



CARNEGIE WORLDWIDE  
INVESTERINGSFORENINGEN

# INVESTERINGS- INDSIGTER FRA EMERGING MARKETS

SAMFUNDET  
OVERSER  
GEVINSTER VED  
DIGITALISERING

KVARTALS-  
ORIENTERING  
NR 3 | 2015





# Indholdsfortegnelse

05	Leder
06	Investeringsindsigter fra emerging markets
12	Samfundet overser gevinster ved digitalisering
16	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





CARNEGIE WORLDWIDE  
INVESTERINGSFORENINGEN

GLOBAL INDSIGT #5

# KAFFE EFTERSPØRGES I HELE VERDEN BL.A. DERFOR ER NESTLÉ VOKSET 10% OM ÅRET I 25 ÅR

**DETTE ER ÉN AF DE 8 BÆRENDE  
INDSIGTER, DER LIGGER TIL  
GRUND FOR INVESTERINGERNE  
I AFDELING GLOBALE AKTIER.  
LÆS MERE PÅ CWW.DK**

Det er indsigter som denne, der har gjort Carnegie WorldWide Globale Aktier til den førende globale aktiefond gennem 25 år.

# Leder

## Kære investor

Den overraskende devaluering af den kinesiske valuta og udsigten til begyndende renteforhøjelser i USA blev en cocktail, som rystede aktiemarkederne henover sommeren. Vi oplevede derfor for første gang i længere tid en periode med større kursfald.

De globale aktiemarkeder faldt knapt 10 pct., og aktierne i udviklingsøkonomierne faldt endnu mere. Måske noget overraskende klarede de danske aktier sig ganske pænt og sluttede kvartalet nogenlunde uændret. Vi kan således igen konstatere, at de danske selskaber er godt positioneret med lederskab inden for globale niches, som gør, at deres indtjening vokser hurtigere end mange andre selskaber.

Afdeling Globale Aktier klarede sig – i lyset af de store markedsfald – rimeligt gennem kvartalet med et fald på knap 7 pct. Vores høje andel af amerikanske aktier var dog med til at afbøde noget af faldet. Afdelingens investorer kan stadig glæde sig over, at afkastet for hele året er positivt på 7,5 pct. Til sammenligning har indeksinvestoren i år kun lige fået et positivt afkast på 1 pct. Afdelingerne Globale Aktier, Globale Aktier Etik samt Danske Aktier har i år skabt afkast, der er 3-8 procentpoint bedre end markedet. I et miljø med generelt lave markedsafkast er dette betydelige merafkast, som i vores optik viser værdien af aktiv forvaltning med fokus på holdbare investeringer.

Vi inviterer dig til at læse mere om resultaterne og de aktuelle investeringsstrategier inde i kvartalsorienteringen. Vi har denne gang to temaartikler, som sætter fokus på udfordringerne forbundet med emerging markets og på vores digitale økonomi.

## Investeringsindsigter fra emerging markets

For et år siden lancerede vi afdeling Emerging Markets, og i temaartiklen ”Investeringsindsigter fra emerging markets” gør vi status på vores erfaringer fra et generelt udfordrende år. En af vores vigtigste konklusioner er, at udviklingsøkonomierne langt fra er en homogen gruppe. Det faktum, at et land hører under kategorien ”emerging markets”, er i sig selv ingen garanti for, at landet er i en positiv udvikling. I temaartiklen introducerer vi derfor en ny mere sigende betegnelse: ”Advancing Reformers”, som er en betegnelse for lande, der bl.a. gennem aktiv reformpolitik sikrer, at landet udvikler sig op ad den økonomiske velfærdstige. Det er disse lande, vi har fokus på i afdeling Emerging Market.

## Overser vi gevinsterne ved digitalisering?

Smartphones er blevet en uundværlig del for ganske mange, fordi de skaber stor værdi som kommunikations- og underholdningsmedie. Meget tyder dog på, at de officielle statistikker ikke medtager de åbenlyse gevinster af de nye digitale teknologier i tilstrækkeligt omfang. I temaartiklen ”Samfundet overser gevinster ved digitalisering” sætter vi fokus på dette paradoks. Hvis dette er tilfældet, ser fremtiden faktisk lysere ud end det billede, der tegnes i medierne.

## 25 års jubilæum

I sommer fyldte afdeling Globale Aktier 25 år med et akkumuleret afkast tæt på det dobbelte af den næstbedste investeringsfond blandt i alt ni globale aktiefonde i Danmark, som har eksisteret i 25 år. For at fejre dette og takke vores investorer har vi afholdt en jubilæumskonkurrence. Vinderne har fået direkte besked, og hovedpræmien – et rejsegavekort til Albatros Travel på 25.000 kr. – blev vundet af en af foreningens mangeårige investorer.

I anledning af jubilæet har vi desuden lanceret en kampagne med udgangspunkt i otte bærende globale indsigter, der ligger til grund for investeringerne i afdeling Globale Aktier. Annoncen til venstre viser en af disse indsigter – vi tror, at stabile vækstsekskaber er en god investering. Afdeling Globale Aktier investerede i Nestlé i 1990. Siden da har selskabet i gennemsnit øget indtjeningen ca. 10 pct. årligt. Du kan følge kampagnen i trykte medier såvel som på digitale og sociale medier.

Du er altid velkommen til at kontakte os, hvis du har spørgsmål eller kommentarer.

Bo Knudsen      Tim Kristiansen

## Resultat 3. kvartal 2015

Afdeling	Afkast 3. kvrt.	Benchmark 3. kvrt.	Afkast 09/2015	Benchmark 09/2015
Globale Aktier	-6,9%	-9,6%	7,5%	1,0%
Globale Aktier Etik-ak	-6,4%	-9,6%	9,4%	1,0%
Globale Aktier Stabil	-6,6%	-4,5%	6,3%	6,2%
Danske Aktier	0,3%	-1,1%	23,2%	19,6%
Emerging Markets	-19,4%	-18,0%	-9,3%	-8,2%
Asien	-18,7%	-17,2%	-6,6%	-5,0%

# Investeringsindsigter fra emerging markets

Af porteføljeformaler Aman Kalsi

**Sådan manøvrerer man i et heterogent landemiks**  
VM i fodbold er en spændende og særlig begivenhed. Men ville det være en lige så spændende og særlig begivenhed, hvis deltagerholdene blev udvalgt udelukkende på baggrund af deres teoretiske potentiale og ikke på baggrund af de resultater, de havde opnået i kvalifikationsrunden? Hvis det var tilfældet, ville vi ikke have oplevet David mod Goliat-kampe som f.eks. kampene, hvor Costa Rica og Uruguay slog England og Italien ud af gruppespillet i 2014, og vi ville ikke have oplevet cremen af de bedste fra hver region. Set fra vores synspunkt ville det ikke give ret meget mening at afholde et VM, hvor deltagerholdene udvælges på baggrund af deres teoretiske potentiale.

**” Emerging markets er ikke skabt ens, og de har ikke samme udviklingspotentiale. Derfor er det afgørende at differentiere mellem landene i dette ekstremt heterogene univers.**

Dette er imidlertid tilfældet med emerging markets. Det eneste fællestræk blandt landene i denne heterogene gruppe er deres potentiale, hvad enten det er stort, lille eller tæt på ikke-eksisterende, til at udvikle sig og med tiden blive optaget i kategorien udviklede markeder. Emerging markets-landene er ikke skabt ens, og de har ikke samme udviklingspotentiale. Derfor er det afgørende at differentiere mellem landene i dette ekstremt heterogene univers. Det er derfor overraskende i hvor høj grad mange eksperter og investorer skærer alle emerging markets-lande over én kam. Det er lige så forkert, som da George W. Bush betegnede Afrika som én nation.

Vi mener, at der helt overordnet er to faktorer, der afgør, om et land rent faktisk kommer til at udvikle sig: stærke politiske og økonomiske institutioner og virksomhedernes langsigtede evne til at bevæge sig opad i værdikæden. Da mange emerging markets-lande ikke besidder disse karakteristika eller måske endda bevæger sig i den forkerte retning, mener vi, at betegnelsen ”emerging markets” er stærkt misvisende. Vi vil gerne benytte lejligheden til at foreslå

**” Der er helt overordnet er to faktorer, der afgør, om et land rent faktisk kommer til at udvikle sig: stærke politiske og økonomiske institutioner og virksomhedernes langsigtede evne til at bevæge sig opad i værdikæden.**

en ny betegnelse, som vi finder mere passende for den underkategori af lande, der er på vej i den rigtige retning. Vi vil også opridsse to vigtige forhold, man skal holde sig for øje, når man manøvrerer i dette spændende, men turbulente investeringsunivers.

## **Når ebber kommer, ser man, hvem der svømmer uden tøj**

En af de vigtigste årsager til, at betegnelsen emerging markets er så utrolig populær, er dens positive værdiladning. Betegnelsen er dog forbundet med stor risiko for at investorer, økonomer og lokale politikere tror, at disse lande i sidste ende vil transformere sig og få status som udviklede økonomier (”emerge”). Altså at det blot er et spørgsmål om tid, og at det i mindre grad afhænger af de initiativer, der rent faktisk gennemføres. I fodboldens verden vil de hold, der udelukkende baserer sig på deres potentiale på banen og deres tidligere resultater og derfor ikke arbejder hårdt nok, ikke foretager hensigtsmæssige langsigtede investeringer eller ikke anvender den rigtige taktik, misse kvalifikationen til f.eks. VM. På samme måde vil de udviklingslande, der ikke har det nødvendige fundament, stagnere, gå tilbage eller gå helt ned.

**” Men desværre var det kun få udviklingslande, der, trods periodens økonomiske momentum, rent faktisk udnyttede muligheden til at implementere de strukturreformer, der kræves for at skabe bæredygtig langsigtet vækst.**

Gennem tiden har vi set dette ske mange gange, og det er lande som Brasilien, Tyrkiet og Malaysia gode eksempler på lige nu.

En sådan situation var utænkelig i forrige årti, hvor snart sagt alle virksomheder i udviklingslandene oplevede stærk vækst understøttet af positiv udvikling i USA og Kina, stigende råvarepriser, øget global samhandel og kredittrevet lokal efterspørgsel.

Men desværre var det kun få udviklingslande, der, trods periodens økonomiske momentum, rent faktisk udnyttede muligheden til at implementere de strukturreformer, der kræves for at skabe bæredygtig langsigtet vækst. Som det blev fremhævet i Financial Times den 3. august 2015, har konjunkturerne i udviklingslandene typisk været drevet af to hovedkræfter: USAs likviditetsstrømme og Kinas råvarestrømme. I de senere år har der været mindre støtte at hente fra disse faktorer, hvilket skal ses i lyset af den begyndende potentielle normalisering af den amerikanske rente, aftagende vækst i Kina, kraftigt faldende råvarepriser og senest usikkerheden i forbindelse med devalueringen af den kinesiske renminbi. Dette potente sammenfald af begivenheder har rystet udviklingslandenes valutaer og aktiemarkeder – nogle mere end andre – og udstillet mange udviklingslandes skrøbelighed. Som Warren Buffett har udtalt i et berømt citat: "Når ebber kommer, afsløres det, hvem der svømmer uden tøj". I løbet af de sidste par år er det blevet stadig mere tydeligt, at mange udviklingslande har undladt at investere i badetøj, for nu at blive i terminologien.

### **Emerging markets er en saga blot – længe leve emerging markets**

Den seneste tids megen uro inden for aktivklassen emerging markets afskrækker og skræmmer mange investorer, især fordi strategier, investorer og medierne skærer alle de forskellige lande over én kam og erklærer emerging markets for uddøende.

Selvom udviklingslandenes udfordringer ikke er ubetydelige, har de ikke desto mindre haft større negativ indvirkning på nogle lande end på andre. Som vist i figuren nedenfor har de råvareproducerende lande siden 2010 haltet 45 pct. efter de ikke-råvareproducerende lande, hvilket tydeligt understreger en af de væsentlig-



ste forskelle blandt denne gruppe lande. GEM råvareeksportører inkluderer Brasilien, Chile, Malaysia, Rusland og Sydafrika.

Figur 1

#### Råvareeksporterende lande har haft det svært



Kilde: MSCI, Credit Suisse

Det langsigtede potentiale som visse lande – og i særdeleshed visse virksomheder – har, er fortsat intakt. Som vi tidligere har nævnt, er det imidlertid væsentligt at være selektiv. Spørgsmålet er: Hvilke parametre, skal man fokusere på for at identificere de lande, der er på rette vej?

