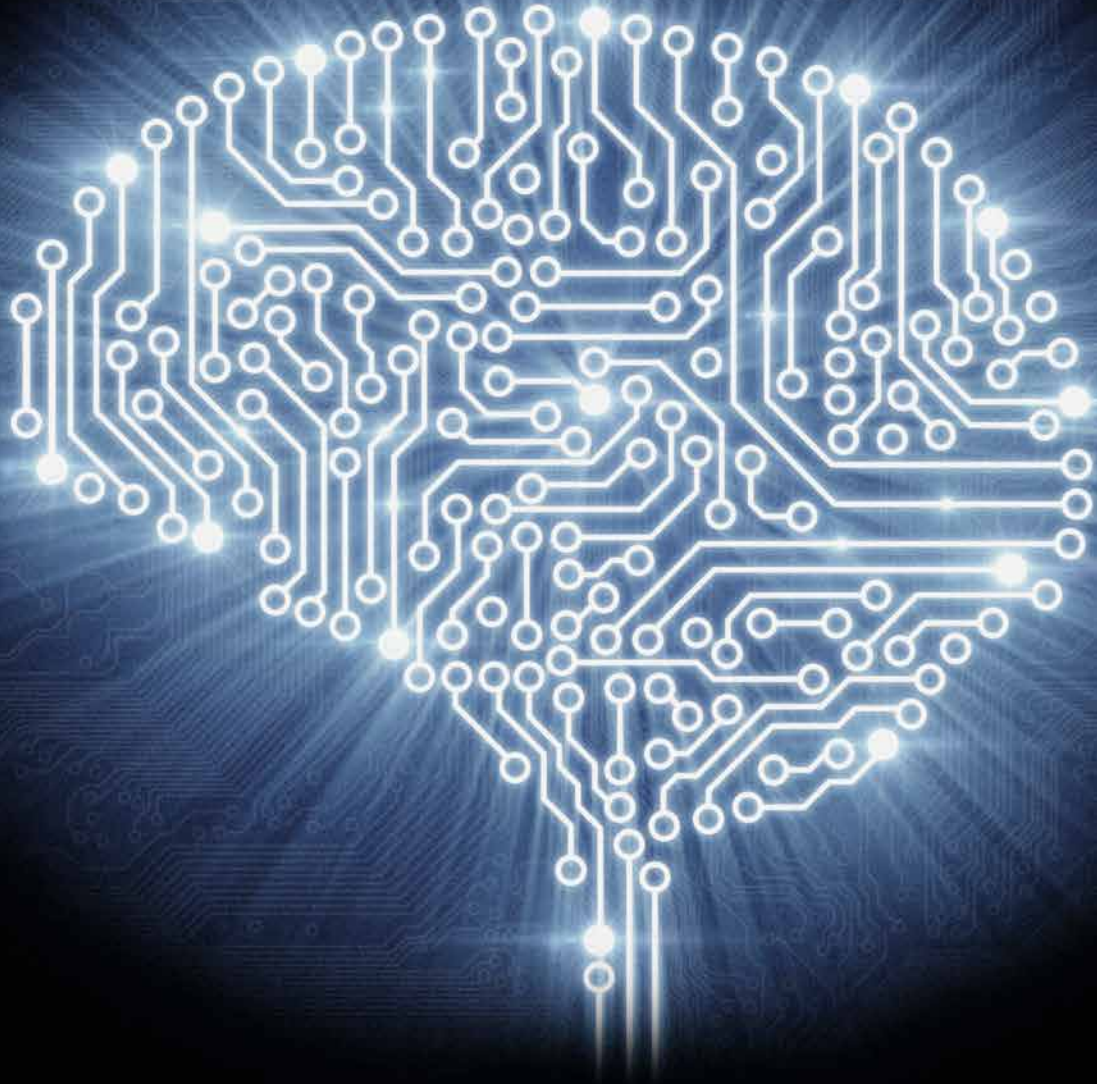




CARNEGIE WORLDWIDE
INVESTERINGSFORENINGEN

SKYENS TIDSALDER

DEN
KUNSTIGE
FREMTID



KVARTALS-
ORIENTERING
NR 3 | 2016



Indholdsfortegnelse

04	Leder
06	Skyens tidsalder
12	Den kunstige fremtid
18	Hvorfor 30?
20	Forventninger til aktiemarkedet
22	Globale Aktier
24	Globale Aktier Etik-ak
26	Globale Aktier Stabil
28	Danske Aktier
30	Asien
32	Emerging Markets
34	Udvalgte artikler fra CWW.dk/nyhedscenter
38	Én grundfilosofi. Syv afdelinger
39	Investeringsforeningen Carnegie WorldWide



