

Årets
Investeringsforening
2015



CARNEGIE WORLDWIDE
INVESTERINGSFORENINGEN

UDSIGTERNE FOR 2016

SOLAR-TEKNOLOGI
VIL UDSPILLE FOSSILE
BRÆNDSTOFFER

KVARTALS-
ORIENTERING
NR 4 | 2015



Indholdsfortegnelse

05	Leder
06	Udsigterne for 2016
10	Globale Aktier Stabil kom godt fra start
14	Solar-teknologi vil udspille fossile brændstoffer
20	Globale Aktier
22	Globale Aktier Etik-ak
24	Globale Aktier Stabil
26	Danske Aktier
28	Asien
30	Emerging Markets
32	Udvalgte artikler fra CWW.dk/nyhedscenter
34	Én grundfilosofi. Seks afdelinger
35	Investeringsforeningen Carnegie WorldWide





CARNEGIE WORLDWIDE
INVESTERINGSFORENINGEN



DANMARKS BEDSTE INVESTERINGS- FORENING 2015

**VI HÅNDPLUKKER DE BEDSTE
AKTIER I VERDEN**

På den baggrund har Jyllands-Posten og Dansk Aktie Analyse kåret Carnegie WorldWide som årets investeringsforening 2015.

Læs mere om kåringen på cww.dk

Leder

Kære investor

Årets investeringsforening 2015

2015 blev et år med divergerende tendenser. Nogle områder er i vækst, mens andre er i recession – ligesom det globale vejrsystem, hvor nogle har oversvømmelser, kæmper andre med tørke. Det danske aktiemarked blev igen et af verdens bedste med afkast omkring 30 pct., mens emerging markets generelt oplevede kursfald. Modsætningsfyldte markeder giver gode muligheder for den fokuserede aktive investor. 2015 blev således et pænt år for investorerne i Carnegie WorldWide. Fem ud af seks afdelinger skabte markante merafkast i forhold til markedet – og afdeling Globale Aktier skabte hele 8 procentpoint i merafkast.

Disse resultater var også medvirkende til, at Jyllandsposten og Dansk Aktie Analyse har kåret Carnegie WorldWide som årets investeringsforening 2015. Vi er glade for anerkendelsen. Den vidner om, at Carnegie WorldWide ligger i toppen af afkaststatistikkerne – også på kort sigt – til gavn for vores medlemmer. Vi ser kårningen som en indfrielse af vores ambition om, at investorerne skal have tryk ved en investering i Carnegie WorldWide, og fokus er på at skabe holdbare investeringsresultater.

Vi tror, at de modsætningsfyldte tendenser fortsætter i 2016, hvor vi forventer stigende renter i USA, mens Kina og Europa fortsat vil lempe pengepolitikken. Dette miljø giver gode muligheder for at skabe merafkast i forhold til markedet. Få mere at vide om vores forventninger til det nye år i temaartiklen ”Udsigterne for 2016” eller i et videoindslag med Bo Knudsen på cww.dk. Læs mere om resultaterne og den aktuelle strategi i kvartalsorienteringen.

Høje udbytter og ny afd. Globale Aktier – Akkumulerende

På grund af de høje afkast er der udsigt til høje udbytter på op til 10 pct. i flere afdelinger. Du kan læse mere om de endelige udbytter for 2015 samt muligheden for at købe ex-udbytte afdelinger på vores hjemmeside. Som eksisterende investor kan du kontakte dit pengeinstitut om muligheden for tilmelding til automatisk geninvestering af udbytterne. Derved sparer du handelsomkostningerne ved geninvestering.

Vi tilbyder nu også en akkumulerende udgave af vores afdeling Globale Aktier. Denne afdeling er interessant for midler i virksomhedsordningen, pensionsordninger samt i selskabsregi, hvis du af de skattemæssige ulemper ikke ønsker de høje udbytter fra den udloddende afdeling. Den nye afdeling handles ligesom vores øvrige afdelinger på fondsbørsen og kan købes via de fleste netbanker. Du kan læse mere om mulighederne for at investere i Globale Aktier – Akkumulerende på cww.dk.

Solar-teknologi vinder frem

Prisen på de fossile brændstoffer er styrtdykket, hvor en tønde olie nu koster i omegnen af USD 30. En af grundene til dette er en stigende olieproduktion kombineret med, at verden prøver at spare på energien. Mere langsigtet ser vi dog, at der er et gennembrud på vej inden for sol- og batteriteknologi, der baner vejen for udfasning af de fossile brændstoffer og således en renere energiforsyning. Du kan læse mere om dette spændende perspektiv i temaartiklen ”Solar-teknologi vil udspille fossile brændstoffer”.

Investorkonferencer i marts

Årets investorkonferencer er fastsat til den 9. marts i København og den 10. marts i Århus. Kom og hør vores porteføljeformidlere fortælle om den aktuelle investeringsstrategi og udsigterne, samt om hvordan du kan bruge Carnegie WorldWide bedst muligt i din investeringspleje. Vi udsender invitationer i starten af februar, hvorefter du kan tilmelde dig på cww.dk.

Vi ser frem til at mødes på investorkonferencerne.

Bo Knudsen Tim Kristiansen

Resultat 4. kvartal 2015

Afdeling	Afkast 4. kvrt.	Benchmark 4. kvrt.	Afkast 2015	Benchmark 2015
Globale Aktier	8,9%	8,0%	17,1%	9,0%
Globale Aktier Etik-ak	8,2%	8,0%	18,4%	9,0%
Globale Aktier Stabil	7,3%	8,0%	14,1%	14,7%
Danske Aktier	8,1%	9,3%	33,2%	30,8%
Emerging Markets	9,8%	3,5%	-0,5%	-5,0%
Asien	12,3%	6,7%	4,8%	1,4%

Udsigterne for 2016

Af adm. direktør og porteføljeformaler Bo Knudsen

Vi lever i en modsætningsfyldt og omskiftelig verden. En verden, hvor væksten bliver mere og mere vanskelig at identificere. Den globale økonomi er mere divergerende, end den har været i mange år. Nogle geografiske områder er i recession, mens andre er i beskedne vækst. Råvaremarkederne er i oprør, mens det globale forbrug er i bedring. Alt dette gør verden til en gunstig jagtmark for den fokuserede og aktive investor.

I tråd hermed holder vi i Carnegie WorldWide fast i vores gennemprøvede strategi med nøje at udvælge aktier med tematisk medvind. Her er vores væsentligste indsigter for 2016:

Vækst og recession

Investorer søger indsigt ved at gøre det komplekse simpelt. Det er en svær, men nødvendig øvelse. Mange kommentatorer taler om én verdensøkonomi og ét globalt aktiemarked, der bevæger sig i én retning. Denne simplificering giver mest mening i kriseperioder, hvor det historisk kan konstateres, at aktier i sådanne perioder bevæger sig mere synkront. Men vi befinder os nu i et andet miljø. Et miljø hvor verdens enkeltaktier i mindre grad marcherer i takt. Denne tendens kan på det danske aktiemarked i 2015 illustreres ved, at Novo Nordisk steg 56 pct., mens A. P. Møller Mærsk faldt 18 pct. – en gigantisk performanceforskel. I det globale vejrsystem kan der være oversvømmelse i Indien og tørke i Californien – på samme tid. Parallelt med verdensøkonomien anno 2016, hvor der kan være vækst og recession i forskellige dele af verdensøkonomien – på samme tid.

” I 2016 vil den globale økonomiske stormagt USA forhøje renten, mens Kina, Japan og Europa vil føre en meget ekspansiv monetær politik. Dette vil skabe divergens – særligt på valutamarkedene.

BRIK-landene er Goldman Sachs fællesbetegnelse for de fire store fremadstræbende emerging markets-lande Brasilien, Rusland, Indien og Kina. Brasilien og Rusland er i dag i kraftig tilbagegang

grundet de svage olie- og råvarepriser. Kina skifter ned i gear, mens Indien er på vej frem. I september 2015 valgte Goldman Sachs i stilhed at lukke deres BRIK-fond.

Indsigt kommer typisk gennem simplificering. BRIK er blot en unuanceret simplificering i en verden af vækst og recession, gevinster og tab, muligheder og trusler – på samme tid. Det var verden i 2015, og det bliver med al sandsynlighed det miljø, vi kommer til at bevæge os i i den kommende tid, fordi:

- 1) I 2016 vil den globale økonomiske stormagt USA forhøje renten, mens Kina, Japan og Europa vil føre en ekspansiv pengepolitik. Dette vil skabe divergens – særligt på valutamarkedene.
- 2) I 2016 vil den klassiske produktionsindustri fortsat kæmpe med overkapacitet og faldende priser. Direktøren for det store veldrevne amerikanske selskab Fastenal, som bl.a. sælger bolte og møtrikker, proklamerede senest, at verden befinder sig i en industriel recession. Samtidig klarer den vigtige servicesektor sig heldigvis godt verden over. Den klassiske produktionsindustri udgør kun 12-15 pct. i USA og Europa, mens service-sektoren i Kina netop har vokset sig større end produktionsindustrien. Servicesektoren vil fortsætte sin vækst og skabe investeringsmuligheder.
- 3) I 2016 vil olie- og råvaresektoren igen være under pres. Prisen på jernmalm er på det laveste niveau i reale termer i mere end 100 år. Og markant overkapacitet i en lang række råvarer skaber vanskelige vilkår. Solcelleindustrien er til gengæld i kraftig vækst. Samtidig oplever mastodonten Alphabet (tidligere Google – en del af porteføljen i afdeling Globale Aktier) en årlig stigning i omsætningen genereret af deres websites på 28 pct. Dette viser, at visse væsentlige sektorer er i dyb recession, mens andre buldrer afsted.

Det er derfor ikke ligegyldigt, hvor man placerer sine penge. Investering i indeks er en unuanceret strategi i en nuanceret verden. Investering i et aktieindeks kan være en investering i gårsdagens vindere. En refleksion af det, der tidligere fungerede. Man bør fokusere på, hvad der kommer til at ske og tænke langsigtet ift. hvem, der er fremtidens vindere. Det er den tilgang, vi har i Carnegie

WorldWide. Det er sådan, vi investerer. Og netop denne indstilling har været med til at skabe verdensklasseresultater over de sidste 25 år, bl.a. i form af markant bedre afkast end markedet – senest i 2015 med eksempelvis afdeling Globale Aktier, hvor markedet steg med 9 pct., mens afdelingen steg 17 pct. – hele 8 pct. point bedre end markedsafkastet efter alle omkostninger.

” Det er ikke ligegyldigt, hvor man placerer sine penge. Investering i indeks er en unuanceret strategi i en nuanceret verden og kan derfor være en investering i gårsdagens vindere. Man bør fokusere på, hvad der kommer til at ske og tænke langsigtet.

Markedsudsigter – fokus skaber afkast

Det bliver sværere at finde aktier, som kan skabe et godt afkast her næsten syv år efter, det globale aktiemarked var på sit laveste niveau i marts 2009. Og det bliver endnu sværere at finde attraktive obligationer efter mere end 30 års ”bull marked” i obligationer. Der findes i dag ikke en region med tydelig vækst, som vi har oplevet det tidligere med emerging markets. Man skal være mere specifik i udvælgelsen, eller have nogen til at finde de gode muligheder for sig. Emerging markets dækker i dag hele spektret. Fra visse reformorienterede lande med stærk demografisk medvind til lande med betydelige demografiske problemer krydret med bestandig korrupsion og råvaremodvind.

” Der findes ikke i dag en region med tydelig vækst, som vi har oplevet det tidligere med emerging markets. Man skal være mere specifik i udvælgelsen, eller have nogen til at finde de gode muligheder for sig.

Der findes rådgivere og investorer, som systematisk køber selskaber, som er billige målt på Price-Earnings Ratio (P/E). Kun få er gode til det. Eksempelvis er TDC billig målt på P/E, men med al



respekt for selskabet, er markedsvilkår og udsigterne meget vanskelige og retfærdiggør derfor en lav pris. At købe billigt målt på P/E kan være et fatamorgana. Så let er det ikke at tjene penge på aktiemarkedet. Hvis et selskab skal investere større summer over tid for blot at vedligeholde E't (indtjeningen), genereres der ikke nok penge til at betale udbytte til aktionærerne. Det er vigtigere at fokusere på det "frie cash flow", væksten og holdbarheden i denne over de kommende år og således vurdere selskaberne på disse parametre.

” Der er altid vindere og tabere – men 2016 tegner til at blive et år med stor divergens.

Det er vores opfattelse, at man skal skære ned til en meget koncentreret portefølje af individuelle aktier med tematisk langsigtet medvind for at få 7-12 pct. i afkast i det nuværende miljø. Såfremt beholdningen består af brede investeringer, kan 2016 let blive et år uden afkast, hvor den amerikanske dollar kan være den eneste usikre redningskrans.