### Institutionerne spiller en vigtig rolle

I bogen "Why Nations Fail" understreger Daron Acemoglu og James Robinson vigtigheden af at have stærke politiske og økonomiske institutioner, hvis et land skal kunne opnå langsigtet, bæredygtig økonomisk vækst. Det er afgørende, at der er tillid til institutionerne, da det fremmer enkeltpersoners og virksomheders vilje og incitament til at investere og skabe innovation, fordi de har troen på, at institutionerne vil implementere lovregler, udstikke sunde økonomiske politikker og give iværksætterne mulighed for at tjene penge.

I dag har kun få udviklingslande de stærke institutioner og den politiske struktur, der skal til for at implementere strukturreformer. I nogle tilfælde oplever vi faktisk tilbagegang i forhold til institutionernes udvikling. I Tyrkiet er præsident Erdogans indblanding i

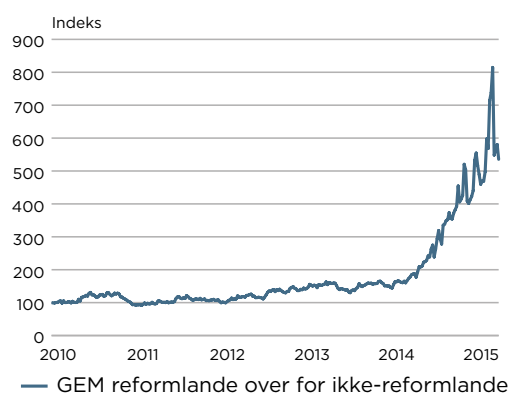
**” I dag har kun få udviklingslande de stærke institutioner og den politiske struktur, der skal til for at implementere strukturreformer. I nogle tilfælde oplever vi faktisk tilbagegang i forhold til institutionernes udvikling.**

centralbankens opgaver et eksempel på, at staten sætter samfundets indbyggede kontrolsystem ud af kraft.

Andre lande har udtrykt intentioner om at implementere reformer, men mangler den politiske opbakning eller evne til at modstå den eventuelle kortsigtede svære periode, det kan medføre. Nøgleordet er handling! Faktisk er de lande, der har implementeret strukturreformer (eller som sandsynligvis vil gøre det), blevet belønnet af investorerne og har klaret sig rigtig godt i forhold til andre udviklingslande. De, der skaber reformer, skaber resultater. Reformlande omfatter Chile, Kina, Indien, Indonesien, Mexico og Polen.

Figur 2

#### Reformlande bliver belønnet på aktiemarkedet



Kilde: MSCI, Credit Suisse

### Fra landbrug og råvarer til forbrug og service

Ud over stærke politiske og økonomiske institutioner og implementering af strukturreformer afhænger et lands evne til at udvikle



**” Det kan tage lang tid at få gennemført et sådant skifte i en økonomi, og det vil ikke nødvendigvis ske i en snorlige proces, men det at bevæge økonomien fremad gennem de forskellige stadier skaber økonomisk udvikling, højere indkomstniveauer og en voksende forbrugerklasse.**

---

sig af dets langsigtede evne til at gå fra at være en økonomi, der hovedsageligt baserer sig på den primære sektor (landbrug og råvarer), til at basere sig på den sekundære sektor (fremstilling) og endelig til at basere sig på den tertiære sektor (tjenesteydelser og teknologisk innovation). Med andre ord er det væsentligt at få flyttet fokus fra råvarer, som er mere konjunkturfølsomme, til tjenesteydelser og teknologisk innovation, som er mere stabile.

Det kan tage lang tid at få gennemført et sådant skifte i en økonomi, og det vil ikke nødvendigvis ske i en snorlige proces, men det at bevæge økonomien fremad gennem de forskellige stadier skaber økonomisk udvikling, højere indkomstniveauer og en voksende forbrugerklasse. Der er stadig et stykke vej, førend Kina primært kan basere sig på tjenesteydelser og har udviklet sig til et højinnovativt samfund, men landet er et godt eksempel på, at det kan lade sig gøre at skabe hastig økonomisk fremdrift.

**” Der stadig er et stykke vej, førend Kina primært kan basere sig på tjenesteydelser og har udviklet sig til et højinnovativt samfund.**

---

## Advancing Reformers

Efter vores overbevisning vil de lande, der 1) har evnen til at skabe økonomisk vækst ved at fokusere på mere værdiskabende områder og 2) har stærke politiske og økonomiske institutioner, som sikrer vedtagelse og implementering af reformer, være dem, der undgår at sidde fast i mellemindkomstdyndet og faktisk kommer til at udvikle sig og skabe et rigere samfund. Vi kalder disse lande for Advancing Reformers (fremrykkende reformlande).

Betegnelsen emerging markets tilfører ikke værdi for investorer. Den er i virkeligheden på mange måder misvisende. Vi mener, at udviklingslande er en mere dækkende betegnelse for hele gruppen, da den understreger, at disse lande skal igennem en proces med at udvikle de nødvendige institutioner og flytte fokus mod mere værdiskabende områder for økonomien, førend de kan opnå betegnelsen Advancing Reformers. Efter vores mening er Advancing Reformers en meget mere dækkende betegnelse for de lande, vi anser for at have størst sandsynlighed for at udvikle sig og skabe værdi og derfor er mest attraktive.

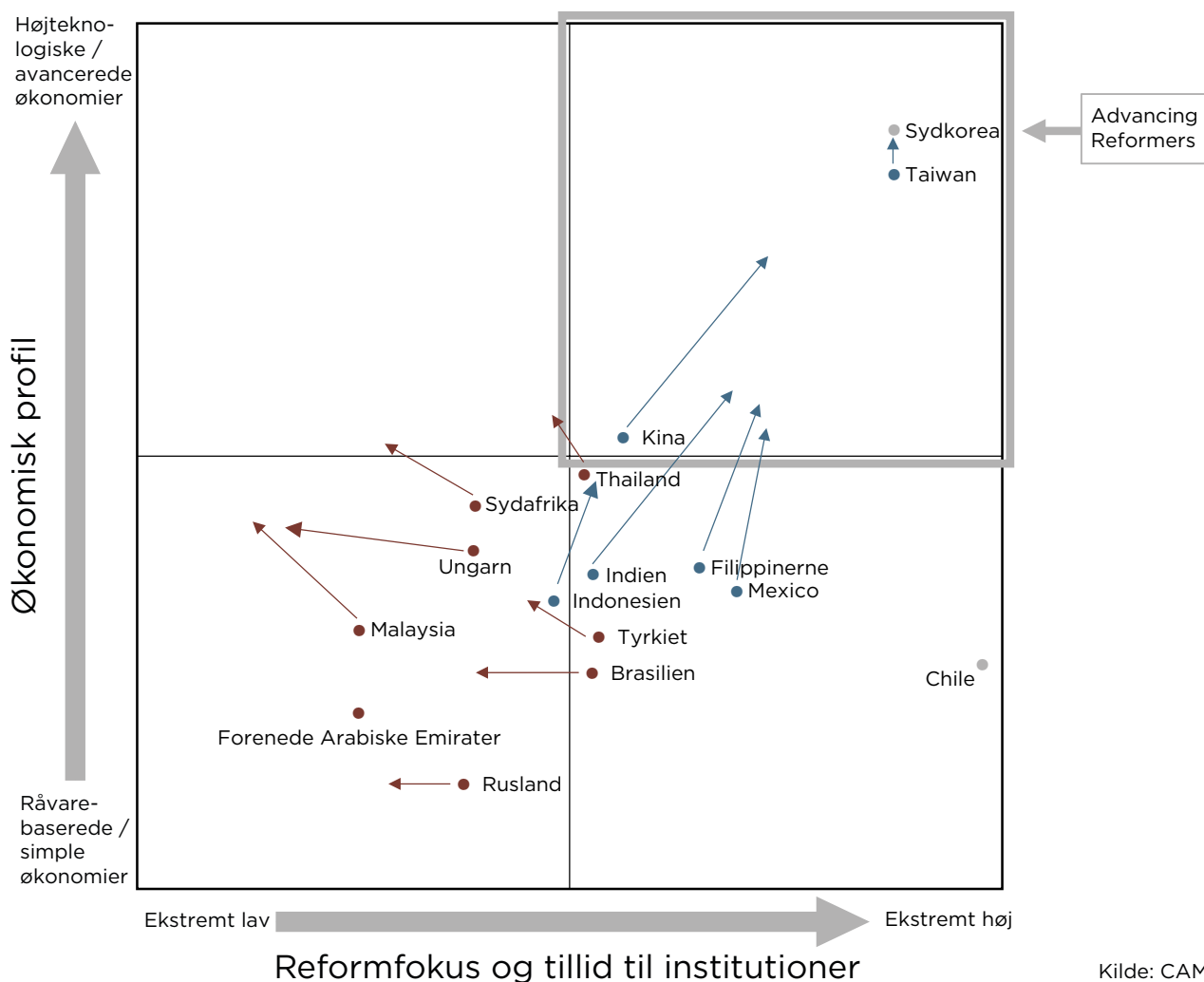
**” Betegnelsen emerging markets tilfører ikke værdi for investorer. Den er i virkeligheden på mange måder misvisende.**

---

Det bør tilføjes, at det er kombinationen af reformer og et større fokus på at rykke opad i værdikæden, der afgør, om et land kan udvikle sig positivt. Det er Chile er godt eksempel på. Siden 1970'erne har landet gennemført et imponerende reformprogram, som sammen med landets overflod af naturressourcer har bidraget til at trække landet op på mellemindkomstniveauet. Det har dog vist sig at være mere vanskeligt for Chile at løsrive sig fra den konjunkturfølsomhed, der naturligt følger en råvarebaseret økonomi. F.eks. udgjorde investeringer i forskning og udvikling kun 0,4 pct. af Chiles BNP i 2012, sammenlignet med gennemsnitligt 2,3 pct. for andre OECD-lande. Chiles manglende held til at udvikle sig yderligere skyldes landets manglende evne til at drive økonomien fremad.

Figur 3

Økonomisk fremdrift over for implementering af strukturreformer



Kilde: CAM

De fleste hold har stærke spillere

Mexico, Indien, Filippinerne og Kina (og til en vis grad Indonesien) er eksempler på lande, der er i gang med at gennemføre strukturreformer. Der er større sandsynlighed for, at regeringerne i disse lande vil kunne skabe et gunstigere økonomisk klima og mulighed for, at den private sektor kan tage del i vækstpotentialet.

I fodboldens verden er det disse hold, der med størst sandsynlighed vil vinde VM. De har en solid infrastruktur, en inspirerende

træner, en stærk taktik og stærke spillere. Men hold, der ikke regnes som favoritter, har også stærke spillere. Når man skal sammensætte et drømmehold, skal man også tage disse spillere med.

Inden for investeringsverdenen er der nogle virksomheder, der ikke har den fordel, der naturligt følger af at være beliggende i et land, som betegnes som Advancing Reformers. De er imidlertid for stærke til, at man blot kan ignorere dem. De har konkurrencemæs-

**” Trods sin beliggenhed i Sydafrika, ejer Naspers Sydafrikas betalings-tv-netværk, som blandt meget andet har rettighederne til at sende engelske Premier League-kampe i en række afrikanske lande.**

---

sige fordele og et godt vækstpotentiale, og de er i mange tilfælde mindre afhængige af udviklingen i den indenlandske økonomi. Det er det sydafrikanske selskab Naspers et godt eksempel på. Sydafrika kan på grund af landets politiske ustabilitet ikke betegnes som en Advancing Reformer, men på trods af sin beliggenhed er Naspers en verdensomspændende mastodont. Selskabet ejer Sydafrikas betalings-tv-netværk, som blandt meget andet har rettighederne til at sende engelske Premier League-kampe i en række afrikanske lande. Naspers har for nylig lanceret et produkt i stil med Netflix, som skal give seerne et alternativ til traditionelle tv-udbydere. Derudover har selskabet interesser i en række e-handelsvirksomheder rundt om i verden, som har dominerende positioner på deres respektive markeder og sandsynligvis vil opleve betydelige vækstrater.

### Vores erfaringer med afdeling Emerging Markets

Efter vi nu har været i luften med afdeling Emerging Markets i ét år er vi fortsat overbeviste om, at kombinationen af temaer inden for strukturel vækst gerne understøttet af strukturreformer og grundig aktieudvælgelse vil skabe gode investeringsresultater på langt sigt. I løbet af det første år har vi og investorerne mærket den turbulens, der kan karakterisere investeringsmarkederne i udviklingslande. Vi har i den forbindelse i særdeleshed gjort to erfaringer.