Leder

Kære investor

Modvind til strukturelle væksttemaer

Udviklingen på aktiemarkedene var generelt positiv i årets tredje kvartal. Verdensindekset steg ca. 4 pct., mens de danske aktier gav et afkast på 3 pct. Asien og emerging markets steg næsten 10 pct. drevet af fremdrift på reformområderne og en attraktiv prisfastsættelse.

Udviklingen i afdelingerne Danske Aktier, Asien og Emerging Markets var på linje med markedsudviklingen, mens vores globale produkter var under markedet i kvartalet. Dette er ligeledes tilfældet for 2016 indtil nu. Hovedforklaringen er, at vores langsigtede og strukturelle væksttemaer i år ikke har haft medvind. Dette er modsat 2015, hvor afdeling Globale Aktier gav et markant merafkast i forhold til markedet. I 2015 drog vi desuden fordel af at være undervægtet i de cykliske og råvarerelaterede sektorer. Disse sektorer har omvendt været nogle af de bedste i år og har derfor ramt vores relative afkastudvikling.

Vi investerer med en investeringshorisont på tre til fem år, og vi ændrer ikke vores langsigtede strategi, selvom mere kortsigtede faktorer går i en anden retning. Vi har tidligere oplevet denne situation, og historien viser, at markedet skifter fokus og belønner de selskaber, som kan levere en strukturelt voksende indtjening.

Selvom vi i år er blevet ramt af nogle negative selskabsspecifikke nyheder bl.a. inden for sektorerne medicinal og finans, er selskabernes underliggende vækstudsigter intakte. Dette styrker os i troen

på, at den globale aktieportefølje har et langsigtet afkastpotentiale på knap 10 pct. årligt, hvilket vi ser som attraktivt i en verden præget af lav vækst og lave afkastudsigter.

Du kan læse mere om de enkeltes afdelingers resultat og de aktuelle strategier på afdelingssiderne.

Hvorfor netop 30 aktier?

Den fundamentale idé bag vores globale strategi er at finde de 30 bedste aktier i verden. Vi har derfor aldrig haft mere end 30 aktier i porteføljen. Indimellem bliver vi spurgt, hvorfor lige netop 30 aktier. I temaartiklen "Hvorfor 30?" uddyber vi vigtigheden af at begrænse antallet af aktier i en investeringsportefølje. Undersøgelser viser, at spredningseffekten aftager kraftigt ved omkring 30-40 selskaber. Tilsvarende er det vores opfattelse, at flere aktier gør det sværere at bevare et indgående kendskab til det enkelte selskab, herunder risiciene i den industri, som selskabet opererer i. I temaartiklen "Hvorfor 30?" kan du læse mere om de positive effekter af en fokuseret investeringsstrategi.

Teknologi overalt

Den teknologiske udvikling er accelererende, og markedet for forbrugerelektronik er i rivende udvikling. Med f.eks. en smartphone i hånden har vi i dag adgang til enorme digitale



ressourcer. Vi lever i en verden med digitale hjælpemidler som "Siri" på iPhone, udsigt til førerløse biler og reality-apps som "Pokémon Go". Bag ved denne udvikling er den mangeårige trend, hvor halvleder-chips bliver hurtigere, mindre og billigere år efter år. Vi har tidligere beskrevet denne udvikling i perspektivet "Den anden halvdel af skakbrættet. Moores Lov", som du kan læse på cww.dk.

Skyen (Cloud Computing) har i dag udviklet sig til masse-markedsteknologi, da priserne og sikkerheden forbundet med tjenesten er så attraktiv, at virksomhederne flytter deres IT-infrastruktur til skyen. Denne transformation gør avancerede datateknologier frit tilgængelige, og sænker de teknologiske adgangsbarrierer til de fleste brancher. Dette skaber basis for øget innovation og iværksætterier.

Derudover skaber kunstig intelligens banebrydende fremskridt i flere industrier og bliver i dag anvendt inden for områder som e-handel, søgemaskiner og omkostningsoptimering. Dette skaber nye innovative forretningsmuligheder, da brugen af kunstig intelligens giver store produktivetsforbedringer. I kombination med udbredelsen af skyen skabes endnu bedre muligheder for at udnytte den eskalerende mængde data, også kaldet "Big Data".