Der er altid vindere og tabere – men 2016 tegner til at blive et år med stor divergens. Året er startet med stor uro på de kinesiske aktiemarkeder. I perioder med uro er samvariationen uundgåeligt høj, og aktierne falder over en bred kam. Men når roen er faldet, kommer fokus tilbage på udviklingen i de enkelte selskaber.

Det koncentrerede marked ses tydeligst på verdens ledende aktiemarked – USA, hvor man taler om den såkaldte FANG-handel, hvilket er et udtryk for, at de mest populære og bedst performende teknologiaktier er blandt de få, der trækker markedet op: Facebook, Amazon, Netflix og Alphabet. En sådan koncentration har historisk set været et tegn på et overmodent marked. Omvendt vi-

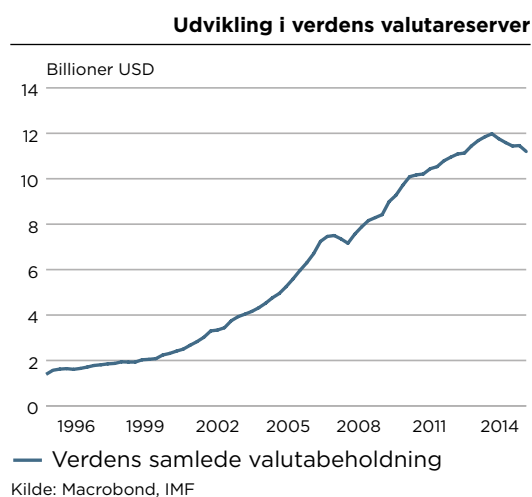
” Det tog USA 300 år at udvikle et banksystem med samlede aktiver på USD 15 billioner. (10¹²). Til sammenligning er Kinas samlede gæld siden 2007 steget med mere end USD 20 billioner.

ser det, at markedet p.t. er villigt til at differentiere mellem vindere og tabere.

Den industrielle recession anno 2016

Det tog USA 300 år at udvikle et banksystem med samlede aktiver på USD 15 billioner. Til sammenligning er Kinas samlede gæld siden 2007 steget med mere end USD 20 billioner og udgør i dag mere end 280 pct. af landets BNP, ifølge McKinsey Global Institute. Den eksplosive stigning i gælden er drevet af behovet for vækst og en usædvanlig let adgang til likviditet. Høje gælds-niveauer vidner om let adgang til kapital. Det fremgår f.eks. ved at se på størrelsen af de globale dollarreserver, som steg kraftigt i kølvandet på den ekstremt lempelige amerikanske pengepolitik. Rigelig likviditet og eksport af kapital drev og driver et låneboom særligt i emerging markets med forøgelse af produktionskapacitet inden for stort set alle sektorer samt et generelt investeringsboom i Kina. Sund fornuft tilsiger, at når der er mange midler, der skal investeres, vil der typisk også ske forkerte investeringer og overekspansion.

Figur 1



I opbygningsfasen, hvor de globale valutareserver vokser drevet af lave renter i den udviklede del af verden med USA i spidsen, flytter pengene ud i områder med højere renter. Der skabes dermed en overflod af penge ved at dollar og euro flyder til emerging markets-

landene, hvor centralbanken og banker veksler til lokale valutaer. Dette skaber vækst, men også højere risiko for misallokering af kapital og opbygning af en overkapacitet af produktion af fysiske goder. Vi er nu et godt stykke inde i den tungere del af processen, hvor mekanismen kører den anden vej, dvs. først reduktion og fjernelse af kvalitative lempelser over de sidste par år og nu let stigende renter, som strammer likviditeten, og gør det lidt sværere for de fleste lande i Emerging Markets. Kobles dette med, at særligt de stærke vestlige forbrugere i stigende grad skifter fra at efterspørge fysiske produkter til at efterspørge digitale produkter og services, forklarer det den særlige situation, som verden står over for i 2016. Når forbrugeren foretrækker et weekendophold på et hotel i Rom, frem for et møbel eller et nyt tv, ændrer det behovet for transport af goder markant. Når kalender, lommeregner, ur, bøger og kort er blevet til apps på mobiltelefonen, ændres behovet for fysisk produktion og transport. Udviklingen bevæger sig fra fysiske produkter til digitale produkter. Banalt set falder massefylden af de transporterede goder, og det kan ses, når vi måler omfanget af verdenshandlen og ser de faldende mængder afspejlet i mange transportselskabers regnskaber, som lever af aktivitet i handel mellem Asien og Europa.

” Kobles likviditetsrammen med, at særligt de stærke vestlige forbrugere på marginalen skifter fra at efterspørge fysiske produkter til at efterspørge digitale produkter og services, forklarer det den særlige situation verden står over for i 2016.

Der findes stadig et stort vækstpotentiale i den stigende middelklassebefolkning i flere emerging markets lande, særligt i Asien. Dette er et investeringstema, der går igen i vores fonde og særligt i afdeling Asien. Et tema, der er drevet af en af menneskeheden få jernlove: den ufravigelige stræben efter at skabe sig et bedre og mere komfortabelt liv.

Jernloven

En af historiens få jernlove er, at mennesket gør alt hvad, der er i dets magt for at gøre livet lettere, som beskrevet i den meget læseværdige bog ”Sapiens” af forfatter og professor, Yuval Norah

Harari. Denne iboende stræben driver vækst i og frembringelse af produkter og services, som vi tror, vil gøre livet lettere.

Der er mange fordele ved det for tiden ultimative produkt, som har udviklet sig til at være en næsten integreret del af det moderne menneske, nemlig en smartphone. Men har produktet gjort livet lettere? På nogle områder – ja så absolut, men det har også skabt og skaber komplikationer i livet, som så skal løses med nye produkter og services, der vil gøre livet lettere. Det, som den velhavende del af befolkningen har eller søger i dag, higes der også efter i næste generation af forbrugere. Væksten ligger derfor i digitale produkter og generelle services, som formodentligt gør livet lettere.

” Det er vores opfattelse, at 2016 bliver et år med moderate afkast, hvor den selektive investor kan gøre en stor forskel, ligesom det var muligt i 2015.

I Carnegie WorldWide har vi en tro på, at man som hovedregel skal undervægte selskaber, der sælger og har at gøre med fysiske produkter og kigge mere i retning af digitale produkter og services for at finde vækst.

Lavere afkast

Det er vores opfattelse, at 2016 bliver et år med moderate afkast, hvor den selektive investor kan gøre en stor forskel, ligesom det var muligt i 2015. Denne tilgang understreges af Carnegie WorldWides investeringsstrategi. Det banale råd, der dog gives af visse rådgivere om at minimere omkostningerne og derfor købe indeksprodukter som eneste og mest væsentlige investeringsstrategi, kan i disse tider være en ulønsom strategi.

Den væsentligste fundamentale risikofaktor i verdensøkonomien, der kan bringe den kedelige synkroni tilbage i aktiemarkederne, er recession i det, der er den væsentligste og også den psykologisk mest dominerende økonomi i verden i dag – USA. Den gode nyhed er, at risikoen for at sådan et scenarie skulle indtræde inden for de næste 12-18 måneder, er forholdsvis lav, da de langsigtede indikatorer, vi i Carnegie WorldWide følger nøje, fortsat viser grønt lys for moderat fremgang.



Globale Aktier Stabil kom godt fra start

Af porteføljeforvalter Jakob Greisen

Afdeling Globale Aktier Stabil har haft en god start siden lanceringen 1. oktober 2014 med et afkast på 24,6 pct. pr. 31 december 2015, hvilket er på niveau med benchmark. Det globale aktiemarked har i samme periode givet et afkast på 14,3 pct.

Vi lancerede afdelingen, fordi man generelt ikke er blevet belønnet ved at købe de mest risikofyldte aktier. Når man investerer med en længere tidshorizont og med en lavere risiko, har man paradoksalt nok opnået et højere afkast (typisk 1-2 pct. p.a.) end på det globale aktiemarked. Dette og mere til har vi således opnået i afdelingens første leveår.

Vores målsætning er over tid at reducere risikoen med ca. 25 pct. i forhold til det globale aktiemarked og samtidigt levere et afkast, der er højere.

Stabile forretninger giver stabilt afkast

Carnegie WorldWide Globale Aktier Stabil er opbygget af 40-60 selskaber, der alle har en stabil og holdbar forretningsmodel. Det er eksempelvis selskaber, der udvikler medicin (Novo Nordisk), producerer fødevarer (Nestlé), teleselskaber (Telenor) eller forsyningsselskaber (Duke Energy). Fælles for disse selskaber er, at de producerer varer, som vi alle kontinuerligt har brug for i hverdagen. Det gør, at selskaberne med stor sandsynlighed kan øge indtjeningen år efter år – uanset udviklingen i verdensøkonomien. Det er denne uafhængighed af konjunkturerne, der sikrer en lavere risiko på langt sigt.

Investeringerne er desuden spredt ud på mange lande og forskellige sektorer for at skabe robusthed over for pludselige markedsudsving. Vi investerer, så den samlede risiko er på niveau med benchmark (MSCI AC Min Vol.), hvilket historisk har været 20-30 pct. lavere end risikoen på det generelle aktiemarked.

” Carnegie WorldWide Globale Aktier Stabil er opbygget af 40-60 selskaber, der alle har en stabil og holdbar forretningsmodel, hvilket gør, at selskaberne med stor sandsynlighed kan øge indtjeningen år efter år – uanset udviklingen i verdensøkonomien.

Kvalitet kan købes for dyrt

Det seneste år har været præget af en afdæmpet udvikling i verdensøkonomien kombineret med usikkerhed om bl.a. gælds-krisen i Grækenland, vækstfaldet i Kina, renteutviklingen m.m. Efterspørgslen på investeringer med en stabil forretning har været høj, og det har presset prisen på flere af disse aktiver i vejret – eksempelvis er ejendomme og statsobligationer, men også flere kvalitetsaktier blevet ganske dyre. I afdelingen Globale Aktier Stabil solgte vi eksempelvis den globale kaffekæde Starbucks, fordi prisen steg meget, uden at de langsigtede indtjeningsforventninger steg tilsvarende. Det er efter vores vurdering et godt eksempel på, at kvalitetsaktier kan købes for dyrt.

I 2015 har amerikanske aktier fyldt rigtigt meget i porteføljen, fordi vi her hovedsageligt har kunnet finde den rette kombination af stabilt indtjenende selskaber til en attraktiv pris, og hvor aktiekursen også har været relativt stabil. I Europa, Japan og på de nye markeder har der derimod været ”mangel” på selskaber med en stabil aktiekurs, hvilket har presset prisen på disse i vejret.

” I 2015 har amerikanske aktier fyldt rigtigt meget i porteføljen, fordi vi her hovedsageligt har kunnet finde den rette kombination af stabilt indtjenende selskaber til en attraktiv pris, og hvor aktiekursen også har været relativt stabil.

Udviklingen siden start

Afkastudviklingen i afdelingen har samlet set været på niveau med benchmark. På sektorniveau er afkastet positivt påvirket af gode investeringer inden for forbrugsgoder, industri og konsumentvarer. Derimod har finans- og sundhedsaktier skuffet. I finanssektoren har vi investeret i store amerikanske banker, fordi stigende korte renter er positivt for indtjeningen i bankerne. På kort sigt har det ikke været en god beslutning, men vi vurderer fortsat, at det vil være med til at stabilisere porteføljen i takt med, at den amerikanske centralbank gradvist hæver renterne.

” På sektorniveau er afdelingens afkast positivt påvirket af gode investeringer inden for forbrugsgoder, industri og konsumentvarer. Derimod har finans- og sundhedsaktier været skuffende.

Sektorvægtningen har givet et positivt bidrag inden for energi, men været mindre betydende i alle andre sektorer. Vi har kun i perioder investeret i energisektoren, fordi indtjeningsudviklingen har været svag. Vi har aktuelt investeret i Enbridge, der ejer det største net af olie- og gasrørledninger i Nordamerika. Enbridges indtjening er uafhængig af olieprisen, da selskabet får en fast betaling for at transportere olie og gas i deres rørledninger. Selskabet er efter vores vurdering blevet uretmæssigt ramt af investorenes flugt fra energisektoren. Det viser også, at der findes selskaber med stabil indtjening i alle sektorer – selv i energisektoren på trods af store udsving i olieprisen.

På regionsniveau er vores gode aktievalg i Nordamerika blevet neutraliseret af en overvægt af mindre gode aktievalg i Europa – f.eks. vores investering i det franske medicinalsselskab Sanofi, der i foråret meddelte om prispres inden for diabetesmedicin og som samtidig havde ledelsesmæssige udfordringer. Vi solgte efterfølgende aktien med tab.