**” I nogle lande kan modvind hurtigt udvikle sig til orkan, hvor valuta og aktier rammes hårdt, især hvis landet ikke har implementeret strukturreformer, eller har en god handelsbalance og styr på statsbudgettet.**

---

#### 1. Man skal være selektiv

I udviklingslande er det vigtigt at være uhyre selektiv. I nogle lande kan modvind hurtigt udvikle sig til orkan, hvor valuta og aktier rammes hårdt, især hvis landene ikke har implementeret strukturreformer, eller har en god betalingsbalance og styr på statsbudgettet. På den anden side kan man, hvis man er selektiv og primært fokuserer på Advancing Reformers og attraktivt prissatte virksomheder, der har god konkurrenceevne og et pænt vækstpotentiale, skabe gode langsigtede investeringsafkast. Selvom turbulens og usikkerhed kan give sved på panden, er det især i perioder med væsentlig usikkerhed og skepsis, at de gode investeringsmuligheder viser sig. Som Warren Buffett engang har sagt, så skal man være grådig, når andre er frygtsomme, og frygtsom, når andre er grådige.

#### 2. Man skal holde fokus på målet

Det er helt centralt, at man kan se igennem turbulens og usikkerhed og fastholde et langsigtet fokus, når man investerer i udviklingslande, herunder Advancing Reformers. Deres virksomheds- og landespecifikke risici er typisk større end på mere udviklede markeder. Men belønningen for at være selektiv og muligvis finde fremtidens dominerende globale virksomheder inden for forskellige brancher opvejer så absolut de nævnte risici. Alfa og omega er, at man hele tiden fastholder fokus på det langsigtede mål.

**” Belønningen for at være selektiv og muligvis finde fremtidens dominerende globale virksomheder inden for forskellige brancher opvejer så absolut de nævnte risici.**

---

# Samfundet overser gevinster ved digitalisering

*Af temaspecialist Morten Springborg*

Digitalisering, teknologisk acceleration og deleøkonomi forandrer for bestandigt vores verden. Verdensledende virksomheder fødes og vokser i en hastighed, vi ikke tidligere har set. Den største vinder i disse år er forbrugeren, der oplever en historisk høj vækst i reel købekraft. Forbedringen i denne købekraft, som vi kalder Consumer Surplus, repræsenterer statistikkerne dog ikke. På trods af at flere i disse år får øjnene op for den teknologiske udvikling, indtager den således en marginal position i diskussionen af verdens økonomiske situation.

**” Der er fremført mange årsager til den skuffende udvikling de seneste seks år, men sjældent nævnes teknologisk acceleration og digitalisering af vores samfund som årsagen.**

Siden den store recession i 2008-09 har amerikansk økonomi leveret en relativ stabil men skuffende vækst på omkring 2,2 pct. om året, hvilket er markant lavere end tidligere perioder efter en recession, og også markant lavere end væksten i beskæftigelsen tilføjer. Væksten i beskæftigelsen har ligget på et normalt niveau på 1,5-2 pct. om året siden 2009 – hvilket i tidligere opgangstider ville være ensbetydende med en økonomisk vækst på ca. 3,5 pct. om året. Det amerikanske opsving har været svagere end tidligere opsving, og tilsyneladende har produktivitetsudviklingen været særdeles skuffende, fordi væksten i beskæftigelsen ikke har ført til den forventede vækst i økonomien.

Der er fremført mange årsager til denne skuffende udvikling de seneste seks år, men sjældent nævnes teknologisk acceleration og digitalisering af vores samfund som årsagen.

Nobelprismodtageren i økonomi Robert M. Solow sagde i 1987, ”Vi kan se computere alle vegne, bare ikke i produktivitetstatistikken.” Meningen med udtalelsen var, at informationsteknologien var overvurderet som drivkraft for produktiviteten, der også på daværende tidspunkt udviklede sig skuffende. Efterfølgende accelererede produktiviteten faktisk gennem 1990’erne, og med vores viden i dag om teknologisk forandring, der synes blot at accelerere

fra år til år, kan udtalelsen nok også i dag bruges som en kritik af den måde, som vi opgør vækst og produktivitet på.

Vores nationale regnskabssystemer har store og voksende mangler. I takt med at digitaliseringen vokser, bliver billedet af vores økonomiske situation stadig mere mudret, fordi statistikkerne opfanger en stadig mindre del af værdiskabelsen i samfundet. Men de store vindere er faktisk forbrugeren – og samfundet helt overordnet.

Sir Charles Bean, tidligere direktør i Bank of England, fremkom for nylig med stærk kritik af måden, hvorpå engelsk økonomisk statistik opgøres. Engelsk statistik blev udviklet i årene efter depressionen i 1930’erne og har ikke udviklet sig nævneværdigt siden til trods for, at verden i dag er en helt anden. Vi lever i en tid, hvor et stigende antal produkter bliver bedre og billigere – kontinuerligt. Dette er primært drevet af digitalisering. Omkostningen ved digitale produkter og services tenderer til over tid at gå mod nul, hvorfor prisen også falder kraftigt.

**” I takt med at digitaliseringen vokser, bliver billedet af vores økonomiske situation stadig mere mudret, fordi statistikkerne opfanger en stadig mindre del af værdiskabelsen i samfundet.**

Et generelt eksempel herpå er software. Citibank har for nylig undersøgt dette område og refereret til akademiske studier, der viser, at alene statistiske mangler i opgørelsen af kvalitetsforbedringer på software forklarer 0,2 pct. af den ”manglende” amerikanske vækst og produktivitet. Hertil kan lægges mangelfuld opgørelse af kvalitetsforbedringer inden for en lang række andre områder såsom online uddannelse (Massive Open Online Courses), transport (Uber, UPS) etc.

Listen over industrier, der oplever eller udsættes for hurtig teknologisk forandring i disse år, er lang. Telekomindustrien har de sidste mange år kæmpet med hurtigt faldende priser, ligesom Google og Facebook for bestandigt har forandret reklamebranchen. Uber er i færd med at revolutionere taxabranche, mens Airbnb vokser



sig stadig større på bekostning af en hotelbranche, der risikerer at stå som kronhjorten paralyseret i bilens lyskegle.

### Nye services ændrer spillereglerne

Et godt eksempel på at vi måske har et forvrænget billede af vores økonomiske verden, er det, der sker med vores kommunikation med hinanden. Et eksempel er Skype, der i perioden 2005-13 ifølge McKinsey & Company har sparet den globale forbruger for USD 150 mia. og alene i 2013 USD 38 mia., idet omkring 40 pct. af den internationale telefoni foregår mellem Skype-brugere, og derfor er mere eller mindre gratis. Dette er en omsætning, der er forsvundet fra verdens teleselskaber, men som omvendt er en besparelse for verdens forbrugere.

**” Et godt eksempel på at vi måske har et forvrænget billede af vores økonomiske verden, er, det der sker med vores kommunikation med hinanden.**

---

Denne besparelse for forbrugeren går under betegnelsen Consumer Surplus. Og Skype er langt fra det eneste eksempel på, at digitalisering af produkter og services fundamentalt forandret vores

**” I de økonomiske statistikker vil dette tab af omsætning i postvæsenet fremgå som et tab af BNP og produktivitet. Men faktum er jo, at vi kommunikerer nærmest uendeligt meget mere med hinanden i dag, samtidig med at omkostningen er kollapsedet.**

---

verden og forøger Consumer Surplus. Fremkomsten af e-mailen har for bestandigt ændret vores skriftlige kommunikation i en sådan grad, at verdens postvæsener kæmper en døds-kamp.

I de økonomiske statistikker vil dette tab af omsætning i postvæsenet fremgå som et tab af BNP og produktivitet. Men faktum er jo, at vi kommunikerer nærmest uendeligt meget mere med hinanden i dag, og med lysets hastighed, samtidig med at omkostningen er kollapsedet. For forbrugeren og verden som helhed, er der dog tale om et enormt produktivitetsløft og en forøgelse af Consumer Surplus. Dette giver besparelser, der kan anvendes på andre forbrugsområder.

De teknologiske fremskridt og digitaliseringen af varer samt services leder til en markant bedre udnyttelse af eksisterende aktiver

og til markant lavere omkostninger. I takt med at deleøkonomien vokser, vil hver enkelt udnytte huse, biler og arbejdskraft bedre. Det vil give problemer for virksomheder og økonomier, der ikke omfavner forandringen, mens vinderne i den digitale økonomi vil være forbrugeren samt et mindre antal meget store virksomheder, der vil kunne udnytte netværkseffekterne til både egen og forbrugers fordel.

**” I takt med at deleøkonomien vokser, vil hver enkelt udnytte huse, biler og arbejdskraft bedre. Det vil give problemer for virksomheder og økonomier, der ikke omfavner forandringen.**

---

### Forretninger skaleres

Vi er som aktieinvestor meget fokuseret på disse forandringer. Stadigt flere virksomheder udsættes for truslen om marginalisering gennem digitalisering af deres produkter, og det er klart, at man skal undgå investering i disse virksomheder. Omvendt bliver kapacitetsbegrænsninger i en digitaliseret verden stadig mindre relevante. Den marginale omkostning ved at sælge yderligere et produkt er tæt på nul, og digitaliseringen udvider principielt markedet til hele verden.

**” Omvendt betyder Consumer Surplus, at forbrugers købekraft stiger, og at selskaber, som sælger forbrugsgoder, der ikke bliver digitaliseret, står i en gunstig situation.**

---

Digitale produkter har enorme skalafordele, hvilket giver markedslederen store omkostningsfordele i forhold til konkurrenterne. Hertil kommer såkaldte netværkseffekter, som kan skabe efterspørgselseffekter, der understøtter den dominerende producent af et digitalt produkt. Facebook er et godt eksempel herpå. Flere og flere tiltrækkes, fordi Facebook er det største sociale netværk. De samme netværkseffekter understøtter selskaber som Uber, Skype, Amazon, Google, Rakuten, Alibaba etc. og giver disse selskaber formidable konkurrencefordele.

Omvendt betyder Consumer Surplus, at forbrugers købekraft stiger, og at selskaber, som sælger forbrugsgoder, der ikke bliver di-

gitaliseret, står i en gunstig situation. Det kan f.eks. være forbrugsgoder som fødevarer, tøj, restauranter og medicinalprodukter.

Nobelprismodtager i økonomi Danny Kahneman konstaterede engang, at mennesker – og specielt økonomer – har en tendens til at ignorere ting, som ikke kan måles. Vi tror, Consumer Surplus er en sådan ting, og at økonomer, der ignorerer de strukturelle forandringer i vores samfund, vil være tilbøjelige til at se et alt for negativt billede af vores økonomi. Omvendt tillægges statistik betydelig validitet, og politik og kapitalmarkeder bygger på en antagelse om, at man kan stole på statistikken. Men som den britiske politiker og forfatter Benjamin Disraeli tilskrives at have sagt, findes der tre forskellige løgne: ”Lies, Damn Lies and Statistics”. Vi er overbeviste om, at vi bevæger os mod en verden, hvor statistikken bliver stadig mere misvisende. Den økonomiske udvikling og dermed samfundets samlede værdiskabelse er måske slet ikke så dystre, som mange medier tilsiger.

**” Vi tror, at økonomer, der ignorerer de strukturelle forandringer i vores samfund, vil være tilbøjelige til at se et alt for negativt billede af vores økonomi.**

---

# FEJRING AF 25 ÅR MED HOLDBARE INVESTERINGER



## VINDERNE AF JUBILÆUMSKONKURRENCEN ER FUNDET

I 2015 har afdeling Globale Aktier eksisteret i 25 år og har over perioden leveret et samlet afkast på 1.220%\*. I Danmark har kun ni globale aktiefonde eksisteret i 25 år med samme strategi. Afdeling Globale Aktier topper afkaststatistikken blandt disse, og vores investorer har fået tæt på det dobbelte i akkumuleret afkast i forhold til den næstbedste investeringsfond.

For at fejre 25 år med holdbare investeringer baseret på samme solide investeringsstrategi – og for at takke vores investorer for

at være med på denne rejse, har vi netop afholdt en jubilæumskonkurrence med en række eksklusive jubilæumspræmier.

Vinderne er blevet fundet, og alle har fået direkte besked.