Vi introducerer derfor to nye perspektiver "Skyens tidsalder" og "Den kunstige fremtid", hvor vi ser nærmere på konsekvenserne

af skyen som ny infrastruktur-plattform, og udsigterne til at kunstig intelligens bliver en uundgåelig del af vores hverdag.

Som altid er du meget velkommen til at kontakte os, hvis du har spørgsmål eller kommentarer til vores investeringsprodukter eller investeringsstrategi. Vi ønsker dig god læsning.

Bo Knudsen Tim Kristiansen

Resultat 3. kvartal 2016

Afdeling	Afkast 3. kv.	Benchmark 3. kv.	Afkast 09/2016	Benchmark 09/2016
Globale Aktier	1,4%	4,2%	-6,3%	2,8%
Globale Aktier Akk.	1,1%	4,2%	-6,2%	2,8%
Globale Aktier Etik-ak	1,3%	4,2%	-7,9%	2,8%
Globale Aktier Stabil	-3,2%	-1,3%	0,4%	6,7%
Danske Aktier	4,7%	3,3%	-0,4%	1,7%
Emerging Markets	7,0%	7,9%	8,7%	11,9%
Asien	9,5%	9,0%	9,9%	8,6%



Skyens tidsalder

Af temaspecialist Morten Springborg

Cloud Computing – det engelske begreb, der dækker over levering af service, tjenesteydelser og software via internettet samt kunstig intelligens (Artificial Intelligence) er formentlig ikke noget, man tænker over eller taler om synderligt ofte. Ikke desto mindre er der en interessant transformation på vej inden for it-industrien – et skifte, der vil have stor betydning for mange andre industrier globalt. Cloud Computing sænker adgangsbarriererne på markedet og giver adgang til de bedste teknologier, der vil øge innovation og iværksætterier og skabe væsentligt øget produktivitet.

Disse forhold har tilsammen været medvirkende til, at markedet er i rivende udvikling. Alt fra digitale hjælpemidler, som ”Siri” på iPhone, førerløse biler til reality-apps som ”Pokémon Go”, bliver mulige og mere avancerede i forbindelse med nye typer it-applikationer baseret på cloud-løsninger og kunstig intelligens. Vi mener, vi går en ny it-æra i møde med mange nye digitale muligheder takket være kunstig intelligens. Muligheden for at blive førende inden for dette felt vil dog fortsat kræve kraftigt forøgede investeringer i forskning og udvikling. Derfor vil de fleste virksomheder kun få adgang til disse nyfundne muligheder via en håndfuld af de større it-platforme.

” Der en interessant transformation på vej inden for it-industrien – et skifte, der vil have stor betydning for mange andre industrier globalt.

Internettet har været en del af vores liv de sidste 20 år, men det er inden for de seneste få år, at de digitale teknologier er begyndt at trænge igennem på stort set alle områder. Milliarder af mennesker går i dag rundt med mobile enheder, der kan håndtere en række avancerede apps. Derudover gør de digitale teknologier det muligt for os at interagere og gøre stort set alting mere intelligent, som f.eks. biler, husholdningsapparater, medicinudstyr, veje, medicinalvarer og landbrugsudstyr. Vi kan gøre brug af realtidsinformation og -analyser, der hjælper os til at forstå og optimere måder, hvorpå alting fungerer i forsøget på at gøre verden mere effektiv og intelligent. Det er tingenes internet (Internet of Things) nu, og det er opstået i skyen. På de følgende sider får du vores syn på fremtiden

for Cloud Computing – herefter nævnt som ”skyen”. Du kan læse mere om kunstig intelligens i perspektivet ”[Den kunstige fremtid](#)” på [cww.dk](#).

Hvad kan skyen egentlig?