En af vores bedste investeringer har været den amerikanske apotekerkæde, CVS Health, der er steget med knap 50 pct. siden købet ved afdelingens lancering. CVS Health er et godt eksempel på den type af stabile selskaber, vi søger. Selskabet er den største apotekerkæde i USA, og er en af de største inden for administration

” Der findes selskaber med stabil indtjening i alle sektorer – selv i energisektoren på trods af store udsving i olieprisen.

af medicinbehandling i USA. CVS Health nyder godt af stabilt stigende efterspørgsel på medicin som følge af en voksende og aldrende befolkning. Vi forventer på den baggrund en langsigtet indtjeningsvækst på 12-14 pct. uanset udviklingen i de økonomiske konjunkturer.

Den aktuelle portefølje

Vi indleder 2016 med store investeringer til sundhedspleje, mens industri og it kun udgør en mindre del af porteføljen. De største investeringer er i USA, hvorfor udviklingen i dollaren kan påvirke afdelingen væsentligt. I 2015 steg USD ca. 11 pct. i forhold til DKK, hvilket har påvirket de ca. to tredjedele af porteføljen, der er noteret i USD eller valutaer, der følger USD positivt. Den samlede risiko i porteføljen målt på forventede kursudsving ift. det globale aktiemarked er 0,91 (Beta) – dvs. en risikoreduktion på 9 pct. Historisk set har risikoen på stabile aktier været 20-30 pct. lavere end det generelle verdensindeks. Dette viser sig specielt i perioder med større volatilitet på aktiemarkedet end den aktuelle.

” Vi indleder 2016 med store investeringer til sundhedspleje, mens industri og it kun udgør en mindre del af porteføljen.

Vores tre største investeringer, McKesson, Dollar General og Fidelity National Information Services er alle amerikanske, men de opererer på vidt forskellige markeder. De kombinerer en meget attraktiv værdiansættelse med en relativ høj vækst, som er uafhængig af den økonomiske udvikling.

McKesson, der distribuerer medicin, har gavn af en voksende og aldrende befolkning i USA. Derudover øges brugen af kopi- og specialmedicin, hvor selskabets indtjening er højere end på den almindelige medicin. McKesson har haft to cifret indtjeningsvækst hvert af de seneste 10 år upåagt af finans- og gældskrise. Denne udvikling forventer vi, vil fortsætte de kommende år.

Dollar General er et af de førende discountsupermarkeder, hvor hovedparten af produkterne koster mindre end USD 5. Selskabet øger salget i eksisterende butikker med 2-3 pct. om året og vil øge butiksarealet med 5-7 pct. om året de kommende fem år. Vi ser et potentiale i at øge butiksarealet for denne typer butikker med mindst 50 pct. over de kommende 10 år. Selskabet har en meget lav gæld, hvilket gør det i stand til at købe 2-4 pct. af aktiekapitalen tilbage hvert år.

” Vores tre største investeringer, McKesson, Dollar General og Fidelity National Information Services er alle amerikanske, men de opererer på vidt forskellige markeder.

Fidelity National Information Services udvikler software til bankers betalingssystemer, web-bank, mobil-bank m.m. Selskabet har i november 2015 købt SunGard, der udvikler software til kapitalforvaltere, investeringsbanker m.m. Knap 80 pct. af omsætningen er sikret via langtidskontrakter, hvilket skaber fundament for en stabil vækst i indtjeningen.

En aktieportefølje med lavere risiko

Frem til september 2015 har markedsvolatiliteten generelt været lav – bl.a. holdt nede af centralbankernes meget ekspansive pengepolitik. Usikkerheden om den økonomiske udvikling i Kina samt udsigten til renteforhøjelser i USA fik dog volatiliteten tilbage på aktiemarkeder, hvilket resulterede i kraftige om end kortvarige kursfald på markederne i september. Størstedelen af disse fald blev dog vundet tilbage i fjerde kvartal 2015.

” Et afkast ca. 5 procentpoint højere end det globale aktiemarked understreger potentialet i en investering i Globale Aktier Stabil, der risikomæssigt er en aktieinvestering, men hvor målet er en lavere volatilitet og samtidigt et højere afkast.

2015 sluttede derfor ganske tilfredsstillende med et afkast på ca. 5 procentpoint højere end det brede globale aktiemarked og med udsving, der var lavere end markedet. Dette understreger potentialet i en investering i Globale Aktier Stabil, der risikomæssigt er en aktieinvestering, men hvor målet er en lavere volatilitet og samtidigt et højere afkast.

I lyset af de mange nuværende usikkerhedsmomenter i verdensøkonomien, det være sig geopolitiske udfordringer, globale økonomiske ubalancer og begyndende renteforhøjelser i USA, ser vi et særligt potentiale i dette investeringsprodukt. Porteføljen tilbyder en mere stabil vej til værditilvækst for den investor, der ønsker en global aktieinvestering med lavere risiko.

Solar-teknologi vil udspille fossile brændstoffer

Af temaspecialist Morten Springborg

Da Danmark blev europamestre i fodbold tilbage i 1992, kom det som en overraskelse. Danmark havde i første omgang ikke kvalificeret sig til EM, og kom kun med, fordi der var borgerkrig i Jugoslavien, hvorfor landet blev udelukket fra at deltage. Som et andet eksempel på en stor overraskelse – lidt tættere på investeringsverdenen – kan man nævne Teslas kæmpe succes. Tesla er gået fra at være en relativt ukendt producent af eldrevne biler, til i dag på rekordtid at have en markedsværdi, der er højere end både Renault og Fiat Chrysler. Dette til trods for, at Tesla indtil for nylig kun leverede dyrt legetøj til de rige og ikke beskæftigede sig med masseproduktion af biler.

” Danskerne kan godt lide rollen som ”underdog” og spiller faktisk bedst, når forventningerne ikke er for høje.

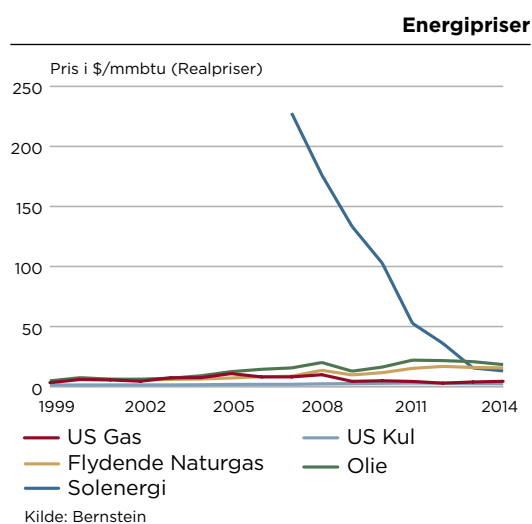
Det danske fodboldlandsholds overraskende sejr i 1992 kan formentlig tilskrives danskernes rolle som ”underdog”. Holdet spillede bedst, når forventningerne ikke var for høje. For Tesla er situationen en helt anden. Her er der tale om et selskab med base i Silicon Valley, der på ingen måde er præget af en ”underdog”-mentalitet. Tværtimod! Teslas succes skyldes formentlig, at verden udvikler sig i en mere grøn og miljøvenlig retning langt hurtigere, end de fleste forventer.

I Danmark har vi en af verdens mest ambitiøse politiske dagsordener for vedvarende energi. Vindkraft dækkede 39 pct. af vores elektricitetsbehov i 2014, og målet for 2020 er 50 pct. Dog betaler vi en høj pris for vindkraft. Strøm fra den største vindmøllepark i Danmark, Anholt Havmøllepark på 400 MW, koster ca. EUR 140 pr. MW/h. Da markedsprisen (Nordpool) i øjeblikket er EUR 25, kan man hurtigt regne ud, at energiomstillingen er dyr. Alt dette fører os frem til en ny overraskelse, som er afbildet på figur 1. Her fremgår det, at det ikke er lige så dyrt som tidligere at have store miljøambitioner.

” I Danmark dækkede vindkraft 39 pct. af landets energibehov i 2014, og målet for 2020 er 50 pct., men vi betaler en høj pris for vindkraft.

Figur 1 viser prisen på forskellige former for energi målt i BTU (British Thermal Unit eller britisk termisk enhed), der ofte bruges som mål for energi. Den viser, at fossile brændstoffer, som f.eks. kul, olie og gas, gradvist er blevet dyrere, mens omkostningerne til solenergi de senere år er faldet. Dette betyder, at solenergi nu omkostningsmæssigt er på niveau med – eller lavere end de fossile brændstoffer – uden subsidier. Det er nok de færreste, der havde set dette komme!

Figur 1



I 2013 blev det billigere på verdensplan at generere elektricitet med solenergi end med olie. I Asien blev solenergi til og med også billigere end naturgas, og prisen på solenergi falder stadig stødt.



Energi er ikke længere en ressource, men en teknologi

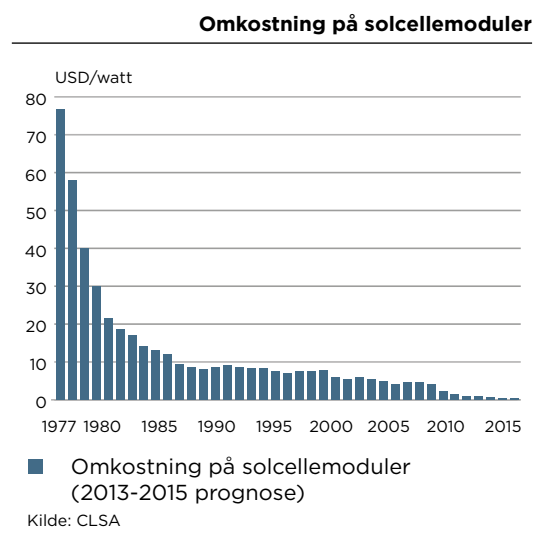
Dette budskab er så vigtigt, at det er værd at gentage: Energi er ikke længere en ressource, men en teknologi. Det betyder også, at energi ikke længere er en begrænset ressource. Implikationerne er enorme.

” Energi er ikke længere en ressource, men derimod en teknologi.

Prisen på ny teknologi falder med tiden, og det fortsætter den med. Dette har vi tidligere skrevet om i perspektivet ” Den anden halvdel af skakbrættet, Moores lov og teknologiinvesteringer”. Prisen på halvledere er faldet 41 pct. om året i ca. 50 år, og den falder fortsat. Prisen på solpaneler er faldet 36 pct. om året siden 1991. Prisen på moduler til solcelleanlæg er faldet med en faktor 10 igennem de sidste syv år – fra USD 4,1 pr. watt i 2008 til USD 0,41 pr. watt i år, og det forventes, at prisen bliver halveret inden 2020. Figur 2 viser det store fald i omkostninger siden 1977.

Omkostningerne til at udvinde fossile brændstoffer stiger normalt med tiden, da man starter med at udvinde de let tilgængelige og billige ressourcer, og efterfølgende bliver nød til at udvinde dyrere og dyrere ressourcer i takt med at de billige er blevet forbrugt.

Figur 2



Således står vi i dag global med ét energimarked, hvor der er to forskellige udbydere. Den ene er teknologibaseret, hvor omkostningerne er faldende. Den anden er baseret på udvinding af fossile brændstoffer, hvor omkostningerne er stigende. Kigger man lidt frem, er det ikke svært at forudsige, hvilken af de to leverandører, der overlever. Teslas succes og udviklingen på aktiemarkedet viser, at denne kamp allerede er spillet færdig, og at der er fundet en vinder. Vores liv vil blive elektrificeret takket være kombinationen af faldende omkostninger til solenergi og store teknologiske

fremskridt inden for energilagring. Mange har efter vores vurdering endnu ikke forstået denne udvikling. Hvorfor mon?

” Vi står i dag global med ét energimarked, hvor der er to forskellige udbydere. Den ene er teknologibaseret, hvor omkostningerne er faldende. Den anden er baseret på udvinding af fossile brændstoffer, hvor omkostningerne er stigende.

Teknologisk acceleration og S-kurver

Den store udfordring på tværs af de forskellige teknologimarkeder er at kunne forudsige væksten i nye teknologier. Nye produkter, der starter helt fra bunden som et nicheprodukt, får som regel ikke den anerkendelse, de egentlig fortjener. Årsagen er ofte, at de bliver betragtet for at være for dyre til massemarkedet. Men efterhånden som nye teknologier vinder indpas og gradvist vinder markedsandele fra ældre teknologier, opnår de stordriftsfordele og falder i pris. Denne udvikling understøttes samtidig af teknologiske fremskridt, ganske som Moores Lov foreskriver: Når den nye teknologi har opnået en markedsandel på omkring 10 pct., er kampen reelt slut, og den store efterspørgsel medfører, at den nye teknologi erstatter den gamle på massemarkedet.