Hovedpræmien – et rejsegavekort til Albatros Travel på 25.000 kr. – blev vundet af en foreningens mangeårige investorer fra Brønderslev. Vi ønsker vinderne stort tillykke, og vi takker for deltagelsen i konkurrencen.



# Forventninger til aktiemarkedet

## Vækstskifte i Kina og begyndende renteforhøjelser har rystet markedet

Aktiemarkedet har været i en opgangsperiode siden foråret 2009 med kun få kortvarige korrektioner. Vi skal således tilbage til forsommeren 2013 for at finde en markedskorrektion på over 10 pct. En af forklaringerne på denne lange periode med stigende kurser er centralbankernes meget lempelige pengepolitik, som har drevet investorerne mod aktier.

Støt stigende aktiekurser kan ikke fortsætte uafbrudt, hvorfor det er uundgåeligt, at der før eller siden vil komme en større korrektion. Tredje kvartal blev så tidspunktet for denne korrektion. De globale aktiemarkeder endte med et fald på knapt 10 pct., og aktierne i udviklingsøkonomierne faldt endnu mere. Inden for kvartalet var faldet endnu større, idet kurserne faldt ca. 20 pct. fra højdepunktet medio juli frem til september.

Uroen på aktiemarkederne har bl.a. udspring i udsigten til, at Fed (den amerikanske centralbank) snart ventes at påbegynde renteforhøjelser. Historien viser, at initiale renteforhøjelser som regel giver kursfald på markederne, men ofte er det kun for en kortere periode. Så længe økonomien og virksomhedernes indtjening fortsat er i vækst, tager indtjeningsvæksten efterfølgende over som drivkraft for afkastet på aktiemarkederne.

En anden væsentlig forklaringsfaktor på kursfaldene var Kinas beslutning om at lade valutaen flyde mere frit over for den amerikanske dollar. Denne beslutning blev af nogle tolket som et tegn på, at den kinesiske vækst står over for et kollaps, og beslutningen blot er starten på en større devaluering for at genskabe den kinesiske konkurrenceevne efter, at den kinesiske valuta parallelt med dollaren er styrket 20 pct. over for euro og yen de seneste 12 måneder.

Bekymringen for væksten i Kina er på mange måder en gammel historie. Efter vores overbevisning er bekymringen overdrevet. Væksten i Kina vil ganske rigtigt ikke fortsætte på samme høje niveau som de seneste årtier, men vi vil ikke se et kollaps. Kina er i gang med en transformation fra en investerings- og eksportdrevet

økonomi til en forbrugs- og markedsdrevet økonomi. Det kræver gennemførelse af en lang række reformer og nedbringelse af landets gældsætning. En transformation som vil dæmpe væksten til et niveau omkring 5 pct. Dette vil muligvis ske allerede næste år. Dette er dog et niveau, som fortsat er langt højere, end det, vi ser i de vestlige økonomier.

## Kinas transformation er en god historie

Denne transformation er i virkeligheden en god historie – havde man derimod fortsat af samme spor med massive gældsfinansierede investeringer ville det utvivlsomt ende med en stor nedtur. Nu forsøger man i stedet at lægge fundamentet til en mere balanceret og bæredygtig vækst. Det er værd at bemærke, at den aftagende vækst sker fra et højt niveau, hvorfor Kina også de kommende år vil se langt bedre vækstrater, end vi oplever i den vestlige verden.

” Kina forsøger at lægge fundamentet for en mere balanceret og bæredygtig vækst.

Vi tror, at Kinas primære årsag til at lade valutaen flyde mere frit, er et ønske om internationalisering af valutaen, hvor renminbien på sigt kan blive en reel global reservevaluta. Dette kræver i sagens natur, at valutaen får sit eget liv og bliver løsrevet fra dollaren.

Kinas ændrede valutakurspolitik skaber dog uvægerligt usikkerhed. Det er formentlig realistisk med en devaluering på op til 10 pct. En fortsat svækkelse af valutaen vil dog skabe usikkerhed i markedet, indtil der sker en stabilisering. De seneste statistikker fra Kinas centralbank skaber dog grobund for optimisme, da faldet i valutareserverne faktisk er lavere end ventet. Det tyder således på, at den markante kapitalflugt fra Kina, som vi så i juli måned i



forbindelse med den ændrede valutakurspolitik, ikke er fortsat i samme bekymrende tempo. Dette kan være et vigtigt tegn på, at investorerne begynder at få mere tillid til udviklingen i Kina.

### **Comeback til den vestlige forbruger**

Siden finanskrisen for syv år siden har Kina været den globale vækstmotor. I takt med at Kina nu omstiller til en mere indenlandsk orienteret vækst, får verden brug for en ny hjælpemotor.

Vi er ved et afgørende vendepunkt, hvor den vestlige forbruger har sundet sig så meget, at vi formentlig kan se frem til en ny periode, hvor privatforbruget i vesten kan trække den globale vækst. USA er længst fremme, idet privatforbruget her stiger 3-4 pct. om året.

**” Vi er ved et afgørende vendepunkt, hvor privatforbruget i vesten vil være motor for den globale vækst.**

---

Vi tror, at privatforbruget i Europa inden for de kommende par år tilsvarende kan bidrage positivt. Disse udsigter er en af årsagerne til, at vi i den globale portefølje har ca. 60 pct. af investeringerne i amerikanske aktier med overvægt af de indenlandsk orienterede aktier. Den gode udvikling i det amerikanske privatforbrug er også en af årsagerne til, at vi ser en begyndende normalisering af rentepolitikken i USA som en naturlig og langsigtet positiv udvikling.

### **2016 kan blive et godt aktieår**

Vores vurdering er, at den aktuelle korrektion på aktiemarkederne stort set er ovre, når vi ser på, hvor meget markederne er faldet. Faldet er dog sket så hurtigt, at usikkerheden om udviklingen i Kina og nervøsiteten for renteforhøjelser i USA endnu ikke er aftaget. Vi må derfor fortsat forvente større volatilitet – formentlig året ud. Omvendt tror vi, at lavpunktet for markederne, der blev nået medio august, vil markere bundniveauet for denne gang.

For de kommende måneder har vi brug for at have tillid til, at den kinesiske økonomi ikke kollapse, og at Kina ikke er i gang med en større devaluering. En stor devaluering vil få negative konsekven-

ser særligt i andre emerging markets-lande. Herudover har vi brug for, at Fed langsomt får påbegyndt den ventede normalisering af rentepolitikken. Vi tror som tidligere nævnt, at den amerikanske økonomi nu er stærk nok til at bære højere renter. På sigt vil en begyndende normalisering af pengepolitikken være et positivt signal for aktiemarkederne.

**” Vi ser konturerne til et potentielt godt aktiemarked i 2016.**

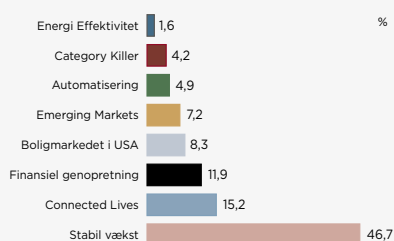
---

Afkastet fra rentebærende instrumenter er fortsat uhyre beskedent. Afkastet fra obligationer er så lavt, at det vil tage ca. 80 år at fordoble en investering i en 10-årig dansk statsobligation og ca. 25 år ved investering i en 30-årig realkreditobligation. Lange opgangsperioder på aktiemarkederne slutter som regel først, når de store økonomier ender i en recession. Dette er ikke sandsynligt for 2016, og vi ser derfor konturerne til et potentielt godt aktiemarked i 2016.



# Globale Aktier

## Temaoversigt pr. 30.09.2015



## Status på kvartalet

Afdeling Globale Aktier oplevede et negativt afkast på 6,9 pct. i kvartalet, hvilket var en del bedre end afdelingens benchmark, MSCI AC World, der faldt 9,6 pct. Stigende bekymring for den globale økonomi og potentielle rentestigninger i USA gjorde mange investorer nervøse, og stort set alle regioner, lande og sektorer oplevede negative afkast. Afdelingens investorer kan dog glæde sig over, at afkastet for hele året stadig er positivt på 7,5 pct. og er væsentligt over benchmark, der kun er steget 1,0 pct. Det relativt gode afkast kan tilskrives mange gode investeringer i amerikanske selskaber bl.a. Google, Home Depot og Facebook, men i toppen ligger VISA og Novo Nordisk.

## Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Det er vores forventning, at de usikre markeder kan fortsætte som følge af makro-økonomisk usikkerhed, og vi er derfor komfortable med afdelingens høje eksponering i amerikanske aktier på 60 pct., samt det generelle fokus på store og solide vækstelskaber. I vores øjne vil verdens største økonomi, USA, fortsætte sin fremgang, og det, vurderer vi, er den vigtigste parameter for et langsigtet positivt syn på aktier.

Afdelingen investerer primært i selskaber, der har strukturel vækst og derved er mindre afhængige af den generelle konjunktur. I dette arbejde ser vi på udvalgte temaer og trends. Ud over den store vægt på 46 pct. i stabile vækstelskaber er de vigtigste temaer ”forbundne liv” på 16 pct., som omfatter Facebook og Google og nu også tæller Vivendi og Amadeus. Temaet ”finansiell genopretning” udgør 13 pct., og temaet ”boligmarkedet i USA” udgør 8 pct. Afdelingen har stadig ingen investeringer inden for energi, telekommunikation eller offentlige værker, som er strukturelt udfordret med lave eller negative vækstrater drevet af lav oliepris, stigende regulering og stor konkurrence.

## Omlægninger

Vi har valgt at sælge **Komatsu**, **BMW** og **ASOS**, da strukturelle modvinde for selskaberne tager til i styrke samt for at skabe plads til to nye unikke selskaber i porteføljen. Det drejer sig om **Vivendi** og **Amadeus**. Vivendis UMG ejer ca. 35 pct. af alle musikrettigheder og vil drage fordel af det store skifte, som vi ser inden for musikindustrien, hvor efterspørgslen på streaming-tjenester, såsom Spotify og Apple Music, eksploderer. Amadeus er førende leverandør af IT-løsninger til luftfartsindustrien. Selskabet tager markedsandele og har gavn af væksten i den globale rejse- og turistindustri, der vokser 5-6 pct. om året. Positionerne i McKesson og Keyence er blevet øget i kvartalet, hvorimod Google er blevet reduceret en smule.

## Risikomærkning

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

## Fondskode

**DK0010157965**

Afdelingens start: 30.06.1990

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

## Nøgletal

**30.09.15 30.06.15**

Formue (i 1.000 kr.) 4.396.007 4.654.020

Cirkulerende andele stk. 5.682.109 5.599.738

Udbytte 0,00 47,10

Indre værdi 773,66 831,11

Officiel kurs 780,00 835,00

## Investeringsfilosofi

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

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

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

Afkast i pct./Merafkast i pct.point	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Globale Aktier	16,5	51,6	85,9	98,9	10,8
Benchmark*	5,9	41,1	70,3	61,8	6,3
Globale Aktier merafkast ift. benchmark*	10,6	10,5	15,6	37,1	4,5

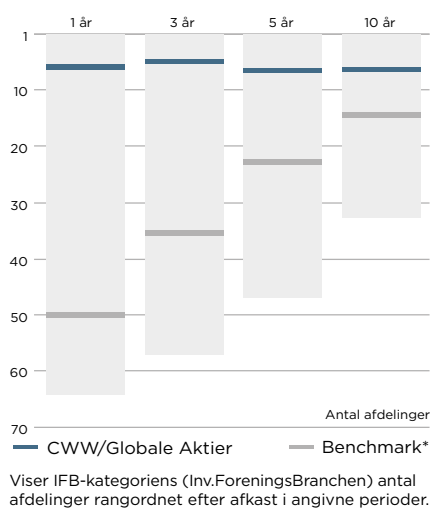
## Risiko

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	11,5	11,4	13,3	16,0
Std.afv. % p.a. benchmark*	9,7	10,1	13,1	15,4
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	1,2	1,1	0,4	0,4