Skyen dækker over levering af software, service og tjenesteydelser til tredjepart via internettet. Virksomheder vælger i dag skyen af følgende årsager:

- 1) **Fokus** – virksomheden behøver ikke en intern it-afdeling, men kan koncentrere sig om sine kernekompetencer.
- 2) **Hastighed** – det tager kun få minutter at installere simple tjenester i forhold til de uger eller måneder, det normalt tager at opbygge virksomhedens kapacitet.
- 3) **Rentabilitet** – ifølge IDC Research 2016 kan afkastet på investeringer i skyen være op til 500-600 pct.
- 4) **Omkostninger** – de samlede omkostninger er 20-40 pct. lavere, end hvis virksomhederne foretog investeringerne selv.
- 5) **Skalerbarhed** – hurtig og fleksibel brug – man betaler kun for det, der forbruges.
- 6) **Sikkerhed** – virksomheder, der anvender skyen, kan få meget større sikkerhed end kunden selv.
- 7) **Viden** – adgang til de bedste analyseværktøjer og kunstig intelligens-løsninger.

Man regner med, at 90 pct. af alle amerikanske virksomheder vil have en eller anden form for sky-løsning inden for de næste to år, og IP-trafikken til sky-løsninger forventes at stige 50 pct. om året indtil 2020. I dag er ca. 5 pct. af serverne i sky-fællesskaber, men på grund af deres meget højere kapacitetsudnyttelse, står de for 20 pct. af den globale trafik – et tal, der forventes at stige til 50 pct. i 2020.

Skyen som forsynings-it

Den gængse metafor til at beskrive denne nye form for forsynings-it er udviklingen af kraftværker i det 19. århundrede. I elektricitetens spæde dage producerede virksomhederne oftest deres egen strøm ved hjælp af dampmaskiner og dynamoer. Men i takt med at de avancerede elværker gjorde deres indtog, stoppede virksomhederne med at generere strøm og koblede sig i stedet på de nye elforsyningsnet.

Udbydere af sky-løsninger tilbyder it-services med næsten ubegrænset skalabilitet til meget attraktive priser. I stedet for at købe forsyningsressourcer på forhånd kan brugerne nu nøjes med at betale for de sky-løsninger, de rent faktisk bruger. Derudover er en ekstern sky-udbyder ofte en både hurtigere og billigere løsning, når der skal implementeres en ny applikation, frem for at lade den interne it-afdeling gøre det.

Skyen industrialiserer it-industrien

Mange it-løsninger har gennem årene udviklet sig med meget lidt arkitektonisk disciplin, meget forskelligt udstyr og forskellige konstruktioner og processer. Tidligere insisterede de enkelte afdelinger på at få deres egne servere til forretningsprogrammer i stedet for at anvende fælles faciliteter. Traditionelle datavirksomheder brugte ofte størstedelen af deres energi på vedligeholdelse og integrering af forskellige programmer.

Ikke overraskende var det en udfordring for disse ældre virksomheder at holde trit med de internetvirksomheder, der var digitale fra starten, såkaldt "born-in-the-cloud". Den store skalabilitet, fleksibilitet og hastighed, der skulle til for at støtte den nye arbejdsmængde, styrede nu en meget tiltrængt industrialisering af it-industrien. It-industrien var nødt til at være meget mere disciplineret i alle aspekter af deres arbejdsprocesser, ligesom vi så det inden for generel industriproduktion 30-40 år tidligere.

Indtil 1970'erne var de fleste fabriksvirksomheder forholdsvis ineffektive, og fremstillede varer af svingende kvalitet. Senere, efter Toyotas og andre virksomheders succes rundt om i verden, begyndte virksomhederne at indføre mere disciplin i produktionsprocesserne. En efter en tog virksomhederne metoder som blandt andet "The Toyota Way", "Six Sigma" og "Lean



Production” i brug i deres produktion- og logistikprocesser, hvilket førte til store forbedringer i såvel produktivitet som kvalitet. Datacentrene er i dag blevet sky-tjenesternes produktionsvirksomhed – en forvandling, der begyndte med ”born-in-the-cloud”-virksomheder som Amazon.com og Alphabets Google, som begge er selskaber, der leverer højtudviklede it-infrastrukturer, applikationer og brugerdefinerede tjenester.

Skyen accelerer omstillingen til digital virksomhed

Udover forsynings-it og industrialiseringen af it er skyen nu en stor magtfaktor, der er med til at forme økonomien og hjælpe alle virksomheder på deres digitale forretningsfærd. I takt med at skyen bliver normen i en virksomhed, er det ikke nok kun at tænke skyen først. For at udnytte skyens konkurrencemæssige fordele, er det nødvendigt at overveje, hvordan man vil udnytte disse fordele i den digitale forvandling og ændre måden at drive virksomhed på.