” Konsekvensen er, at investeringsverdenen, offentligheden og politikerne undervurderer den igangværende omstilling på energimarkederne.

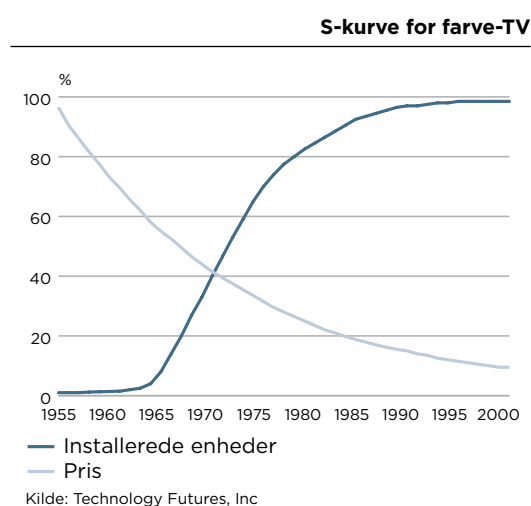
De fleste, som prøver at forudsige, hvordan en ny teknologi bliver modtaget på markedet, betragter typisk processen som lineær. Oftest følger udviklingen dog en såkaldt S-kurve, hvor det nye produkt i en periode udviser eksponentiel vækst. Tænk bare på mobiltelefoni, farvefjernsyn, fladskærme, PC'ere, smartphones osv. I figur 3 ses en kurve over farvefjernsynets udbredelse, som har samme form, som for de ovennævnte teknologiomstillinger, selvom den forløb over en anden tidsperiode.

Dette er relevant for vores konklusioner. Det Internationale Energiagentur, IEA og andre analytikere har flere gange været for pessimistiske med hensyn til væksten i solenergi. Det skyldes, at de tænker lineært. Konsekvensen er, at investeringsverdenen, offentligheden og politikerne undervurderer den igangværende omstilling på energimarkederne.

Sol frem for kul og gas

Solenergi udgør kun en brøkdel af den globale energiforsyning, men vokser meget hurtigt. I 2014 steg produktion af solenergi med hele 38 pct. Solenergiens andel af verdens samlede energiproduktion er fortsat lav (1,2 pct.), men andelen er fordoblet på blot to år. Installationen af solceller vokser i dag så kraftigt, at næsten 15 pct. af væksten i den globale el-produktion i 2014 (BP Energy Outlook 2014) kom herfra. Trods den kraftige vækst er solenergi på nuværende tidspunkt for lille et område til at kunne påvirke den globale pris på energi eller udviklingen i CO₂-udledningen, men dette vil formentlig ændre sig i en ikke så fjern fremtid, efterhånden som vi bevæger os længere op ad S-kurven.

Figur 3



Kina er i dag det mest forurenende land i verden. Vi har tidligere skrevet om investeringsmulighederne i et renere miljø i Kina, og vi mener, at man nu kan inddrage solenergi i ligningen. Kina bliver snart verdens største marked for solenergi. Den installerede

solcellekapacitet i Kina ventes at stige til 46GW i 2015 fra 28GW i 2014. De første rapporter om den 13. femårsplan tyder på, at 2020-målet for antal GW solenergi måske vil blive hævet fra 100GW til 150-200GW, svarende til installation af 20-25GW om året. Som tommelfingerregel siger man, at ét atomkraftanlæg har en kapacitet på omtrent 1GW.

Indien har for nylig indført målsætninger for vedvarende energi. Landet planlægger at øge den samlede produktionskapacitet for vedvarende energi fra 38GW i dag (hvoraf solenergi udgør 4GW) til 175GW i 2020-22 (hvoraf solenergi vil udgøre 100GW). Denne ekstremt ambitiøse målsætning indebærer 20 gange mere solenergi i løbet af syv år. Udviklingen går stærkt i Indien, og for blot nogle få uger siden vandt det amerikanske firma SunEdison hele auktionen over 500MW solenergi i delstaten Andhra Pradesh med en rekordlav pris for Indien på USD 71 pr. MWh. Der var her tale om produktion uden subsidier af nogen art, til en lavere pris, end hvad energi fra nye gas- og kulfyrede anlæg koster. Disse udbudsrunder kommer i kølvandet på en auktion i USA i

” Mange steder i verden vælger energiselskaberne store solcelleanlæg frem for kul- og gasfyrede kraftværker, fordi solcelleanlæg nu er billigere end fossile anlæg i områder med gunstige klimaforhold.

oktober 2015, hvor Austin i Texas udbød opførelsen af et solcelleanlæg på 300MW til en pris på under USD 60 pr. MWh inklusive en skatterabat, og også her er solenergi nu billigere end både gasproduktion og nye kulfyrede anlæg.

Mange steder i verden vælger energiselskaberne store solcelleanlæg frem for gas- og kulfyrede kraftværker. Og ikke kun fordi det er bedre for miljøet, men fordi solcelleanlæg nu er billigere end fossile anlæg i områder med gunstige klimaforhold. Og det er trods alt i det meste af verden, at solen skinner mere end i Danmark. Vi står derfor ved et vendepunkt – der hvor S-kurven begynder at gå lige opad.

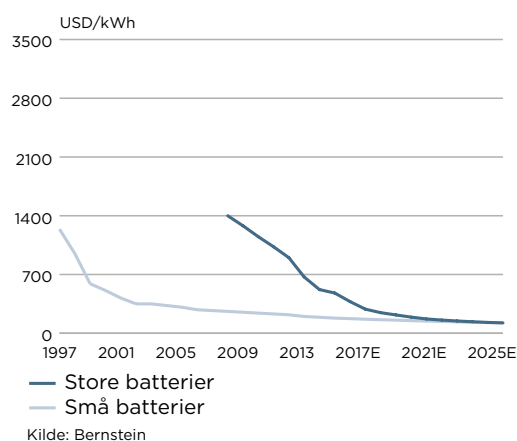
” Udfordringen omkring lagring er ved at blive løst, og vi ser, at fremskridt inden for lagringsteknologi vil føre til højere penetrationsrater for vedvarende energikilder som sol og vind.

Bedre økonomi i batterilagring

Der er også en anden grund til, at de fleste mennesker ikke er opmærksomme på forandringerne inden for vedvarende energi. Det skyldes, at solenergi (og vindenergi) pr. definition er ustabile energikilder. Solen leverer ikke energi om natten, eller når det regner eller sneer. Så længe der ikke findes nogen omkostningseffektiv teknologi til at lagre energien, har vi fortsat behov for fossile brændstoffer. Udfordringen omkring lagring er ved at blive løst, og vi ser, at fremskridt inden for lagringsteknologi vil føre til højere penetrationsrater for vedvarende energikilder som sol og vind. Omkostningerne til lagring falder i øjeblikket endnu hurtigere end omkostningerne forbundet med solenergi.

Figur 4

Produktionsomkostninger for lithium-ion batterier



Grafen ovenfor viser omkostningerne forbundet med batterilagring af elektricitet. Omkostningerne er faldet med 19 pct. om året siden 1991 og er drevet af den kraftige vækst i efter-

spørgslen efter forbrugerelektronikprodukter som f.eks. mobiltelefoner. Derfor har de små batterier oplevet de kraftigste prisfald. Dette er ved at ændre sig, da elværkerne og bilproducenterne har fokus på batteriteknologier, som bedre matcher deres behov for større batterier med større kapacitet. Tesla lancerede for nylig husstands-batteriet Powerwall til sine kunder i USA og solgte for ca. USD 800 mio. den første uge. I Australien, som er et af de lande, der har den højeste penetrationsrate for solcelleanlæg i verden, har AGL Energy lanceret et batterilagringssystem på 7,2 kWh. Prisen på dette er langt lavere end de normale engrospriser og ikke mindst detailpriserne. Med AGL's produkt er omkostningerne endnu ikke helt på et niveau, som vil udløse et massemarked, men prisen på batterilagring er faldet med mere end 50 pct. på blot et halvt år.

” Tesla lancerede for nylig husstands-batteriet Powerwall til sine kunder i USA og solgte for ca. USD 800 mio. den første uge, batteriet var på markedet.

Udviklingen går også hurtigt, hvis man kigger på elværkerne. Californien har forpligtet delstatens forsyningsselskaber til at investere i 1,3GW batterikapacitet i perioden frem til 2020. Yderligere overvejer Texas at investere i op til 5,1GW batterikapacitet for bedre at kunne skabe balance på el-nettet, efterhånden som vedvarende energikilder vinder indpas. Den samlede batterilagringsskapacitet i USA ligger i dag på ca. 600MW, hvorfor der er udsigt til eksponentiel vækst i markedet.

” Prisen på batterilagring vil falde dramatisk på samme måde som prisen på solpaneler er faldet markant.

Det er svært at spå om timingen, men prisen på batterilagring vil falde dramatisk på samme måde, som prisen på solpaneler er faldet markant. Om få år vil solenergi i kombination med energilagring konkurrere på lige vilkår med konventionelle energikilder og el-distribution i markeder med gode solforhold. Udviklingen kom-

mer elselskabernes privat- og erhvervskunder til gode verden over, og forbrugerne vil i de kommende år få mere magt over for forsyningsselskaberne, fordi forbrugerne selv bliver producenter. Det betyder gradvist færre muligheder for at øge priserne, efterhånden som efterspørgslen bliver langt mere distribueret og fleksibel.

El-bilerne kommer, før du tror det

Den accelererende teknologiske udvikling inden for batterier vil have skelsættende betydning for bilindustrien. Bilmarkedet har hidtidig oplevet en udvikling, hvor forbrugerne har fået bedre og bedre biler til stort set uændrede realpriser. Bilproducenterne har ikke haft de store muligheder for at sætte priserne op, men der har omvendt ikke været noget reelt prispres, som det har været tilfældet på teknologimarkedene. Dette ændrer sig, efterhånden som bilerne bliver elektriske og i stigende grad bliver en ”computer på fire hjul”.

” I perioden fra 2025 til 2030 skal omkring 500 millioner biler verden over skiftes ud. Hvor mange af disse biler vil mon blive erstattet med en elbil? Vi vurderer, at det bliver næsten 100 pct.

Det elektroniske indhold i bilerne vil stige, og kompleksiteten vil falde. Det forhold at elektronikken bliver en større andel af bilen betyder, at store dele af bilens omkostningsbase vil blive udsat for det prispres, vi kender fra andre teknologiområder. Eksempelvis vil batteriet i en Tesla, der i dag udgør ca. 25-30 pct. af bilens pris, falde med omkring 20 pct. om året. Hertil kommer, at elektriske biler er langt enklere konstrueret end biler med forbrændingsmotorer. Biler med forbrændingsmotorer siges at have omkring 2.000 bevægelige dele i motoren, mens Tesla siges at have kun 20 bevægelige dele i motoren. Det er vigtigt for de samlede driftsomkostninger. Samlet set vil omstillingen til elbiler derfor nedbringe omkostningerne, gøre produktionen mere enkel og reducere behovet for vedligeholdelse. Det er svært at sige, hvornår el-bilerne kommer op på en anseelig markedsandel. På kort sigt (tre til fem år) vil omstillingen nok ikke være markant, men i perioden fra 2025 til 2030 skal omkring 500 millioner biler verden over

skiftes ud. Hvor mange af disse biler vil mon blive erstattet med en elbil? Vi vurderer, at det bliver næsten 100 pct.

Konklusion

Med den hastighed som solceller og batterier i øjeblikket forbedres, er det vores overbevisning, at vi inden for de næste 10-15 år vil være i en situation, hvor disse teknologier for alvor har rykket sig konkurrencemæssigt i forhold til traditionelle brændselsteknologier. Energitætheden i solpaneler og batterier vil fortsat stige, mens prisen på elektricitet fra disse kilder vil falde. På længere sigt – i løbet af de kommende 15 år – vil der ske en omfattende omstilling af den globale energiforsyning i takt med, at nye investeringer i alt overvejende grad vil gå til vedvarende energikilder – ikke kun fordi det miljømæssigt er det eneste rigtige, men fordi det er den bedste investering. Næsten alle nye biler vil være elektriske, da de samlede omkostninger ved at eje elektriske biler vil være langt mindre end biler med forbrændingsmotorer, og samtidig vil de forurene langt mindre. Brugen af fossile brændstoffer vil aftage – først langsomt, som vi ser det på de udviklede markeder i dag, og derefter hurtigt. CO₂-udledningen vil begynde at falde tidligere, end de fleste tror, og i de kommende årtier nærme sig nul.