## Afkastudvikling (start indeks 100)



## Placering i IFB's afkaststatistik



## Aktieporteføljen pr. 30.09.2015

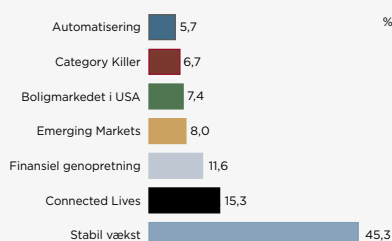
	USA & Canada	Storbritannien	Kontinental-europa	Pacific	Emerging Markets	Total	Benchmark*
<b>Energi</b>						0,0	7,4
<b>Råvarer</b>	Ecolab 3,2					3,2	5,3
<b>Industri og service</b>	Sensata 1,6 Union Pacific 3,8			Fanuc 1,9		7,3	10,3
<b>Forbrugsgoder - cykliske</b>	Home Depot 4,9 L. Brands 4,2 Walt Disney 4,2		Vivendi 2,7	Rakuten 1,8		17,8	12,7
<b>Forbrugsgoder - defensive</b>	CVS Health 3,9	BAT 4,2 Diageo 2,7	Nestlé 3,0			13,8	9,5
<b>Medicinal</b>	Gilead Sciences 3,9 McKesson 2,4		Novo Nordisk 4,0			10,3	12,3
<b>Finans</b>	AIG 3,1 Citigroup 2,9 TD Ameritrade 1,9 Wells Fargo 3,5	Prudential 2,9	UBS 4,0		HDFC 7,3	25,6	21,9
<b>Informations-teknologi</b>	Alliance Data 1,7 Facebook 3,4 Google 3,8 Visa 8,2		Amadeus IT 1,9	Keyence 3,0		22,0	13,8
<b>Telekommunikation</b>						0,0	3,7
<b>Koncessioneret service</b>						0,0	3,1
<b>Andet</b>						0,0	0,0
<b>Total</b>	60,6	9,8	15,6	6,7	7,3	100,0	-
<b>Benchmark*</b>	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. 30.09.2015



## Status på kvartalet

Afdelingen faldt med 6,4 pct. i årets tredje kvartal, hvilket var en del bedre end verdensindekset, der faldt med 9,6 pct. Stigende bekymring for den globale makroøkonomi og potentielle rentestigninger i USA gjorde mange investorer nervøse, og stort set alle regioner, lande og sektorer oplevede negative afkast. Afdelingens investorer kan dog glæde sig over årets tre første kvartaler, hvor afdelingens afkast samlet set er på 9,4 pct. hvilket er væsentligt bedre end verdensindekset, som er steget 1,0 pct.

Afdelingens performance er fortsat drevet af vort valg af amerikanske aktier, herunder porteføljens eksponering til bl.a. Nike, Visa og Google som sammen med HDFC og Novo Nordisk var kvartalets største bidragsydere.

## Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

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

Afdelingens etiske profil betyder, at vi ikke har investeret i tobak- og alkoholselskaberne BAT samt Diageo, som afdeling Globale Aktier har investeret i. Vi har heller ikke investeret i Komatsu, der via datterselskaber er leverandør til og henter en mindre del af omsætningen via salg og produktion 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 årets tredje kvartal valgte vi at sælge **BMW** og **ASOS**, idet strukturelle modvinde for selskaberne tager til i styrke, men også for at skabe plads til to nye unikke selskaber i porteføljen. Det drejer sig om **Vivendi** og **Amadeus**. Vivendis UMG ejer ca. 35 pct. af alle musikrettigheder globalt set og vil drage fordel af det store skifte, som vi ser inden for musikindustrien, hvor efterspørgslen på streaming-tjenester, bl.a. Spotify og Apple Music er i kraftig vækst. Amadeus er en førende leverandør af IT-løsninger til luftfartsindustrien, og selskabet tager markedsandele og har gavn af væksten i den globale rejse- og turistindustri, der vokser 5-6 pct. om året.

**Risikomærkning**

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

**Fondskode**

**DK0060287217**

Afdelingens start: 07.03.2011

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

**Nøgletal**

**30.09.15 30.06.15**

Formue (i 1.000 kr.)	491.785	501.779
Cirkulerende andele stk.	3.914.495	3.740.059
Udbytte	0,00	24,00
Indre værdi	125,63	134,16
Officiel kurs	125,70	135,10

**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.

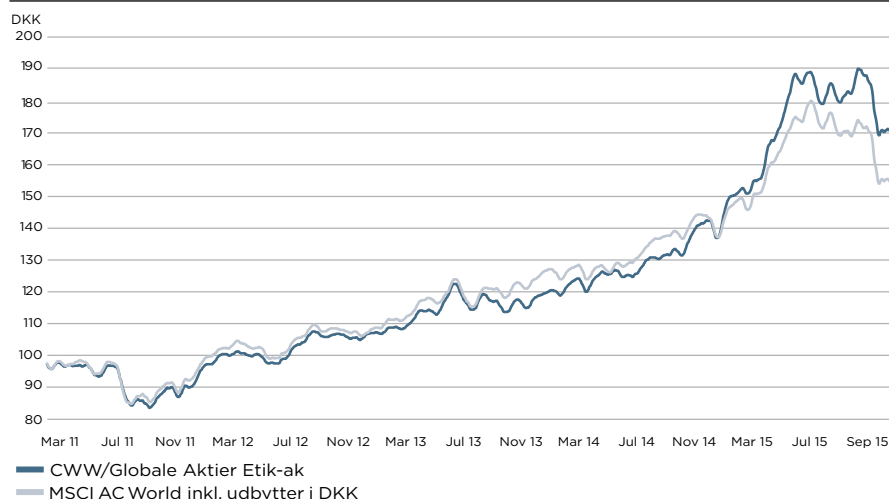
Herudover vil afdelingen ikke investere i selskaber, som har en betydelig del af deres aktiviteter inden for produktion, distribution eller salg af alkohol, tobak, pornografi, hasardspil, våben eller teknologiske produkter, som specifikt anvendes til våben.

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	18,3	59,9	-	-	12,3
Benchmark*	5,9	41,1	-	-	9,8
Globale Aktier Etik-ak merafkast ift. benchmark*	12,4	18,8	-	-	2,5

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	10,9	-	-	11,3
Std.afv. % p.a. benchmark*	9,7	-	-	10,2
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	1,4	-	-	1,0

**Afkastudvikling (start indeks 100)**



**Aktieporteføljen pr. 30.09.2015**

	USA & Canada	Storbritannien	Kontinental-europa	Pacific	Emerging Markets	Total	Benchmark*
<b>Energi</b>						0,0	6,6
<b>Råvarer</b>	Ecolab 3,3					3,3	4,7
<b>Industri og service</b>	Union Pacific 3,7			Fanuc 2,4		6,1	10,3
<b>Forbrugsgoder - cykliske</b>	Home Depot 4,3 L Brands 3,7 Nike 3,1 Walt Disney 3,9		Vivendi 2,8	Rakuten 2,1		19,9	12,9
<b>Forbrugsgoder - defensive</b>	CVS Health 3,7		Nestlé 3,0			6,7	10,3
<b>Medicinal</b>	Gilead Sciences 3,7 McKesson 2,5		Novartis 4,1 Novo Nordisk 3,7 Roche Holding 2,9			16,9	12,9
<b>Finans</b>	AIG 2,9 Citigroup 2,7 TD Ameritrade 1,9 Wells Fargo 3,2	Prudential 2,9	UBS 4,0		HDFC Bank 8,0	25,6	21,6
<b>Informations-teknologi</b>	Alliance Data 1,8 Facebook 2,9 Google 3,7 Visa 7,9		Amadeus IT 1,9	Keyence 3,3		21,5	14,2
<b>Telekommunikation</b>						0,0	3,8
<b>Koncessioneret service</b>						0,0	3,3
<b>Andet</b>						0,0	0,0
<b>Total</b>	58,9	2,9	22,4	7,8	8,0	100,0	-
<b>Benchmark*</b>	55,8	7,0	16,0	11,5	9,7	-	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, fordi der er stigende usikkerhed om den økonomiske udvikling i specielt Kina. Her er væksten aftagende pga. faldende investeringer, som kun delvist opvejes af større privatforbrug. I USA valgte Fed ikke at hæve renterne, hvilket gjorde investorerne nervøse for, om væksten er svagere end tidligere antaget. Afdelingen faldt med 6,6 pct., hvilket skal sammenholdes med et fald i benchmark på 4,5 pct. Flere af vores investeringer i banker har skuffet, bl.a. Wells Fargo og DBS Group, da de korte renter fortsat er nul, hvilket presser indtjeningen. Vi mener dog fortsat, at banker, der er positivt eksponeret til stigende renter i USA, vil skabe en positiv og stabil kursudvikling for afdelingen.

## Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Afdelingen investerer i selskaber med en stærk konkurrencemæssig position og en stabil forretningsmodel. Dette gør konjunkturudviklingen mindre afgørende for selskabernes indtjening. Vi stræber efter kontinuerligt at have 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. Vi har eksempelvis investeret i den amerikanske konfekturproducent Mondelez og det schweiziske medicinalselskab Roche.

## Omlægninger

Usikkerheden om den globale økonomiske udvikling har gjort, at flere selskaber med meget stabil indtjening, efter vores vurdering, er blevet relativt dyrt prisfestsatte. Vi solgte på den baggrund det australske jernbaneselskab **Aurizon** og den amerikanske producent af ortopædiske produkter **Stryker**. Vi har fokus på selskaber, der formår at øge indtjeningen, da det er den centrale faktor for værditilvækst. I USA har vi eksempelvis købt discountkæden **Target** og supermarkedskæden **Kroger**. Begge selskaber henvender sig til de lavere indkomstgrupper, der har stor gavn af den lavere oliepris og af, at beskæftigelsen er i klar bedring. I medicalsektoren har vi købt **Eli Lilly**, der netop har opnået meget positive forskningsresultater på diabetesproduktet Jardiance. Derudover har selskabet en bred produktportefølje og en række nye produkter under udvikling. Vi har også købt det amerikanske softwareselskab **Fidelity National Information Service**, der udvikler systemer til at håndtere elektroniske betalinger for banker. Selskabet har netop købt et andet softwareselskab (SunGard) kontant, hvilket sikrer en væsentlig indtjeningsfremgang i de kommende år. Over 80 pct. af omsætningen stammer fra langsigtede kontrakter og giver derfor stor forudsigelighed om indtjeningen.

## Risikomærkning

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

## Fondskode

**DK0010312529**

Afdelingens start: 01.10.2014

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

## Nøgletal

**30.09.15 30.06.15**

Formue (i 1.000 kr.)	194.091	185.507
Cirkulerende andele stk.	1.403.118	1.252.536
Udbytte	0,00	1,10
Indre værdi	138,33	148,10
Officiel kurs	137,80	149,40

## 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

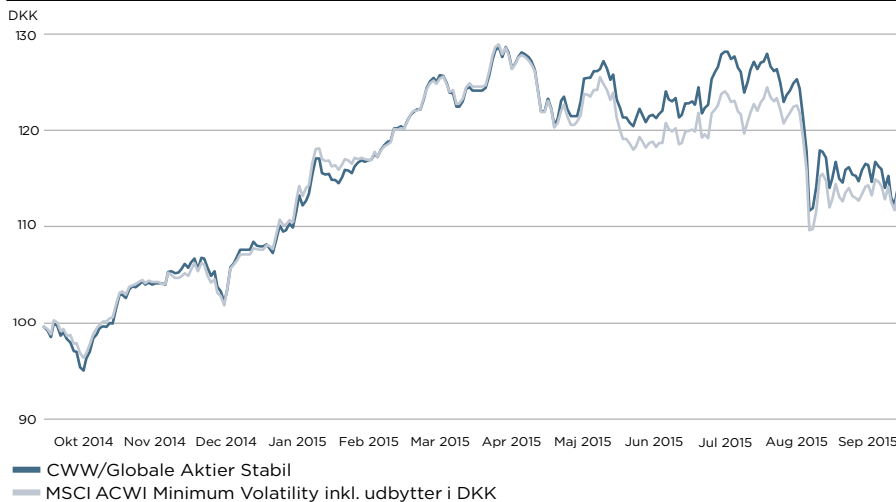
	Q1 2015	Q2 2015	Q3 2015	Levetid
Carnegie WorldWide/Globale Aktier Stabil	16,7	-2,5	-6,6	16,1
Benchmark*	17,5	-5,4	-4,5	15,6
Globale Aktier Stabil merafkast ift. benchmark*	-0,8	2,9	-2,1	0,5