” 90 pct. af alle amerikanske virksomheder vil have en eller anden form for sky-løsning inden for de næste to år, og IP-trafikken til sky-løsninger forventes at stige 50 pct. om året indtil 2020.

Et godt eksempel er den amerikanske teknologi- og servicekoncern General Electrics (GE) vision for digitalisering, der lader til at være den mest vidtrækkende af de industrielle virksomheders. GE er således ved at opbygge et sky-baseret økosystem med dataanalyser og applikationer, der fungerer med deres egne og andre virksomheders forbundne industrielle udstyr.

GE's Predix-plattform er et åbent softwaresystem, hvor it-udviklere kan opbygge, anvende og skalere branchespecifikke applikationer. GE forventer, at salgsindtægterne i den forbindelse vil være omkring USD 14 mia. inden 2020, og at de interne omkostningsbesparelser vil være omkring USD 1 mia. Effekterne af at digitalisere forretningen kan ende med at blive meget store.

Måske endnu vigtigere i denne sag er, at GE flytter sine datacentre til Amazons skytjeneste, AWS, samtidigt med at GE vil reducere egne interne datacentre fra 34 til 4 i løbet af de næste tre år. Jim Fowler, CIO i GE, udtaler med henvisning til, at GE har eksisteret i ca. 140 år, at: ”AWS er vores betroede partner, der skal lede vores virksomhed de næste 140 år”. GE Oil & Gas er eksempelvis begyndt denne færd ved at flytte mere end halvdelen af deres vigtige systemer til AWS og har således opnået en besparelse på 52 pct. af de samlede omkostninger.

” Skyen er nu en stor magtfaktor, der er med til at forme økonomien og hjælpe alle virksomheder på deres digitale forretningsfærd.

Ikke kun de største selskaber, men alle, der har en forretningsidé, kan gå til Amazon AWS, Alphabet eller Microsoft, tilmelde sig en serviceplatform og være klar efter kort tid. Men det, der gør skyen så banebrydende er, at den tvinger gamle markedsspillere til at ændre forretningsmodeller, herunder prisstrategier, salgskanaler og basisteknologier. Vinderne bliver dem, der gør det lettere for systemudviklerne at samarbejde og lettere for brugerne at indføre teknologien billigt og hurtigt og derved videreudvikle økosystemet, ligesom GE har gjort.

Skyen griber ind i alle de brancher, den har berøring med. Verdens mest avancerede teknologier er ikke længere kun tilgængelige for de store selskaber, der har råd til en dyr it-afdeling, men for alle med en internetforbindelse. Denne transformation er banebrydende.

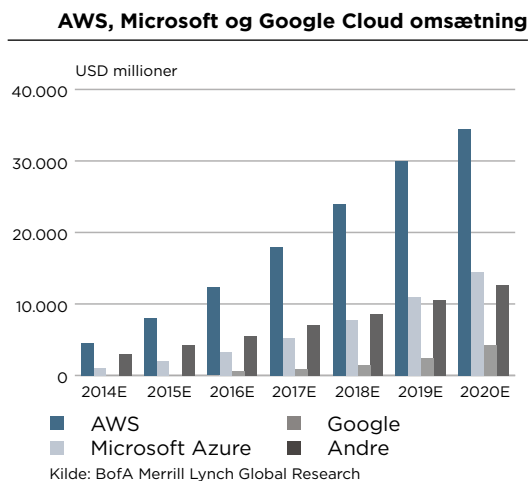
Skyen er uden tvivl en industri i vækst, men også et område, hvor vi tror, at det kun er de største udbydere, der vil få gavn af væksten grundet de meget store investeringskrav, der stilles til produktudvikling.

Markedsspillerne

Man kan vist godt sige, at skyen, som vi kender den i dag, blev ”opfundet” af Amazon tilbage i 2006. Dengang havde Amazon opbygget en unik it-plattform baseret på mere end 10 års arbejde med at udvikle Amazons e-handelsplads. Derfra opstod den idé, at man, ved at tilbyde Amazons ekspertise over internettet, kunne sætte gang i en helt ny innovativ verden, eftersom udviklere og virksomheder ikke længere behøvede at fokusere på at købe, bygge og vedligeholde dyre infrastrukturer.