De kortsigtede konsekvenser af udviklingen er uvæsentlige, men på langt sigt vil udfordringerne blive meget store for bilindustrien (der samtidig skal håndtere skiftet til førerløse biler og deleøkonomien). Elselskabernes forretningsmodeller skal gennemgribende forandres og efterspørgslen på olie, gas og kul vil kollapse. Hvornår begynder man at kunne se de langsigtede konsekvenser af energiomstillingen i kursen på de berørte aktier? Det vil næppe ske lige med det samme, men for de langsigtede investorer er konsekvenserne alvorlige. Dette er en af grundene til, at vi i CWW er forsigtige med at investere i energi, forsyningselskaber eller bilproduktion. Omvendt prøver vi at finde de aktier, der på den lange bane står til en gevinst som følge af omstillingen på energimarkedet. Indtil videre har Carnegie Worldwide Asien investeret i LG Chem, som er en koreansk batteriproducent, vi mener står stærkt til at blive toneangivende i den globale batteriindustri.

” For de langsigtede investorer er konsekvenserne alvorlige. Dette er en af grundene til, at vi i CWW ikke investerer i energi, forsyningselskaber eller bilproduktion.

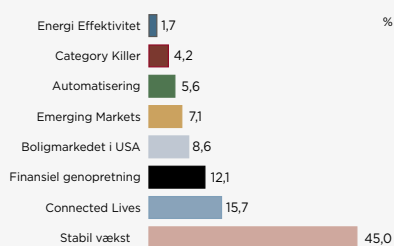
Efterspørgslen efter olie og gas vil de kommende 10 år være stort set uændret. På længere sigt vil en ny teknologi, som både er billigere, renere og mere pålidelig end den nuværende teknologi, dog ikke kun tage 5 pct. eller 10 pct. af markedet. Den nye teknologi vil i sidste ende overtage hele markedet. Denne forudsigtelse er baseret på tidligere teknologiske omstillinger, og det er den udvikling, vi forventer for solenergi og batteridrevne biler.

Omstillingen fra fossile brændstoffer er et faktum. Marginalomkostningen på energi vil bevæge sig mod nul.

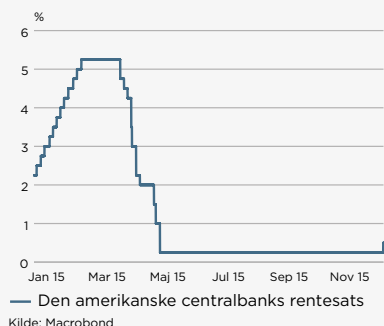


Globale Aktier

Temaoversigt pr. 31.12.2015



Den amerikanske centralbanks rentesats



Status på kvartalet

Afdeling Globale Aktier afsluttede året med et positivt afkast på 8,9 pct. i fjerde kvartal. Dette var lidt bedre end afdelingens benchmark, MSCI verdensindeks, der steg 8,0 pct. Herved kan afdelingens investorer se tilbage på et godt år, hvor den indre værdi steg med 17,1 pct., hvilket var næsten dobbelt så godt som verdensindekset, der steg 9,0 pct. Merafkastet skyldes primært vores høje vægt i amerikanske aktier, og at vi helt undgik investeringer i egentlige energi- og råvareselskaber. Det største positive bidrag kom fra enkeltinvesteringer som Visa, Alphabet (tidl. Google), Home Depot, HDFC og Novo Nordisk. Der var også enkelte selskaber, såsom Sensata, Vivendi og Union Pacific, der ikke levede op til vores forventninger. Efter negative aktiemarkeder i andet og tredje kvartal, steg markederne i fjerde kvartal trods den første rentestigning i den amerikanske korte rente i ni år. Renteforhøjelsen kom dog ikke som en stor overraskelse, men kan ses som en anerkendelse af, at den amerikanske økonomi er i fremgang. Væksten i Kina er derimod inde i en kraftig opbremsning, hvilket sammen med svage råvaremarkeder skaber alvorlige problemer for emerging markets. I Europa peger pilen opad, men det går langsomt, og det er derfor ikke overraskende, at dollaren og det amerikanske aktiemarked står stærkt.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Det er vores forventning, at de svingende markeder kan fortsætte som følge af makroøkonomisk usikkerhed. Størst bekymring vækker den svage indtjeningsudvikling, som vi ser i flere selskaber og sektorer. Vi har derfor en høj eksponering (ca. 60 pct.) til amerikanske aktier samt fokus på unikke 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 langsiget positivt syn på aktier.

Omlægninger

Vi har i fjerde kvartal solgt vores succesfulde investering i **Walt Disney**, idet vi ikke længere ser, at selskabet er immun over for vigtige ændringer i medieverdenen (pga. streaming mm.). I stedet har vi købt tobaksselskabet **Reynolds**, der har gode vækstudsigtter i USA efter opkøbet af konkurrenten Lorillard. Vi har endvidere solgt jernbaneselskabet **Union Pacific** efter svigtende volumener, hvilket har givet plads i porteføljen til **AIA**. AIA er sammen med Prudential blandt de førende udbydere af sundheds- og livsforsikringer i Asien. I Asien er behovet for at tegne denne type forsikringer særligt stort, da velfærdssystemer ikke sikrer familier tilstrækkeligt i tilfælde af sygdom og ulykke. De største temaer i afdelingen er stadig "forbundne liv", "finansiell genopretning" og "boligmarkedet i USA". Vi har ingen investeringer inden for energi, telekommunikation eller offentlige værker.

Risikomærkning

Læs mere om risikomærkning på www.cww.dk

Fondskode Udbytte afd. DK0010157965

Afdelingens start: 30.06.1990

Fondskode Akk. afd. DK0060655702

Afdelingens start: 15.12.2015

Nøgletal 31.12.15 Udbytte afd. Akk. afd.

Formue (i 1.000 kr.)	4.868.098	87.741
Cirkulerende andele stk.	5.778.329	864.778
Udbytte	0,00	0,00
Indre værdi	842,48	101,46
Officiel kurs	854,30	103,30

Investeringsfilosofi

Det er muligt at investere i Globale Aktier via en udbyttebetalende afdeling eller en akkumulerende afdeling.

Afdelingens målsætning er at skabe langsigtet høj værditilvækst, der overstiger markedsafkastet med moderat risiko på niveau med eller under markedsrisikoen. Investeringsfilosofien adskiller sig ved at være meget fokuseret. Afdelingen investerer i 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 endnu vigtigere 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 forvaltere indgår i et tæt samarbejde med forvalterne af foreningens øvrige afdelinger.

Læs mere på: www.cww.dk/ga

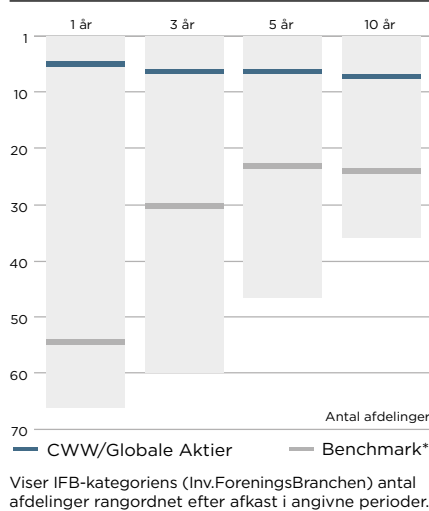
Afkast i pct./Merafkast i pct.point	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Globale Aktier	17,1	64,4	87,2	107,2	11,0
Benchmark*	9,0	51,6	66,2	65,9	6,6
Globale Aktier merafkast ift. benchmark*	8,1	12,8	21,0	41,3	4,4

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	12,2	11,9	13,5	16,0
Std.afv. % p.a. benchmark*	11,2	10,9	13,3	15,5
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	1,3	1,0	0,4	0,4

Afkastudvikling (start indeks 100)



Placering i IFB's afkaststatistik



Aktieporteføljen pr. 31.12.2015

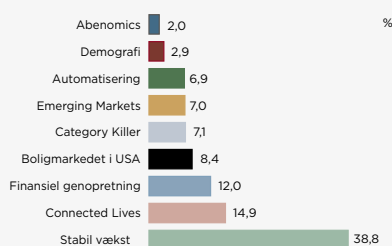
	USA & Canada	Storbritannien	Kontinental-europa	Pacific	Emerging Markets	Total	Benchmark*
Energi						0,0	6,2
Råvarer	Ecolab 4,1					4,1	4,5
Industri og service	Sensata 1,7			Fanuc 2,1		3,8	10,3
Forbrugsgoder - cykliske	Home Depot 5,1 L. Brands 4,2		Vivendi 2,3	Rakuten 1,6		13,2	13,0
Forbrugsgoder - defensive	CVS Health 3,6 Reynolds 3,0	BAT 3,8 Diageo 2,6	Nestlé 2,9			15,9	10,2
Medicinal	Gilead Sciences 3,7 McKesson 3,0		Novo Nordisk 4,2			10,9	12,5
Finans	AIG 3,2 Citigroup 2,9 TD Ameritrade 1,9 Wells Fargo 3,5	Prudential 3,4	UBS 4,1	AIA Group 3,1	HDFC 7,1	29,2	21,4
Informations-teknologi	Alliance Data 1,7 Alphabet 4,4 Facebook 3,8 Visa 7,7		Amadeus IT 1,8	Keyence 3,5		22,9	15,1
Telekommunikation						0,0	3,7
Koncessioneret service						0,0	3,1
Andet						0,0	0,0
Total	57,5	9,8	15,3	10,3	7,1	100,0	-
Benchmark*	55,6	6,7	15,8	12,0	9,9	-	100,0

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



Globale Aktier Etik-ak

Temaoversigt pr. 31.12.2015



Status på kvartalet

Afdeling Globale Aktier Etik afsluttede året med et positivt afkast i årets fjerde kvartal på 8,2 pct., hvilket var lidt bedre end afdelingens benchmark, MSCI verdensindeks, der gav et afkast på 8,0 pct. Investorerne kan se tilbage på et godt år med et samlet afkast på 18,4 pct., hvilket var markant over MSCI verdensindeks på 9,0 pct. Dette resultat har været drevet af en aktiv beslutning om at have en høj vægt i amerikanske selskaber, samt at vi ikke har investeret i egentlige energi- og råvareselskaber. Visa, Home Depot og Alphabet (tidl. Google) har i det forgangne år således været blandt porteføljens største bidragsydere.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

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

Afdelingens etiske profil betyder, at vi ikke har investeret i tobak- og alkoholselskaberne BAT, Reynolds American samt Diageo, som afdeling Globale Aktier har investeret i. Vi har heller ikke investeret i Sensata Technologies grundet selskabets eksponering til våbenproduktion (bl.a. termostater og sensorer til militærfly). I stedet har vi valgt at investere i Nike, Novartis, Roche og Shimano.

Omlægninger

I fjerde kvartal solgte vi den succesfulde investering i **Walt Disney**, idet vi ikke længere anser selskabet som immun over for de igangværende ændringer i medieverdenen, bl.a. aftagende vækst i abonnenter, drevet af øget konkurrence fra streamingselskaber som f.eks. Netflix. Vi har valgt i stedet at købe **Shimano**, som er verdens største producent af cykelkomponenter. Selskabet har en dominerende markedsandel på mere end 60 pct. (inden for gear og bremses). Efterspørgslen efter cykler er drevet af strukturelle medvinde fra stigende sport- og sundhedsfokus, hvorfor selskabet er en god defensiv investeringsmulighed i et usikkert markedsmiljø. Vi har endvidere solgt jernbaneselskabet **Union Pacific** efter svigtende volumener, hvilket har givet plads i porteføljen til **AIA**. AIA er sammen med Prudential den førende udbyder af sundheds- og livsforsikringer i Asien, hvor behovet for at tegne forsikringer er stort, da velfærdssystemerne ikke sikrer familier tilstrækkeligt i tilfælde af sygdom og ulykke.

Risikomærkning

Læs mere om risikomærkning på www.cww.dk

Fondskode

DK0060287217

Afdelingens start: 07.03.2011

Læs mere på: www.cww.dk/etik

Nøgletal

31.12.15

Formue (i 1.000 kr.) 515.628

Cirkulerende andele stk. 3.791.775

Udbytte 0,00

Indre værdi 135,99

Officiel kurs 137,90

Investeringsfilosofi

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

Afdelingen investerer fortrinsvis i danske og udenlandske aktier eller aktiebaserede værdipapirer. Afdelingen investerer i selskaber, som vi vurderer, har en samfundsansvarlig adfærd.