## Risiko (forventet)

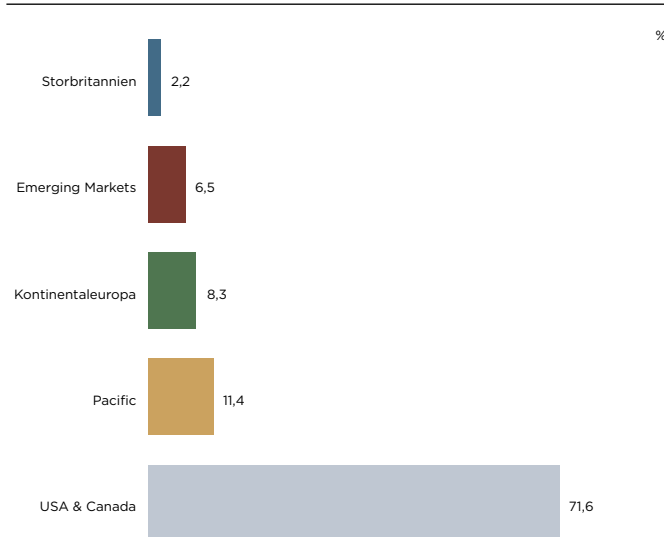
	Globale Aktier Stabil	Benchmark*	MSCI AC World
Std.afv. % (beregnet)	11,3	10,8	12,5
Beta i fht. benchmark*	1,0	-	-
Beta i fht. MSCI All Country World	0,9	-	-

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

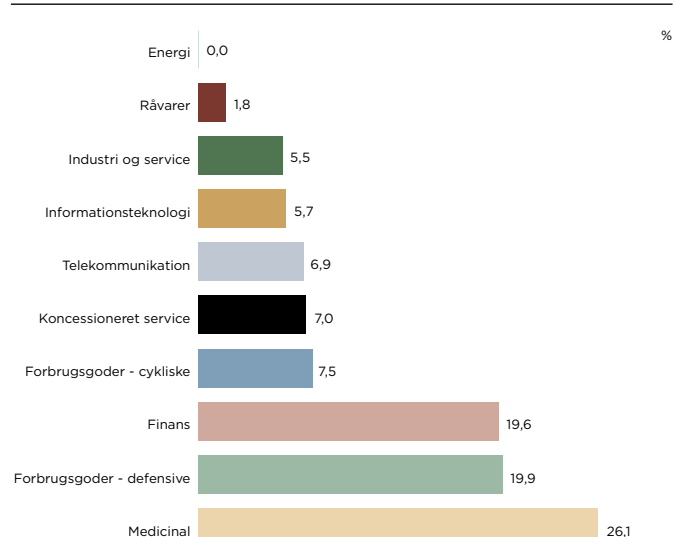
## Afkastudvikling (start indeks 100)



## Geografisk fordeling af porteføljen pr. 30.09.15



## Sektorfordeling af porteføljen pr. 30.09.15





# Danske Aktier

## Status på kvartalet

Afkastet i tredje kvartal blev 0,3 pct., hvilket var bedre end det generelle danske aktiemarked, der faldt med 1,1 pct. Vores undervægte i TDC, Carlsberg og A.P. Møller var hovedårsagen til det bedre relative afkast i kvartalet. Disse tre aktier faldt hhv. 29 pct., 16 pct. og 15 pct., hvilket var markant mere end det danske aktiemarked. Det danske aktiemarked klarede sig væsentligt bedre end verdensmarkedet, der faldt med 9,6 pct. I årets første ni måneder er afdelingens afkast 23,2 pct., hvilket er 3,6 procentpoint højere end det danske aktiemarked, der er steget 19,6 pct. Kvartalet startede med flotte kursstigninger på 6-8 pct. som følge af en delvis afklaring af situationen i Grækenland. Men med nervøsiteten for udviklingen i Kina samt udsigten til renteforhøjelser i USA vendte stemningen brat og gav kursfald på ca. 10 pct. Siden har aktierne stabiliseret sig, om end volatiliteten har været højere end normalt. Det er svært at spå om den kortsigtede udvikling på det danske aktiemarked, da det fortsat er bekymringerne om Kina og Fed, som styrer begivenhederne. Kvartalsregnskaberne for tredje kvartal vil sandsynligvis medføre den sædvanlige volatilitet omkring selve offentliggørelserne, men efterfølgende forventer vi, at markederne vil stabilisere sig, da der fortsat ikke er noget godt alternativ til aktieinvesteringer grundet de meget lave renter.

## Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Porteføljen er overvægtet med ca. 10 procentpoint i cykliske aktier og undervægtet med ca. 12 pct. i defensive aktier. Den cykliske overvægt er fordelt 40/60 mellem industriaktier og bankaktier. Bankerne, herunder særligt Danske Bank, er fortsat interessante målt på den forventede indtjening for 2016. 75 pct. af undervægten af defensive aktier stammer primært fra en undervægt af Carlsberg, Lundbeck og TDC og er således ikke drevet af en overordnet holdning til de to aktivklasser.

## Omlægninger

Beholdningen af Coloplast er øget med 1,7 procentpoint i kvartalet. Et større kursfald har gjort aktien mere attraktiv, om end den fortsat ikke er billigt prisfastsat. Finansieringen er sket ved en tilsvarende reduktion af G4S, som, efter en solid kursstigning, havde opfyldt sit potentiale og var blevet fair vurderet. Topdanmark er blevet reduceret med 1 procentpoint, som er geninvesteret i Tryg. De to aktier udvikler sig ikke altid synkront, og efter en periode hvor Tryg har underperformet, har vi benyttet muligheden for en mindre omlægning. Endelig har vi valgt at reducere GN Store Nord med 0,5 procentpoint til fordel for William Demant, idet regnskabssvindelen og usikkerheden omkring GN Netcom taler til fordel for William Demant.



## Risikomærkning

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

## Fondskode

**DK0010249655**

Afdelingens start: 23.12.1998

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

## Nøgletal

**30.09.15 30.06.15**

Formue (i 1.000 kr.) 1.116.692 1.119.264

Cirkulerende andele stk. 3.756.876 3.775.615

Udbytte 0,00 28,10

Indre værdi 297,24 296,45

Officiel kurs 298,30 298,00

## Investeringsfilosofi

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

## Afkast i pct./Merafkast i pct.point

	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Danske Aktier	25,2	105,0	123,5	215,4	13,7
Benchmark*	21,0	95,2	108,7	157,4	10,8
Danske Aktier merafkast ift. benchmark*	4,2	9,8	14,8	58,0	2,9

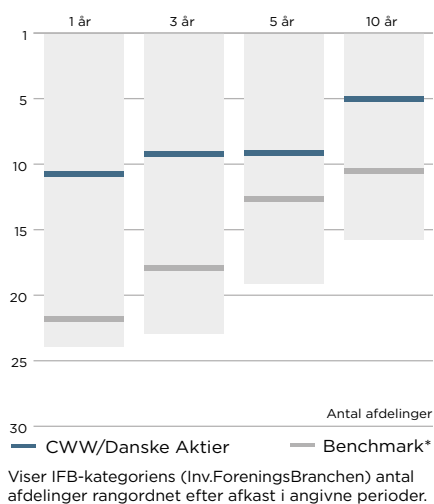
## Risiko

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	11,0	14,0	18,9	19,6
Std.afv. % p.a. benchmark*	10,9	13,5	18,3	17,6
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	2,2	1,1	0,5	0,5

## Afkastudvikling (start indeks 100)



## Placering i IFB's afkaststatistik



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

## Aktieporteføljen pr. 30.09.2015

	Cyklisk vækst	Stabil vækst	Finansiell vækst	Total	Benchmark*
<b>Energi</b>				0,0	0,4
<b>Råvarer</b>		Novozymes 2,4		2,4	8,3
<b>Industri og service</b>	A.P. Møller-Mærsk 3,2 DSV 5,2 FLSmidth 3,1 G4S 1,4 ISS 4,9 NKT 2,6 Vestas Wind Systems 8,4			28,8	26,6
<b>Forbrugsgoder - cykliske</b>	IC Group 0,4 North Media 0,3 Pandora 9,9			10,6	7,9
<b>Forbrugsgoder - defensive</b>		Chr. Hansen Holding 3,7 Matas 1,2		4,9	6,6
<b>Medicinal</b>		Coloplast 5,0 Genmab 2,6 GN Store Nord 0,8 Novo Nordisk 9,8 William Demant 2,8		21,0	25,0
<b>Finans</b>			Danske Bank 9,8 Jyske Bank 5,1 Nordea 3,5 Sydbank 4,5 Topdanmark 3,8 Tryk 2,0	28,7	22,0
<b>Informationsteknologi</b>	SimCorp 3,2 NNIT 0,4			3,6	1,1
<b>Telekommunikation</b>				0,0	2,0
<b>Koncessioneret service</b>				0,0	0,1
<b>Andet</b>				0,0	0,0
<b>Total</b>	43,0	28,3	28,7	100,0	100,0

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



# Asien

## Status på kvartalet

Tredje kvartal var præget af store kursfald. Særligt kinesiske aktier blev hårdt ramt efter en mindre devaluering af den kinesiske valuta på ca. 3 pct. Ændringen i den kinesiske valutapolitik overraskede markedet – inklusive os. Mange af dem, der er negative over for Kina, ser dette som et tegn på et kollaps i den kinesiske vækst, og devalueringen må derfor være et forsøg på at bedre konkurrenceevnen. Vi er dog ikke enige i denne holdning, men ser den primære årsag som et ønske om en internationalisering af valutaen. Kina har et stort ønske om, at valutaen (RMB) skal blive en international handelsvaluta, og landet sigter mod at få valutaen med i den internationale valutafonds valutaeserver (SDR). En anden årsag er ønsket om at løsrive renminbien fra dollaren. Afdelingen faldt i kvartalet med 18,7 pct., mens MSCI Asien Ex. Japan faldt med 17,2 pct. Det lavere afkast skyldes blandt andet en negativ udvikling i flere af afdelingens teknologi- og industriaktier.

## Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Til trods for uroen i Kina med affødte nedslag i regionen har vi beholdt vores investeringsstrategi stort set uændret. Vi anser nu regionen som ekstremt billigt prisfastsat, og vores analyser finder ingen anledning til bekymring for regionen. Vi vil derfor anvende de nuværende ekstremt lave prisniveauer til at øge investeringerne i nogle af vores nuværende temaer med hovedfokus på Kina. Ligeledes vil afdelingen over det kommende kvartal påbegynde investeringer inden for et nyt mindre tema omkring udenlandske selskaber, som outsourcer til Asien. De øvrige temaer fastholdes indtil videre uændret, hvor ”billige smartphones” til forbrugerne i emerging markets stadig udgør den største position med 18 pct. af porteføljen. Dernæst følger temaet ”miljø i Kina” samt ”kinesisk husbyggeri” med henholdsvis 8 pct. og 10 pct. Vi opbygger stadig positioner inden for temaet ”aktiv sikkerhed i biler” i takt med, at vi finder attraktive investeringsmuligheder.

På landeniveau fastholder vi overvægten i Indien, Kina/HongKong samt Filippinerne, hvor vi p.t. ser den største grad af dynamik. Landevægtene er primært afledt af vores temæksporer. Afdelingen arbejder i øjeblikket på et nyt stort investeringstema, som indledningsvis ser meget lovende ud, og som vi regner med at eksekvere på inden for de kommende kvartaler.

## Omlægninger

I kvartalet har vi solgt det Malaysiske skibsværft **Nam Cheong**. Vi havde desværre undervurderet den negative effekt af olieprisfaldet og valgte at sælge aktien, da vi havde vanskeligt ved at se dette ændre sig på kort sigt.