I dag udgør AWS økonomisk set en større del af Amazon end e-handelsplatformen. AWS har nu mere end én mio. kunder globalt, lige fra de mindste nystartede virksomheder til de største multinationale selskaber som GE, Unilever, Pfizer, Siemens og Airbnb samt statslige instanser som CIA og Govnet, som er en sky-løsning til den amerikanske regering. Ifølge Gartner har AWS ti gange større computerkraft end de nærmeste 14 konkurrenter tilsammen og er klart førende, som vist i figur 1 nedenfor:

Figur 1



AWS er i dag rettet mod to primære markeder – Infrastruktur (IaaS) og Platform (PaaS). De seneste produktmeddelelser afspejler dog Amazons ambition om at ramme et bredere udsnit af virksomhedernes it-omkostninger, herunder software-løsninger som e-mail, forretningsintelligens, databaser mm. samt tilstødende markeder som mobil- og konsolspil-markedet.

På langt sigt ser vi et potentielt marked på USD 300 mia. i sky-tjenester. AWS forventes at generere et salg på USD 12 mia. i 2016, og vi ser derfor selskabets vækstpotentiale som meget stort.

Det anslås, at AWS i 2015 erobrede 80 pct. af IaaS- og PaaS-markedet blandt de tre teknologigiganter, Amazon, Alphabet og Microsoft. Vi forventer, at Amazons markedsandele vil falde i de kommende år i takt med, at konkurrenterne investerer i deres sky-platforme, men vi forventer alligevel, at Amazon bibeholder sin førerposition og anslår, at AWS' omsætning vil være dobbelt så stor som den største konkurrents i 2020.

”Vinderne bliver dem, der gør det lettere for systemudviklerne at samarbejde og lettere for brugerne at indføre teknologien billigt og hurtigt og derved videreudvikle økosystemet.

Microsoft og Alphabet er ankommet sent til skyen, eftersom Microsoft Azure og Google Cloud Platform først startede i henholdsvis 2010 og 2011. Begge virksomheder benyttede sig af de eksisterende it-platforme, der styrede virksomhedernes interne processer og forretninger og tilbød det til tredjemand. Dette er et fantastisk salgsargument for skyens forretningsmodel, eftersom Alphabet, Amazon og Microsoft sandsynligvis har nogle af verdens bedste og mest skalerbare it-infrastrukturer – noget som andre virksomheder uden for it-branchen ikke er i stand til selv at opbygge.

Der er stor enighed om, at Microsoft Azure vil vokse hurtigere end konkurrenterne de kommende år – ganske enkelt fordi Microsoft er så dominerende på softwaremarkedet, og fordi selskabet vil stå så godt de næste år, hvor flere og flere virksomheder flytter til skyen. Derudover har Microsoft midlerne til at foretage de nødvendige investeringer.

Vi har ligeledes stor tiltro til Google Cloud-plattformens vækstpotentiale, selvom virksomheden indtil videre kun har en markedsandel på 3-4 pct. i forhold til AWS' markedsandel på

54 pct. Men Alphabets kundeportefølje er meget omfattende og inkluderer virksomheder som Snapchat, Spotify, Coca-Cola og Apple. Alphabet er nok den mest aggressive af de tre teknologigiganter, og anvender det, de kalder ”prissætning efter Moores Lov” – en prispolitik der indebærer, at priserne sænkes i takt med, at priserne på it-hardware falder, drevet af Moores lov. Læs mere om Moores lov i perspektivet ”[Den anden halvdel af skakbrættet. Moores lov og teknologiinvesteringer](#)” på [cww.dk](#). Alphabet bliver derfor regnet som den billigste sky-løsning i dag. Deres løsninger er ikke så overbevisende som konkurrenternes, hvilket vi tror, vil ændre sig i løbet af de kommende år i takt med, at Alphabet udvikler sine tjenester. Særligt ser vi Alphabet være foran konkurrenterne inden for kunstig intelligens – et område, hvor virksomheden investerer voldsomt. Dette er et område, vi ser nærmere på i perspektivet ”[Den kunstige fremtid](#)”, som du kan finde på [cww.dk](#).

” Det anslås, at AWS i 2015 erobrede 80 pct. af IaaS- og PaaS-markedet blandt de tre teknologigiganter, Amazon, Alphabet og Microsoft.