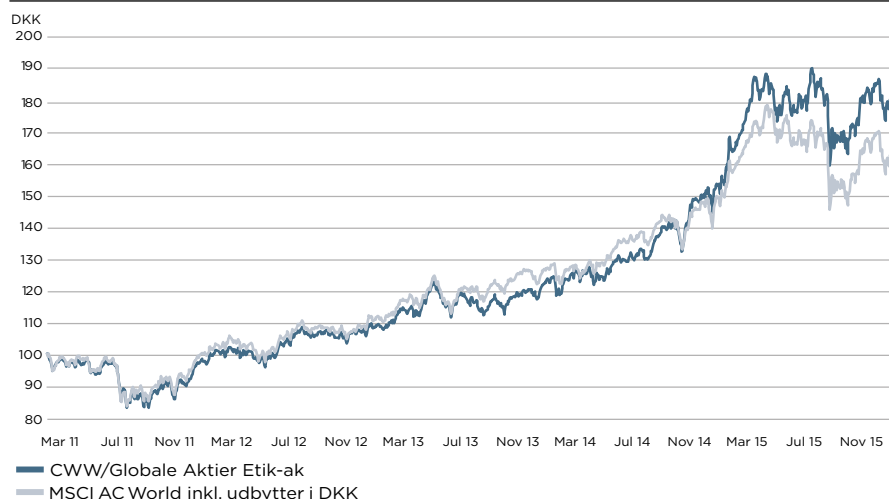
Herudover vil afdelingen ikke investere i selskaber, som har en betydelig del af deres aktiviteter inden for produktion, distribution eller salg af alkohol, tobak, pornografi, hasardspil, våben eller teknologiske produkter, som specifikt anvendes til våben.

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	18,4	72,7	-	-	13,5
Benchmark*	9,0	51,6	-	-	11,0
Globale Aktier Etik-ak merafkast ift. benchmark*	9,4	21,1	-	-	2,5

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	11,6	-	-	11,6
Std.afv. % p.a. benchmark*	11,2	-	-	10,9
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	1,6	-	-	1,1

Afkastudvikling (start indeks 100)



Aktieporteføljen pr. 31.12.2015

	USA & Canada	Storbritannien	Kontinental-europa	Pacific	Emerging Markets	Total	Benchmark*
Energi						0,0	6,2
Råvarer	Ecolab 4,3					4,3	4,5
Industri og service				Fanuc 2,7		2,7	10,3
Forbrugsgoder - cykliske	Home Depot 5,0 L Brands 4,0 Nike 3,1		Vivendi 2,5	Rakuten 1,9 Shimano 2,0		18,5	13,0
Forbrugsgoder - defensive	CVS Health 3,7		Nestlé 2,9			6,6	10,2
Medicinal	Gilead Sciences 3,7 McKesson 3,1		Novartis 3,6 Novo Nordisk 3,9 Roche Holding 2,9			17,2	12,5
Finans	AIG 3,1 Citigroup 2,7 TD Ameritrade 2,0 Wells Fargo 3,4	Prudential 3,3	UBS 4,0	AIA Group 3,0	HDFC Bank 7,0	28,5	21,4
Informations-teknologi	Alliance Data 1,7 Alphabet 4,2 Facebook 2,7 Visa 7,4		Amadeus IT 1,9	Keyence 4,3		22,2	15,1
Telekommunikation						0,0	3,7
Koncessioneret service						0,0	3,1
Andet						0,0	0,0
Total	54,1	3,3	21,7	13,9	7,0	100,0	-
Benchmark*	55,6	6,7	15,8	12,0	9,9	-	100,0

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



Globale Aktier Stabil

Status på kvartalet

Afdeling Globale Aktier Stabil fik en god afslutning på året med en stigning på 7,3 pct. Årsafkastet blev marginalt lavere end benchmark, men er 5,1 procentpoint højere end det generelle globale aktiemarked – og afdelingen havde lavere kursudsving. Denne kombination af lavere risiko og højere afkast er en af hovedårsagerne til, at vi lancerede Globale Aktier Stabil. I 2015 har amerikanske aktier fyldt forholdsvis meget i porteføljen, fordi vi her har kunnet finde den rette kombination af selskaber, der har stabil indtjening, som er attraktivt prisfastsat, og hvor aktiekursen har været stabil. En af årets bedste aktier er den amerikanske apotekerkæde CVS Health. CVS Health nyder godt af stabilt stigende efterspørgsel på medicin som følge af en stigende og aldrende befolkning. Dette sikrer en forudsigelig og holdbar indtjeningsfremgang uafhængigt af de økonomiske konjunkturer. CVS Health er steget med knap 50 pct., siden vi investerede i selskabet i oktober 2014.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Afdelingen investerer i selskaber med en stærk konkurrencemæssig position og en stabil forretningsmodel. Det gør konjunkturudviklingen mindre afgørende for selskabernes indtjening. Vi stræber kontinuerligt efter 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 – vi har eksempelvis investeret i det norske teleselskab Telenor og den japanske sodavandsproducent Suntory Beverages & Food.

Omlægninger

Vi har købt den amerikanske discountkæde inden for fødevarer, **Dollar General**, fordi selskabet tilbyder en attraktiv kombination af forudsigelig indtjeningsvækst og relativt lav risiko. Hovedparten af Dollar Generals produkter koster under USD 5, hvilket gør selskabet meget lidt påvirket af de økonomiske konjunkturer. Derudover har vi købt det amerikanske forsyningselskab **NextEra Energy**, der er blandt de største CO₂-neutrale el-producenter i USA. Selskabet har over 4,6 mio. kunder i Florida, hvor elpriserne er reguleret af staten, hvilket betyder, at indtjeningen er meget stabil. Derudover er NextEra Energy en af de største udviklere af solcelle- og vindparker i USA. Selskabet vil derfor drage fordel af den nyligt vedtagne femårige amerikanske støtteordning til alternativ energi. I kvartalet har vi bl.a. solgt den amerikanske sodavandsproducent **Dr Pepper Snapple**, **Walt Disney** og japanske **Seven & I**, der bl.a. ejer nærbutikskæden 7-Eleven, fordi prisfastsættelsen, efter vores vurdering, nu er for dyr.

Risikomærkning

Læs mere om risikomærkning på www.cww.dk

Fondskode

DK0010312529

Afdelingens start: 01.10.2014

Læs mere på: www.cww.dk/stabil

Nøgletal

31.12.15

Formue (i 1.000 kr.) 214.278

Cirkulerende andele stk. 1.443.318

Udbytte 0,00

Indre værdi 148,46

Officiel kurs 150,90

Investeringsfilosofi

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

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

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

Afdelingens ansvarlige porteføljeformidlere indgår i et tæt og åbent samarbejde med formidlere af for- eningens øvrige afdelinger.

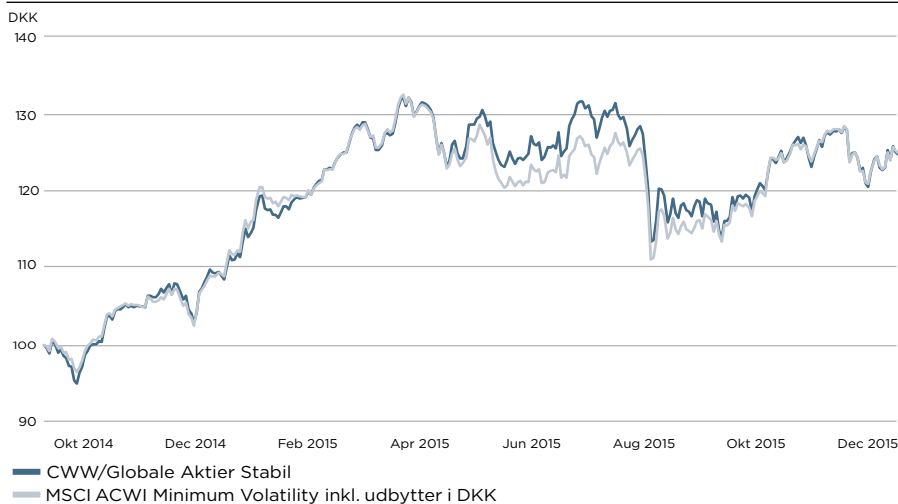
Afdeling Globale Aktier Stabil er velegnet for den langsigtede investor, som ønsker et godt aktieafkast men samtidig en lavere risiko end på det generelle aktiemarked.

Afkast i pct./Merafkast i pct.point	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Globale Aktier Stabil	14,1	-	-	-	19,3
Benchmark*	14,7	-	-	-	19,5
Globale Aktier Stabil merafkast ift. benchmark*	-0,6	-	-	-	-0,2

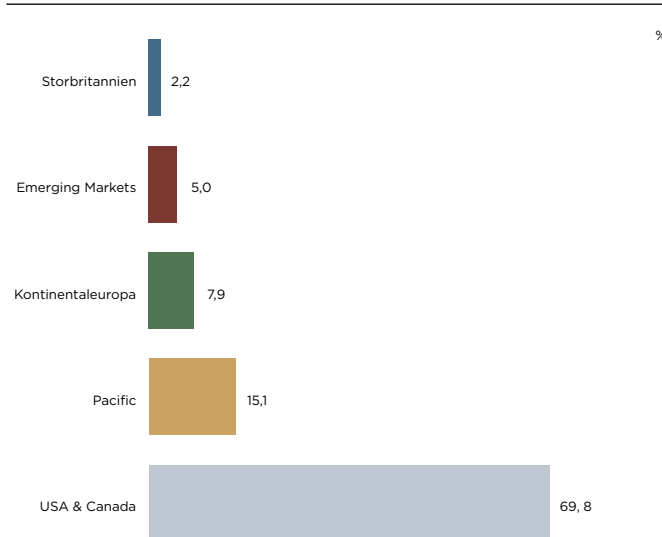
Risiko (forventet)	Globale Aktier Stabil	Benchmark*	MSCI AC World
Std.afv. % (beregnet)	11,3	10,8	12,5
Beta i fht. benchmark*	1,0	-	-
Beta i fht. MSCI All Country World	0,9	-	-

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

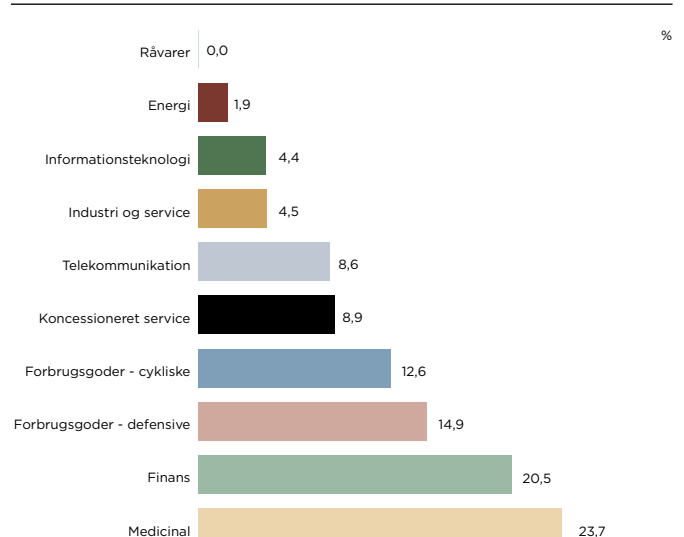
Afkastudvikling (start indeks 100)



Geografisk fordeling af porteføljen pr. 31.12.15



Sektorfordeling af porteføljen pr. 31.12.15



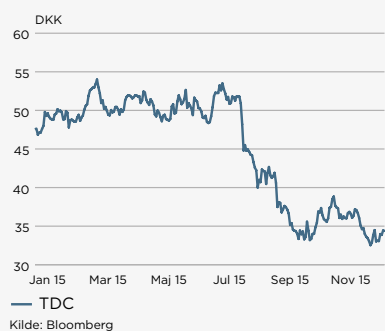


Danske Aktier

Kursudvikling Vestas



Kursudvikling TDC



Status på kvartalet

Afkastet i fjerde kvartal blev 8,1 pct., og var lavere end afkastet for det generelle danske aktiemarked, der steg med 9,3 pct. Genmab og Vestas var blandt de store danske højdespringere, mens SparNord, D/S Norden, Jyske Bank, Sydbank og A.P. Møller-Mærsk var blandt de dårligste. Afkastet for 2015 blev på 33,2 pct. – dvs. 2,4 procentpoint højere end afkastet på det danske aktiemarked. Verdensmarkedet steg til sammenligning 9,0 pct. Det danske aktiemarked var således igen blandt de bedste performerende aktiemarkeder i verden. Det gode danske afkast skyldes generelt god indtjening, hvor flere selskaber igen i 2015 gav høje kurstigninger – f.eks. Genmab (+155 pct.), Simcorp (+142 pct.), Vestas (+116 pct.), Pandora (+75 pct.), Chr. Hansen (+61 pct.) og Novo Nordisk (+56 pct.), som alle lå i porteføljen. Ikke alle selskaber leverede positive afkast. TDC (-25 pct.), A.P. Møller-Mærsk (-18 pct.), FLSmidth (-10 pct.) og D/S Norden (-7 pct.) gav betydelige negative afkast. Porteføljen var dog beskedent eksponeret mod disse selskaber. Den lave rente og den beskedne aktivitet på aktiemarkederne i 2015, var i høj grad med til at polarisere afkastene, hvor de økonomisk følsomme selskaber har haft svært ved at leve op til forventningerne. De defensive selskaber har indfriet markedets forventninger og nydt godt af, at investorerne reelt ikke har haft noget godt alternativ til at eje disse aktier.