## Risikomærkning

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

**Fondskode** **DK0060057644**

Afdelingens start: 07.12.2006

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

## Nøgletal

	30.09.15	30.06.15
Formue (i 1.000 kr.)	476.377	621.988
Cirkulerende andele stk.	3.322.011	3.527.383
Udbytte	0,00	17,70
Indre værdi	143,40	176,33
Officiel kurs	145,20	174,50

## 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.

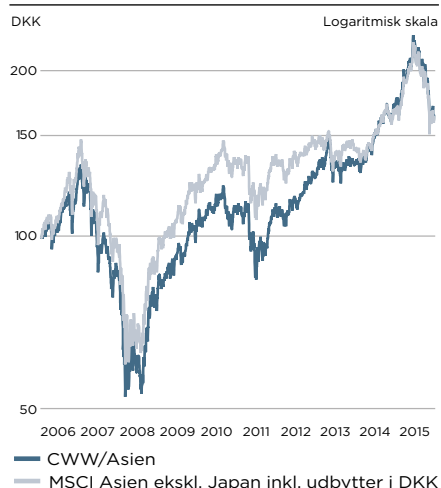
Afdelingens investeringsfilosofi er at kombinere langsigtede trends og kortsigtede temaer med dybdegående aktieudvælgelse. Grundet Asiens specielle markedsstruktur vil antallet af aktier normalt udgøre 35-70. Porteføljen vil typisk være sammensat af en række store og mindre selskaber. Det er vores erfaring, 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	0,6	38,2	47,0	-	5,9
Benchmark*	-0,6	15,2	24,9	-	5,8
Asien merafkast ift. benchmark*	1,2	23,0	22,1	-	0,1

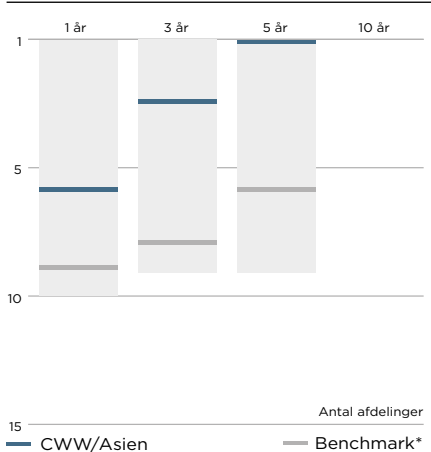
Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	14,8	16,5	-	20,3
Std.afv. % p.a. benchmark*	13,3	14,6	-	19,8
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	0,7	0,4	-	0,2

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

## Afkastudvikling (start indeks 100)

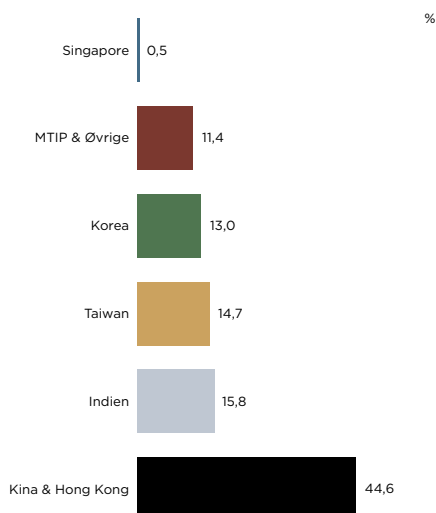


## Placering i IFB's afkaststatistik

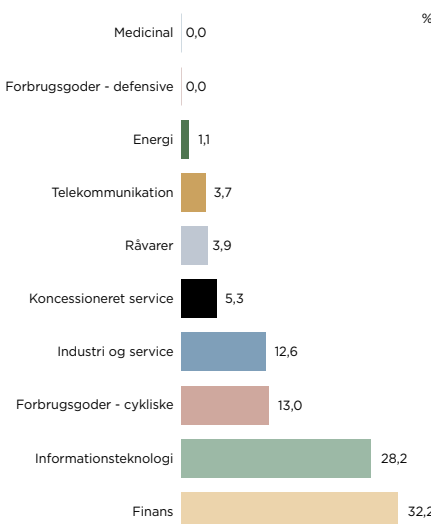


Viser IFB-kategoriens (Inv.ForeningsBranchen) antal afdelinger rangordnet efter afkast i angivne perioder.

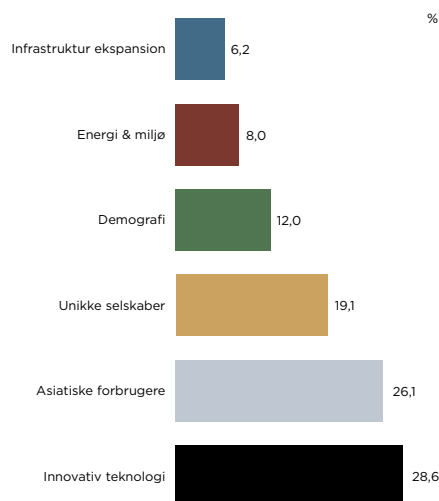
## Geografisk fordeling af porteføljen pr. 30.09.15



## Sektorfordeling af porteføljen pr. 30.09.15



## Tematisk fordeling af porteføljen pr. 30.09.15





# Emerging Markets

## Status på kvartalet

I tredje kvartal af 2015 fortsatte den negative udvikling på aktiemarkedene i udviklingsøkonomierne. Foruden den fortsatte usikkerhed om den økonomiske vækst i Kina og de amerikanske renter, blev den kinesiske devaluering en store negativ faktor på markederne i løbet af kvartalet. Mangelfuld kommunikation fra Kinas side omkring devalueringen førte til bekymring om svagere kinesisk vækst og starten på en global valutakrig. I disse udfordrende tider kan det være værd at huske på, at gode fremtidige afkast kan skabes, når der som nu hersker udbredt pessimisme og usikkerhed. Afdelingen tabte 19,4 pct. i kvartalet, hvilket var ca. et procentpoint lavere end benchmark, som faldt 18,0 pct. Udover de kinesiske bank- og ejendomsaktier var de største negative bidragsydere fra lande med økonomiske og politiske problemer, og som ikke har implementeret strukturelle reformer. Som beskrevet i temaartiklen, er det vigtigt at differentiere mellem de forskellige udviklingsøkonomier – f.eks. Brasilien, hvis kreditvurdering er blevet sænket til 'junk'. Mexico og Indien har fokus på reformer og er således mindre påvirket af udviklingen i Kina. Derfor var de mexicanske og indiske aktier blandt de største positive bidragsydere i kvartalet.

## 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 udviklingslandene såvel som "miljøtemaet i Kina" og "aktiv sikkerhed i biler" som værende blandt de aktuelt mest interessante væksttemaer. Trods overordnet usikkerhed i en række udviklingsøkonomier mener vi, at der kan skabes gode afkast ved at finde de lande, hvor der bliver skabt rammer for vækst samt ved at fokusere på de mest solide væksttemaer og selskaber.

## Omlægninger

Vi købte fire selskaber og solgte 11 i løbet af kvartalet. Vi købte bl.a. **Ienova** og **Motherson Sumi**. Med aktiviteter inden for gasrelateret infrastruktur drager Ienova nytte af Mexicos energireformer, som er fokuseret på større inddragelse af den private sektor. Vi vurderer, at selskabet står foran mange år med vækst. Motherson Sumi er en underleverandør til bilindustrien, der gennem en lang årrække har leveret solid vækst og et højt afkast på investeret kapital. For nylig har eksponeringen mod VW-gruppen ramt aktiekursen markant til trods for, at Motherson ikke leverer dele til Volkswagens dieselmotorer. Vi ser derfor Mothersons gode langsigtede vækstpotentiale som uændret. Vi solgte bl.a. **Novatek Micro** pga. en forventning om fortsat skarp konkurrence inden for TV og smartphones, som kan presse selskabets indtægter.

## Risikomærkning

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

## Fondskode

**DK0015945166**

Afdelingens start: 01.10.2014

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

## Nøgletal

	30.09.15	30.06.15
Formue (i 1.000 kr.)	40.838	57.659
Cirkulerende andele stk.	224.991	255.991
Udbytte	0,00	0,00
Indre værdi	181,51	225,24
Officiel kurs	178,00	226,00

## 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

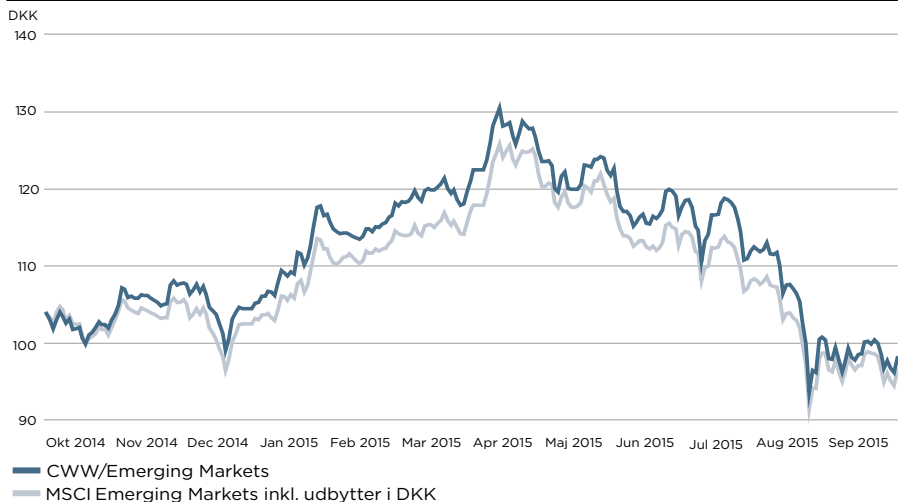
	Q1 2015	Q2 2015	Q3 2015	Levetid
Carnegie WorldWide/Emerging Markets	16,7	-3,6	-19,4	-7,0
Benchmark*	15,6	-3,1	-18,0	-8,5
Emerging Markets merafkast ift. benchmark*	1,1	-0,5	-1,4	1,5

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

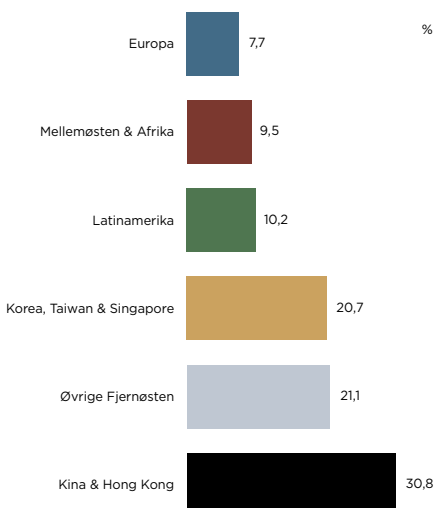
	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	-	-	-	-
Std.afv. % p.a. benchmark*	-	-	-	-
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	-	-	-	-

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

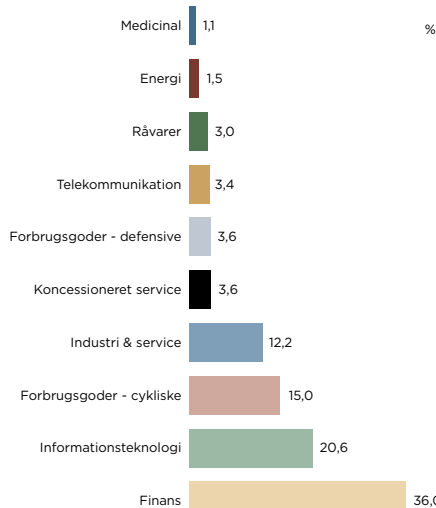
## Afkastudvikling (start indeks 100)



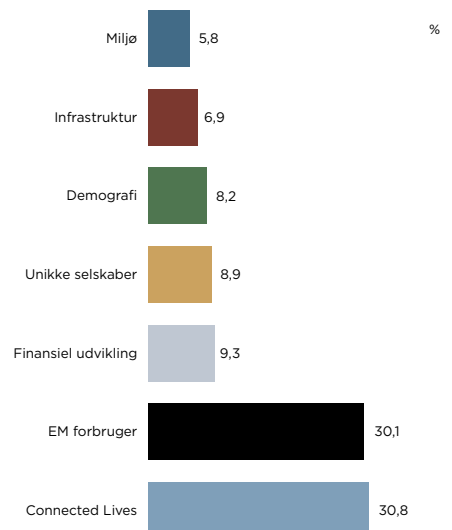
## Geografisk fordeling af porteføljen pr. 30.09.15



## Sektorfordeling af porteføljen pr. 30.09.15



## Tematisk fordeling af porteføljen pr. 30.09.15



# Streaming giver musikbranchen nyt liv

GA ETK



**Musikbranchen har kæmpet en døds-kamp de seneste ti år i takt med, at salget af cd'er er styrtdykket. Fremkomsten af streamingtjenester kan dog give branchen nyt liv. Forbrugerne vil gerne betale for denne tjeneste, hvilket gør den til en ny vital indtjeningskilde. Franske Vivendi er et førende globalt medieselskab, som drager fordel af denne udvikling, idet selskabet har aktiviteter inden for musik, film og tv, ligesom selskabet har større aktieposter i bl.a. Telecom Italia og Spotify.**

## Årelang nedtur

Vivendis væsentligste aktiv er ejerskabet af pladeselskabet Universal Music Group (UMG), som udgør ca. 45 pct. af omsætningen. UMG har omkring 35 pct. af alle musikrettigheder på globalt plan. Musikindustrien har været gennem nogle hårde år i takt med, at forbrugerne har droppet CD'en til fordel for andre formater, samt at mange har foretaget ulovlige downloads. Vanskelighederne i musikbranchen skyldes således ikke nedgang i musikforbruget, men ulovlig fildeling på nettet. Det er en udvikling, der på ti år har kostet musikindustrien en tredjedel af omsætningen. Konsekvensen er, at værdien af musikrettigheder i dag ikke vurderes særligt højt. Generisk medicin driver indtjening

## Streaming er vendepunktet

Vi tror dog, at den globale udbredelse af musikstreaming er en "Game Changer" for musikbranchen. Streaming af musik via abonnementstjenester som Spotify er stadig i sin spæde begyndelse. Mens mere end 30 pct. af befolkningen i de nordiske lande streamer musik, er det på globalt plan under 1 pct., der lytter til musik på denne måde. Vi tror, at vi vil se en voldsom vækst inden for dette område i de kommende år.

