4-5 pct. om året samtidig med, at antallet af sensorer og kompleksiteten af disse vokser i de kommende år. Vi forventer på den baggrund, at selskabet vil være i stand til at opretholde en salgsvækst på omkring 12 pct., der dels er organisk, og dels drevet af tilkøb, hvilket selskabet historisk har været dygtige til. Vores vurdering er, at Sensata kan øge indtjeningen med omkring 15 pct. om året.

Selskabet har høje marginer på omkring 30 pct. og skaber et godt afkast på den investerede kapital, og da selskabet ikke har et stort kapitalbehov til investeringer for at vokse, skaber selskabet en meget stor overskudslikviditet. Denne anvendes til opkøb af virksomheder og tilbagekøb af egne aktier.

I takt med at den teknologiske udvikling accelererer, er vi overbeviste om, at sensorer fra Sensata fortsat vil spille en central rolle i udnyttelsen af de muligheder, den teknologisk innovation giver.

Afdelingerne Globale Aktier og Globale Aktier Etik investerede i Sensata i april 2015.

McKesson: Førende inden for medicinalsektoren

GA ETK STA



McKesson er blandt de førende selskaber inden for distribution af medicin i USA. Vi ser gode stabile vækstmuligheder for selskabet drevet af et øget globalt behov for lægemidler.

Størst på distribution

McKesson er USA's største selskab inden for distribution af medicin og lægemidler. Distribution af medicin i USA er et oligopol domineret af tre store aktører, hvor McKesson sammen med AmerisourceBergen og Cardinal Health har ca. 85 pct. af markedet. McKesson står som den førende aktør med et bredt produkt- og serviceudbud af høj kvalitet. Selskabets typiske kunder er apotekerkæder, hospitaler og større supermarkeds-kæder.

Generisk medicin driver indtjening

McKessons distribution af medicin kan opdeles i to overordnede produktgrupper. Den første udgøres af mærkevaremedicin, og den anden er generiske medicin, også kaldet kopimedien. Mens mærkevaremedicinen udgør en stor del af omsætningen, er det generisk medicin, der genererer langt størstedelen af indtjeningen. Det skyldes, at generisk medicin, modsat patentbeskyttet mærkevaremedicin, typisk produceres af flere forskellige aktører. Dette giver distributører, der køber ind i meget store mængder, mulighed for at presse producenterne og selv tage en større del af indtjeningen. McKesson har de seneste år nydt godt af, at et stort antal patenter er udløbet, hvilket har resulteret i en bølge af nye generiske produkter. Siden 2004 er de generiske produkters andel af det totale salg af receptpligtigt medicin i USA steget fra små 50 pct. til over 80 pct., hvilket har været en væsentlig vækstdriver for distributørerne. I de kommende år er der dog udsigt til færre mærkevareprodukter, hvis patent udløber, hvorfor væksten inden for generisk medicin vil blive lavere.

Nyder godt af langsigtede trends

Selv om væksten inden for generiske produkter vil aftage, ser vi fortsat en positiv vækstdriver heri. Der er desuden en række øvrige faktorer, der vil understøtte væksten for McKesson. Vigtigst er de demografiske forandringer vi ser i det meste af den vestlige verden. I takt med at befolkningen

bliver ældre, vil der naturligt skabes en øget efterspørgsel efter lægemidler. Væksten inden for speciallægemidler er en anden faktor. Speciallægemidler bruges til behandling af kroniske sygdomme og er som oftest dyrere end almindelige lægemidler. Brugen af speciallægemidler forventer vi vil vokse væsentligt hurtigere end resten af markedet, blandt andet som konsekvens af flere kroniske livstilssygdomme. Da specialmedicin typisk har højere marginer end almindelig medicin, er det en væsentlig vækstfaktor de kommende år.

Konsolidering og globale muligheder

Vi ser også en øget konsolidering i sektoren. Det kommer blandt andet til udtryk ved nye partnerskaber og alliancer på tværs af forsyningskæden. McKesson indgik for nylig et udvidet partnerskab med apotekerkæden RiteAid og har, ligesom de to hovedkonkurrenter på det amerikanske marked, søgt internationale vækstmuligheder. McKesson købte i 2013 tyske Celesio, der opererer inden for både distribution og detailsalg af lægemidler. Dette er en investering, der giver McKesson eksponering til en række nye markeder – særligt i Europa, hvor Celesio driver 2.200 apoteker og er leverandør til samlet 65.000 apoteker og hospitaler. Købet giver McKesson stadig større købekraft over for leverandører, og selskabet forventer således at kunne opnå synergieffekter på USD 275-325 mio. årligt.

Stabilt vækstselskab

McKesson er i vores øjne et særdeles veldrevet selskab med en stærk position på et marked med stabile vækstudsigt. Selskabet har i perioden 2007-2014 øget omsætningen med 5 pct. om året, hvilket har resulteret i en indtjeningsvækst på 17 pct. årligt. Vi forventer fremadrettet en årlig indtjeningsvækst på over 10 pct. Kombineret med en rimelig prisfastsættelse og en aktionærvenlig profil, ser vi McKesson som en attraktiv langsigtet investering. Afdelingerne Globale Aktier og Globale Aktier Etik investerede i McKesson i januar 2015. Afdeling Globale Aktier Stabil har været investeret i aktien siden afdelingens start i oktober 2014.

INVESTERING I FINANSIEL INKLUSION

AS EM

2 mia. mennesker står i dag uden for det finansielle system. Det er en udfordring, der står højt på den politiske dagsorden i mange lande, og som byder på interessante investeringsmuligheder.

Læs mere på cww.dk



GENMAB PÅ VEJ MOD GENNEMBRUD

DA

Genmabs lovende lægemiddel Daratumumab kan skabe et gennembrud i behandlingen af knoglekræft, der i dag mangler en helbredende behandlingsform. Produktet har vist lovende testresultater, og såfremt de fortsatte tests bekræfter disse resultater, er der et betydeligt kurspotentiale i Genmab-aktien.

Læs mere på cww.dk



KONTROVERSIEL INVESTERING I KINA

AS EM

I afdeling Asien har vi siden 2010 været investeret i den kinesiske ejendomssektor. Det har været en både en kontroversiel og profitabel investering.

Læs mere på cww.dk



LØSNINGER PÅ NOGLE AF VERDENS VITALE UDFORDRINGER

GA ETK

Rent vand, fødevarer sikkerhed, bedre udnyttelse af energiressourcer samt bekæmpelse af sygdomsinfektioner. Det er inden for disse fokusområder, at Ecolab hjælper en bred vifte af globale virksomheder i hotel- og restaurantbranchen, fødevarerindustrien, fremstillingsindustrien, energisektoren og sundhedssektoren.

Læs mere på cww.dk



LÆS FLERE ARTIKLER PÅ CWW.DK/NYHEDSCENTER

Én 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 13. juli 2015. Kvartalsorienteringen for 2. kvartal 2015 er udsendt til alle medlemmer den 27. juli 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 Publikationer.

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 hører 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 www.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.

DET ER IKKE KUN EN
AMBITION AT SKABE
GODE AFKAST
- DET ER VORES **PASSION**

INVESTERINGSFORENINGEN CARNEGIE WORLDWIDE

Dampfærgevej 26 · DK-2100 København Ø

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