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 inden for bank- og industriaktier. Bankerne, særligt Danske Bank, er fortsat interessante målt på forventet indtjening i 2016. Størstedelen af undervægten af defensive aktier er primært selskabsspecifikke undervægte af Carlsberg, Lundbeck og TDC, og er ikke drevet af en overordnet holdning til de to aktivklasser.

Omlægninger

Vi har reduceret beholdningen af Topdanmark med 1 procentpoint til fordel for Tryg. Den relative kursudvikling har gjort, at Tryg nu er mere interessant. Vi har desuden reduceret beholdningen af FLSmidth med 1 procentpoint. Selskabet er veldrevet, men vi er bekymrede for, at ordreindgangen vil skuffe, så længe metalpriserne udvikler sig negativt. Vi har også reduceret beholdningen af NKT pga. en skuffende udvikling i indtjeningen. Provenuet er investeret i GN Store Nord og **Rockwool**. GN Store Nord er efter et kursfald blevet billigt prisfatsat. Nervøsiteten om regnskabsskandalen og de mange chefer, der har forladt selskabet, har presset kursen ned. Rockwool er ny i porteføljen, men investeringen er forholdsvis beskedne.

Risikomærkning

Læs mere om risikomærkning på www.cww.dk

Fondskode

DK0010249655

Afdelingens start: 23.12.1998

Læs mere på: www.cww.dk/da

Nøgletal

31.12.15

Formue (i 1.000 kr.) 1.220.303

Cirkulerende andele stk. 3.798.576

Udbytte 0,00

Indre værdi 321,25

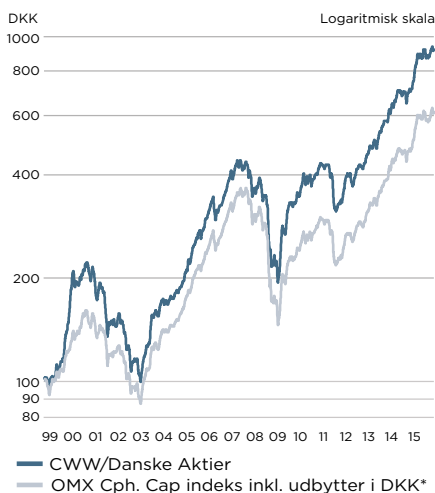
Officiel kurs 322,50

Afkast i pct./Merafkast i pct.point	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Danske Aktier	33,2	118,5	122,3	217,6	14,0
Benchmark*	30,8	112,1	110,4	162,3	11,2
Danske Aktier merafkast ift. benchmark*	2,4	6,4	11,9	55,3	2,8

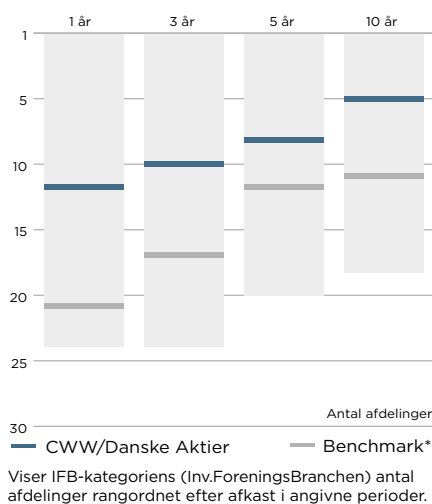
Risiko

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	11,2	14,1	18,8	19,5
Std.afv. % p.a. benchmark*	11,4	13,7	18,4	17,6
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	2,3	1,1	0,5	0,5

Afkastudvikling (start indeks 100)



Placering i IFB's afkaststatistik



Investeringsfilosofi

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

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

Aktieporteføljen pr. 31.12.2015

	Cyklisk vækst	Stabil vækst	Finansiell vækst	Total	Benchmark*
Energi				0,0	0,4
Råvarer		Novozymes 2,4		2,6	8,3
Industri og service	A.P. Møller-Mærsk 3,9 DSV 4,8 FLSmidth 2,1 G4S 1,9 ISS 5,0 NKT 0,7 Rockwool Intl. 0,5 Vestas Wind Systems 9,6			28,5	25,8
Forbrugsgoder - cykliske	IC Group 0,4 North Media 0,2 Pandora 10,1			10,7	6,6
Forbrugsgoder - defensive		Chr. Hansen Holdning 3,9 Matas 1,4		5,3	6,0
Medicinal		Coloplast 4,9 Genmab 3,6 GN Store Nord 2,8 Novo Nordisk 10,3 William Demant 3,1		24,7	29,5
Finans			Danske Bank 8,4 Jyske Bank 3,9 Nordea 3,3 Sydbank 3,6 Topdanmark 2,4 Tryg 3,2	24,8	20,4
Informationsteknologi	SimCorp 3,4			3,4	1,2
Telekommunikation				0,0	1,8
Koncessioneret service				0,0	0,0
Andet				0,0	0,0
Total		42,6	32,6	24,8	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

Fjerde kvartal blev et godt kvartal afkastmæssigt såvel absolut som relativt. Afdelingen steg med 12,3 pct. i forhold til et markedsafkast på 6,7 pct. Specielt vores investeringer i Hong Kong, Kina og Indonesien gjorde det godt. Herunder specielt de kinesiske og indonesiske ejendomsaktier. En række af afdelingens teknologiaktier, bl.a. Samsung og Sunny Optical, påvirkede ligeledes afkastet positivt.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Som nævnt i forrige kvartalsorientering anser vi sommerens nedsalg i Kina som overdrevet og ikke drevet af fundamentale problemer. Specielt kinesiske aktier var prisfastsat billigt. Som markedsnervøsiteten aftog i fjerde kvartal, steg markedet kraftigt, og beslutningen om at opretholde den overordnede investeringsstruktur betalte sig. I forhold til investeringstemaer er der ikke sket de store ændringer. ”Billige smartphones” til forbrugerne i emerging markets udgør stadig det største tema. Dernæst følger temaerne ”miljø i Kina” samt ”kinesisk husbyggeri” med ca. 8-10 pct. Vi opbygger stadig positioner inden for temaet ”aktiv sikkerhed i biler” i takt med, at mulighederne identificeres, og prisfastsættelsen i de aktuelle aktier bliver attraktiv. I november besøgte vi virksomheder, analytikere og lokale eksperter i Indien. Vi kom tilbage med en bekræftet positiv holdning til udviklingen i Indien. Selvom markedets reaktion på hastigheden af implementering af reformer i landet har været skuffende, er det vores klare holdning, at tingene begynder at ske. Det er dog fortsat særligt i det offentlige segment, der sker fremskridt. Vi har dog en forventning om, at den private sektor langsomt vil følge efter. På landeniveau fastholder vi overvægten i Indien, Kina, Hong Kong samt Filippinerne, hvor vi p.t. ser den største grad af dynamik. Landevægtene er primært afledt af vores temaeksposering.

Omlægninger

I kvartalet har vi solgt **Ciputra Surya** i Indonesien, **Samchuly** og **SK Hynix** i Korea. SK Hynix blev solgt pga. tegn på, at udbud og efterspørgsel af hukommelse inden for teknologi udvikler sig negativt. Vi købte i stedet **Sands China**, som er et kasino i Macao med fokus på private spillere. Vi har også investeret i **LG Household & Health Care** i Korea, som dels står stærkt på det lokale kosmetikmarked og samtidig nyder godt af den kinesiske befolknings store interesse for koreansk kosmetik. I Kina har vi investeret i tekstilproducenten **Shenzhou International**, som drager fordel af den store konsolidering af leverandører til de store tøjmærker. I Indien benyttede vi uroen i Volkswagen til at investere i **Motherson Sumi Systems**, som er en højkvalitetsleverandør af autodele.

Risikomærkning

Læs mere om risikomærkning på www.cww.dk

Fondskode **DK0060057644**

Afdelingens start: 07.12.2006

Læs mere på: www.cww.dk/asien

Nøgletal

31.12.15

Formue (i 1.000 kr.)	554.557
Cirkulerende andele stk.	3.443.293
Udbytte	0,00
Indre værdi	161,05
Officiel kurs	160,00

Investeringsfilosofi

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

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

Afkast i pct./Merafkast i pct.point	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Asien	4,8	46,6	58,1	-	7,1
Benchmark*	1,4	19,1	22,8	-	6,4
Asien merafkast ift. benchmark*	3,4	27,5	35,3	-	0,7

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	15,8	17,1	-	20,3
Std.afv. % p.a. benchmark*	14,2	15,0	-	19,7
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	0,8	0,5	-	0,3

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

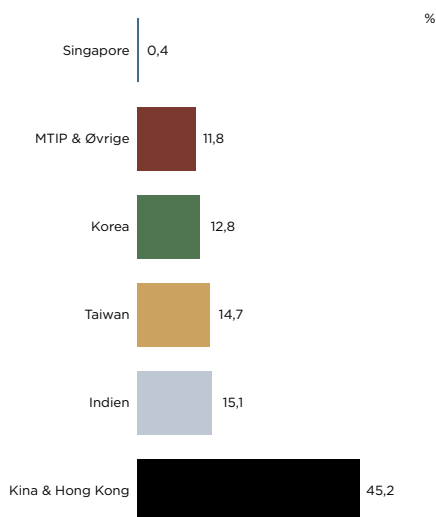
Afkastudvikling (start indeks 100)



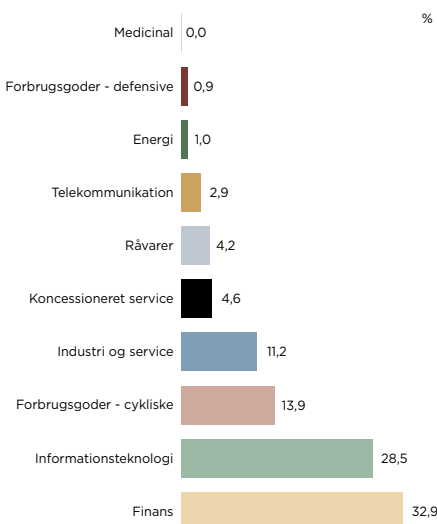
Placering i IFB's afkaststatistik



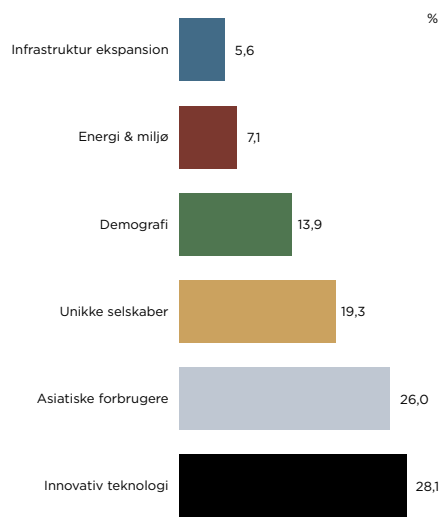
Geografisk fordeling af porteføljen pr. 31.12.15



Sektorfordeling af porteføljen pr. 31.12.15



Tematisk fordeling af porteføljen pr. 31.12.15





Emerging Markets

Status på kvartalet

I fjerde kvartal kom den første amerikanske rentestigning i ni år. Markedet forventer en gradvis rentestigning i løbet af de kommende kvartaler, og det er isoleret set positivt for udviklingslandene. Omvendt rammer den fortsatte usikkerhed omkring kinesisk vækst en række udviklingslande – primært de råvareeksporterende lande. Situationen bliver samtidigt forværret af kaotiske politiske miljøer – f.eks. så vi i Sydafrika valg af tre forskellige finansministre på bare fire dage, og i Brasilien har det politiske miljø udviklet sig til en farce med anholdelser af embedsmænd og politikere, mangel på politisk samarbejde og mudderkastning på tværs af politiske partier. For de mest udfordrede lande har valutaerne stået for skud, hvor bl.a. den brasilianske real i 2015 faldt ca. 25 pct. målt i danske kroner.