En afgørende faktor er, at flere af de største internet- og teknologiselskaber fremkommer med nye musiktjenester. Det seneste eksempel er Apples lancering af abonnements-tjenesten Apple Music, der som en integreret del af Apples operativsystem bliver tilgængeligt på omkring 1 mia. enheder (iPhone, iPad osv.). Apple Music blev lanceret i starten af juli og fik i løbet af den første måned 11 mio. abonnenter. Med

til historien hører dog, at de første tre måneder er gratis. Vi tror, at dette meget vel kan være et afgørende vendepunkt for musikbranchen med et markant løft i indtjeningen i takt med, at vi vælger en betalt musiktjeneste. Eksempelvis vil Vivendi i tilfælde af 20 mio. nye betalende abonnenter kunne øge indtjeningen fra musikdivisionen med omkring 40 pct.

## Nicheområde i fransksproget film og tv

Betalings-tv er det andet primære ben i Vivendis forretning og udgør ca. 55 pct. af omsætningen. Heraf udgør fransksproget indhold den største del. Tv-branchen udfordres - som musikbranchen - også af nye internet- og streaming-baserede modeller som f.eks. Netflix. På tv-området står Vivendi dog også i en forholdsvis gunstig position. Fransksproget film og tv er et nicheområde med gode langsigtede vækstmuligheder, da andelen af fransktalende kan forventes at stige fra i dag omkring 200 mio. til omkring 700 mio. over de kommende årtier drevet af befolkningsudviklingen i særligt fransktalende afrikanske lande.

## Et selskab under forandring

Vivendi har de seneste år været gennem en transformation med henblik på at fokusere forretningen. En af drivkræfterne bag er det familieejede selskab Bolloré, der ejer 15 pct. af Vivendi. Gennem aktivt ejerskab har Bolloré bl.a. medvirket til, at Vivendi har frasolgt en række teleaktiviteter, ligesom en betydende ejerandel i spilfirmaet Activision Blizzard er blevet solgt fra. Vivendi fremstår i dag væsentligt mere fokuseret end tidligere. Musikdivisionen er et vigtigt og undervurderet aktiv, hvilket i vores øjne gør Vivendi til en attraktiv langsigtet investering.

Afdelingerne Globale Aktier og Globale Aktier Etik har været investeret i Vivendi siden juni 2015.

# Amadeus optimerer indtjeningen i flybranchen

GA ETK



**Spanske Amadeus IT er leverandør af IT-løsninger til den globale luftfartsindustri. Selskabet drager nytte af væksten i den globale rejse- og turistindustri, som vokser 5-6 pct. p.a. Vi ser selskabet, som en attraktiv langsigtet investering.**

Amadeus blev grundlagt i 1987 af Air France, Iberia, Lufthansa og SAS. Målet var at lave en realtidsforbindelse mellem rejseudbydere og rejsebureauer. I dag er Amadeus førende leverandør af software- og teknologiløsninger til den globale luftfarts- og rejseindustri. Ca. 70 pct. af omsætningen kommer fra forretningsområdet GDS (Global Distribution System). GDS er en betegnelse for de reservationssystemer, der bruges af bl.a. rejsebureauer til at booke fly, hotel og billeje. Med tiden har Amadeus udvidet forretningen ved at udvikle forskellige løsninger til luftfarts- og rejseindustrien, hvilket i dag udgør den resterende del af omsætningen. GDS-markedet er et oligopol med få store aktører og høje adgangsbarrierer. Reservationssystemer fungerer som en markedsplads og kræver et stort antal sælgere og købere for at få succes. Amadeus har eksempelvis mere end 700 luftfartselskaber på deres platform og et netværk med mere end 100.000 rejsebureauer. Det skaber en positiv netværkseffekt for Amadeus, og gør det vanskeligt for nye aktører at nå en nødvendig kritisk masse. Amadeus har de seneste år øget markedsandelen og sidder i dag på ca. 40 pct. af markedet. Det skyldes blandt andet fokus på produktudvikling og udbygning af selskabets teknologiske førerskab. Selskabets forretningsmodel er i høj grad modstandsdygtigt over for økonomiske konjunkturedgange, da Amadeus typisk indgår lange kontrakter på hhv. 3-5 års varighed (distribution) og 8-10 år (IT-løsninger).

## Halo-effekten

Amadeus' langsigtede strategi er todelt. Dels ønsker de at tilbyde flere løsninger til luftfartsindustrien, hvor optimering i luftfartselskaberne af alt fra booking til kapacitetsplanlægning og check-in udgør et stort potentiale. Ledelsen taler selv om det potentiale, der er i udnyttelsen af den såkaldte halo-effekt ved at sælge nye løsninger til kunder, der allerede er koblet op på Amadeus' distributionsplatform. Dels ønsker Amadeus at udbygge forretningsområdet til at favne hele rejseindustrien.

Dette omfatter blandt andet løsninger rettet mod lufthavne og hoteller samt brede tværgående teknologiløsninger inden for betaling og intelligent databehandling. På sigt er ambitionen at bygge et intelligent og globalt økosystem for rejsende, hvor kunderne kan få adgang til realtidsdata, der gør det muligt at tilpasse produkt og service til den enkelte rejsende. Et system, der leverer IT-infrastrukturen hos ovennævnte kundegrupper og kan følge den rejsende fra det indledende stadie med søgning af information og inspiration, til efter rejsen er afsluttet, og erfaringer deles på sociale medier. Formår Amadeus succesfuldt at udvikle forretningsområdet til at omfatte hele rejseindustrien, åbner der sig et stort vækstpotentiale. Rejse- og turistindustrien estimeres til at udgøre næsten 10 pct. af den globale økonomi og er et område med positive vækstudsigt drevet af en voksende global middelklasse, hvor stadig flere får råd til at rejse. Vi forventer, at det er et område, der vil vokse hurtigere end den generelle økonomi over de næste ti år, med Asien, Mellemøsten og Afrika som de primære drivkæfter.

## Lufthansa skabte købsmulighed

Amadeus mistede tidligere på året en stor aftale med tyske Lufthansa. Det pressede aktiekursen ned med ca. 10 pct. Vi anser ikke tabet som afgørende for de langsigtede muligheder, og så kursfaldet som en god købsmulighed. Der har det seneste år været flere positive nyheder; herunder købet af Navitaire fra konsulenthuset Accenture. Navitaire driver, som Amadeus, en rejsedistributionsplatform. Udover at være en mindre aktør adskiller Navitaire sig ved at have et produkt, der er målrettet lavprisselskaber. Den mest markante trend inden for luftfart er – udover ovennævnte – væksten inden for lavprisflyvninger. Navitaire giver Amadeus en strategisk aktiv på det marked, ligesom Navitaire står stærkt i USA, hvor Amadeus traditionelt ikke har været så stærk. Vi mener samlet set, at Amadeus har de rigtige forudsætninger for at fortsætte den positive udvikling. Vi forventer, at Amadeus over de kommende år vil være i stand til at øge omsætningen med 8-10 pct. årligt og indtjeningen med 10-15 pct. Kombineret med en rimelig prisfastsættelse og en langsigtet bæredygtig forretningsmodel, ser vi Amadeus som en attraktiv investering. Carnegie WorldWide Globale Aktier og Globale Aktier Etik investerede i Amadeus IT i april 2015.

### KINA I KRISE?

AS

Siden Peoples Bank of China (PBOC) den 11. august 2015 devaluerede den kinesiske renminbi har de globale aktiemarkeder generelt og de asiatiske markeder i særdeleshed været præget af store udsving og store kursfald. Vi mener, der er tale om en overreaktion.

Læs mere på [cww.dk](http://cww.dk)

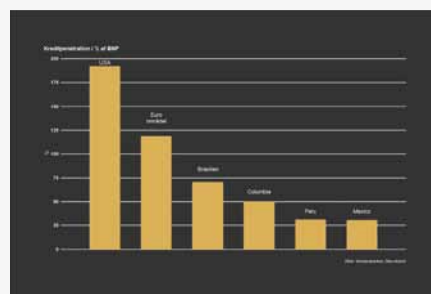


### INVESTERING I MEXICANSK UDLÅNSVÆKST

EM

Lav udbredelse af bankudlån skaber gode vækstmuligheder for den førende mexicanske finansielle institution, Crédito Real.

Læs mere på [cww.dk](http://cww.dk)



### PRIVATE INVESTORER BAG KINESISK AKTIEURO

AS EM

Sommerens store kursfald på kinesiske aktier kan først og fremmest tilskrives meget aktive privatinvestorer i Kina. Trods den aktuelle usikkerhed ser vi dog fortsat positivt på den langsigtede udvikling i Kina.

Læs mere på [cww.dk](http://cww.dk)



### LÆS FLERE ATIKLER PÅ CWW.DK/NYHEDSCENTER

CWW.DK/TILMELD-  
NYHEDSBREV



# FØLGER DU DINE INVESTERINGER?

INVESTORBRIEF | 11. SEPTEMBER 2015



**Carnegie**  
CARNEGIE WORLDWIDE  
INVESTERINGSFORENINGEN

## INDSIGTER GENNEM 25 ÅR



Med 25 års erfaring som global aktieinvestor har vi fået en række indsigter, som guider os i vores daglige investeringsarbejde.

## INVESTORMØDER

På dette års investormøder får du vores bud på gode investeringer i turbulente aktiemarkeder.

## OVERBLIK GIVER INDSIGT - FÅ VORES NYHEDSBREV HVER MÅNED

Med Carnegie WorldWides nyhedsbrev får du overblik og indsigt i dine investeringer. Vores erfarne porteføljeformidlere holder dig opdateret om udviklingen inden for langsigtede investeringstrends.

### Med Carnegie WorldWides nyhedsbrev får du:

- Viden om langsigtede investeringstrends
- Indsigt i den aktuelle markedsudvikling
- Indblik i investeringsbeslutninger
- Adgang til dybdegående artikelanalyser
- Overblik over din portefølje

Tilmeld dig nyhedsbrevet på forsiden af [cww.dk](http://cww.dk).

# 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.

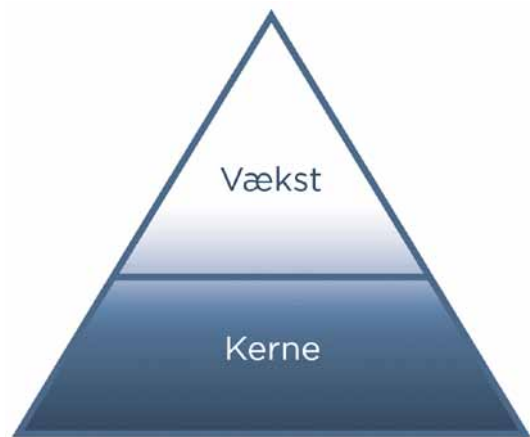
Afdeling **Globale Aktier Etik-ak** sætter etik og samfundsansvar højt. Investeringsprincipperne matcher afdeling Globale Aktier, men her lever investeringerne op til samfundsansvarlig adfærd efter internationale normer.

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 forvalteres 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](http://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](http://www.cww.dk).

## Andre praktiske oplysninger

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

Redaktionen er afsluttet den 14. oktober 2015. Kvartalsorienteringen for 3. kvartal 2015 er udsendt til alle medlemmer den 27. oktober 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](http://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 [cww.dk](http://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.

# STABILITET HANDLER OM FOKUS OG OM AT PRÆSTERE IGEN OG IGEN

INVESTERINGSFORENINGEN CARNEGIE WORLDWIDE

Dampfærgevej 26 · DK-2100 København Ø

Tlf: +45 35 46 35 46 · Fax: +45 35 46 36 00 · [www.cww.dk](http://www.cww.dk)