I løbet af kvartalet leverede afdelingen et afkast på 9,8 pct., dvs. 6,3 procentpoint bedre end markedet. Årsafkastet var på -0,5 pct., og var bedre end emerging markets-aktierne generelt, som faldt 5,0 pct. Vores merafkast i 2015 er bl.a. pga. vores lave eksponering mod de politisk udfordrede råvareeksporterende lande. På aktieniveau var Tung Thih den største positive bidragsyder i 2015. Vi så også betydelige positive bidrag fra aktier uden for Asien, mens to af vores sydafrikanske aktier, som vi fortsat tror på, og et kinesisk forsikringsselskab udviklede sig negativt.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Porteføljen består af selskaber med en stærk finansiell situation og ledelse, samt en solid forretningsmodel, der ideelt set understøttes af en eller flere strukturelle vækstdrivere. Vi vurderer, at ”finansiell udvikling” i udviklingslandene såvel som ”miljø i Kina” og ”bilsikkerhed” er de mest interessante væksttemaer i det aktuelle marked. Trods usikkerheder i en række udviklingsøkonomier kan der skabes et solidt afkast ved at fokusere på de lande, hvor der skabes de mest solide væksttemaer og selskaber.

Omlægninger

I kvartalet købte vi seks selskaber og solgte otte. Vi købte bl.a. **Gentera** og **LG Household & Healthcare (LG H&H)**. Gentera er det bedste mikrofinans-selskab i Mexico, og med selskabets nylige entré i Peru og Guatemala er vækstpotentialet stort. LG H&H drager nytte af efterspørgslen efter koreanske kosmetikprodukter fra bl.a. kinesiske forbrugere. Selskabet har fokus på mærkevarer, som vi forventer vil understøtte en positiv marginudvikling. Vi er fortsat usikre på den brasilianske økonomi og solgte derfor **BB Seguridade**. Derudover solgte vi polske **CCC**, som har skuffet ift. deres ekspansion i Tyskland og Østrig.

Risikomærkning

Læs mere om risikomærkning på www.cww.dk

Fondskode DK0015945166

Afdelingens start: 01.10.2014

Læs mere på: www.cww.dk/em

Nøgletal

31.12.15

Formue (i 1.000 kr.)	42.830
Cirkulerende andele stk.	214.991
Udbytte	0,00
Indre værdi	199,22
Officiel kurs	197,00

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.

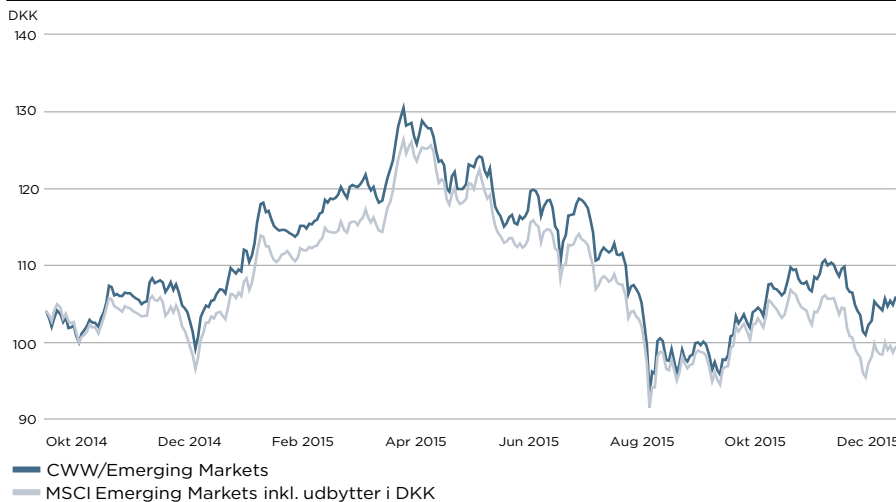
Afdelingen er velegnet for langsigtede investorer som supplement til f.eks. afdeling Globale Aktier, og for investorer, som ønsker en direkte eksponering til væksttemaerne inden for emerging markets

Afkast i pct./Merafkast i pct.point	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Emerging Markets	-0,5	-	-	-	1,6
Benchmark*	-5,0	-	-	-	-4,2
Emerging Markets merafkast ift. benchmark*	4,5	-	-	-	5,8

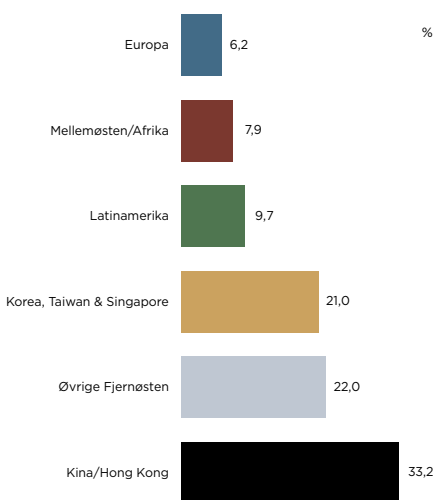
Risiko (ingen data, da afdelingens levetid er under 3 år)	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	-	-	-	-
Std.afv. % p.a. benchmark*	-	-	-	-
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	-	-	-	-

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

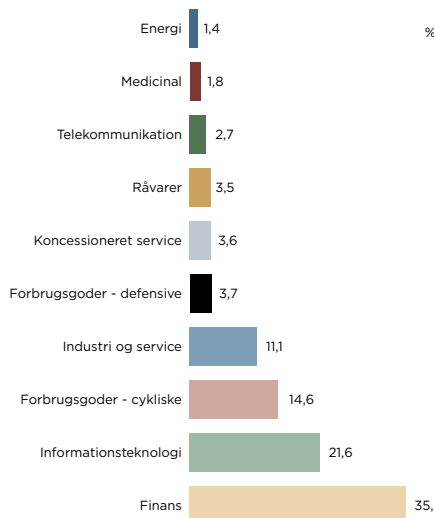
Afkastudvikling (start indeks 100)



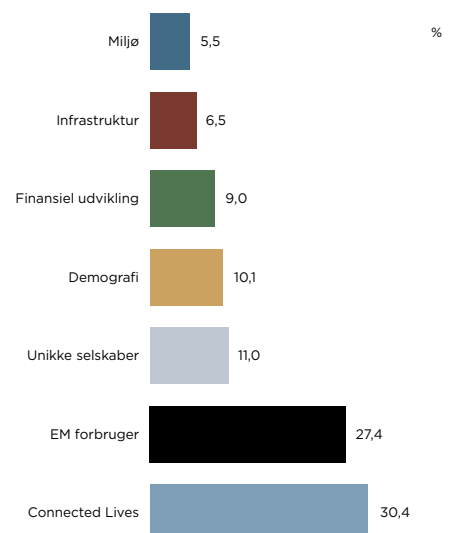
Geografisk fordeling af porteføljen pr. 31.12.15



Sektorfordeling af porteføljen pr. 31.12.15



Tematisk fordeling af porteføljen pr. 31.12.15



VÆKST I TOBAKSINDUSTRIEN

GA



Tobaksindustrien er i dag domineret af fire store producenter, som i modsætning til mange andre industrier løbende kan hæve priserne. Det er der flere årsager til.

Først og fremmest afsætter industrien i dag typisk højt profilerede mærkevareprodukter, hvor prissætningen i forvejen er høj. Hertil kommer, at en stor del af prisen på tobak er skatter og afgifter. Historisk er disse løbende blevet hævet, og det har været reglen mere end undtagelsen, at industrien løfter priserne yderligere. Dette har gjort, at tobaksindustrien har været i stand til at hæve priserne over inflationen, hvilket øger indtjeningspotentialet for producenterne.

Trods det velkendte fald i antallet af rygere i den vestlige verden har tobaksindustrien medvind. Det er som bekendt svært at holde op med at ryge – eller mere generelt – at blive afhængigheden af nikotin kvit. Cigaretter er i dag det eneste papirsullede tobaksprodukt, hvor man kan ryge nikotin. Hertil kommer, at sektoren løbende tænker i udvikling af nye alternativer – fx er det allerede udbredt at indtage nikotin via tygggegummi, e-cigaretter eller gennem forskellige former for snus.

Efterspørgslen efter tobaksvarer er derfor mindre prisfølsom; for hver stigning i prisen på 10 pct., falder cigaretsalget blot 3-5 pct.

R.J. Reynolds har stærke mærker

R.J. Reynolds Tobacco er et af de mest interessante tobaksselskaber i industrien, da de har nogle af de bedst sælgende mærker, herunder Newport, Camel, Pall Mall og Doral. Newport er det foretrukne mærke for unge rygere i den voksende spansk-talende befolkning, mens Camel er den bedst sælgende cigaret i den kaukasiske del af befolkningen i USA.

R.J. Reynolds vækststrategi er løbende at udvikle deres brede produktportefølje, som dækker alle markedssegmenter, herunder fugtig snus og traditionel snus, til nye "sundere" alternativer som fx e-cigaretter samt andre moderne røgfri tobaks- og nikotinprodukter. Selskabet kan derfor øge salgsindtægterne, selv om volumen for traditionelle cigaretter falder.

Senest har selskabet købt Lorillard, som producerer den populære mentolcigaret, Newport. Med købet fordobler R.J. Reynolds deres markedsandel inden for mentolcigaretter, som i øvrigt er et af de få tobaksprodukter, som har stigende salg. Mentolcigaretter udgør i dag 32 pct. af det samlede marked i USA.

Høj popularitet blandt unge

Newport, Camel and Natural American Spirit er tre betydelige mærker for R.J. Reynolds. De har alle en høj popularitet i den yngre del af den amerikanske befolkning, og målt blandt eksklusive mærker har Reynolds en samlet markedsandel på over 40 pct. blandt de unge rygere. Til sammenligning er markedsandelen blandt alle rygere blot ca. 25 pct., så der er et stort potentiale for vækst gennem højere markedsandel for disse tre mærker.

En investering i R.J. Reynolds

Vi tror, at R.J. Reynolds kan øge salget 3-5 pct. årligt de næste fem år, og vi forventer, at indtjeningen kan vokse med ca. 15 pct. årligt de kommende år – bl.a. hjulpet af synergieffekter fra købet af Lorillard. Hertil kommer godt 3 pct. i udbytte, og et forventet aktietilbagekøb fra 2017. Dette er ganske imponerende set i lyset af, at industrien oplever faldende salgsvolumener.

Carnegie WorldWide Globale Aktier har i oktober 2015 investeret 3 pct. i R.J. Reynolds.

FØLGER DU DINE INVESTERINGER?

INVESTORBRIEF | 22. DECEMBER 2015



CARNEGIE WORLDWIDE
INVESTERINGSFORENINGEN

DANMARKS BEDSTE
INVESTERINGSFORENING

Carnegie WorldWide er kåret som
årets investeringsforening* af

NYHEDER FRA CWW

NY AKKUMULER-
ENDE GLOBAL
FOND

Vi kan nu tilbyde den ny
akkumulerende fond:

OVERBLIK GIVER INDSIGT - FÅ VORES NYHEDSBREV HVER MÅNED

Med Carnegie WorldWides nyhedsbrev får du overblik og indsigt i dine investeringer. Vores erfarne porteføljeformere 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.

CWW.DK

Én grundfilosofi. Syv afdelinger

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

De fire 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. Du kan investere i Globale Aktier via en udbyttebetalende eller en akkumulerende afdeling.

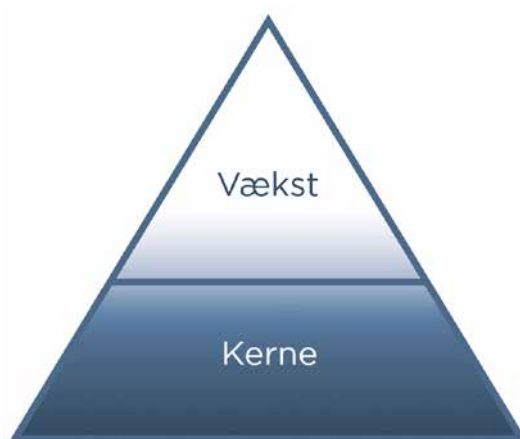
Afdeling **Globale Aktier Etik-ak** sætter etik og samfundsansvar højt. Investeringsprincipperne matcher afdeling Globale Aktier, men her lever investeringerne op til samfundsansvarlig adfærd efter internationale normer.

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 (udbytte)
- Globale Aktier Akk.
- 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.

Investeringsforeningen Carnegie WorldWide

Risikomærkning af investeringsprodukter

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

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

Andre praktiske oplysninger

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

Redaktionen er afsluttet den 15. januar 2016. Kvartalsorienteringen for 4. kvartal 2015 er udsendt til alle medlemmer den 29. januar 2016.

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 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