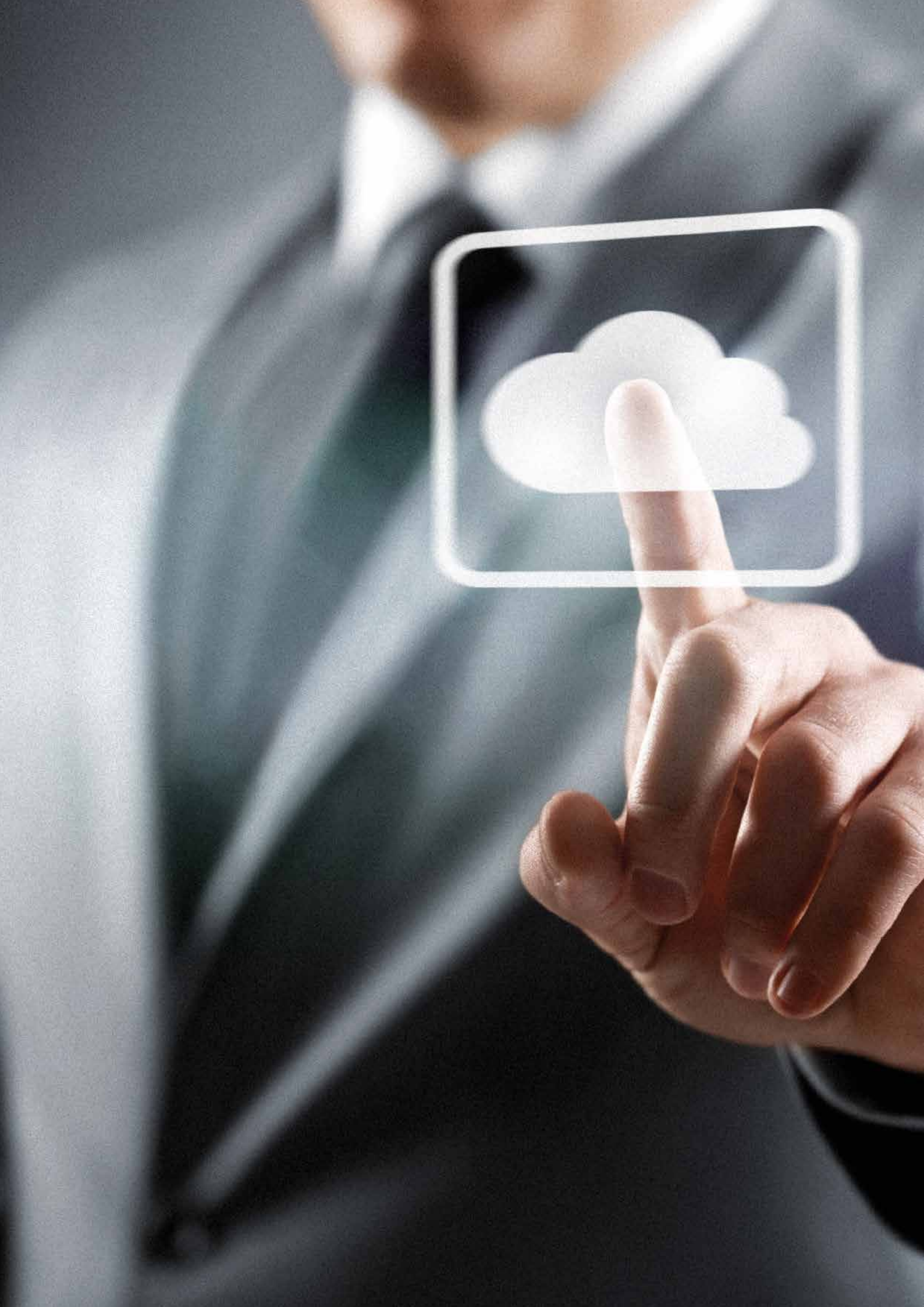
Konklusion

Vi mener, at implikationerne ved at investere i skyen, og de accelererende teknologiske ændringer, det bringer med sig, er omfattende. Til at begynde med er det en deflationær tendens, og de gamle teknologivirksomheder vil blive negativt berørt i takt med, at både hardware og software flyttes til skyen. Men de positive følgevirkninger er mere vidtrækkende:

- Traditionelle virksomheder uden for it-industrien kan arbejde mere effektivt, mindske omkostningerne og fokusere på deres kernekompetencer.
- Adgangsbarriererne til de fleste brancher vil blive lavere i kraft af skyen, og små virksomheder behøver ikke længere at investere i it-infrastruktur for at komme i gang.
- Kreativiteten og iværksætteriet vil vokse i takt med, at alle får adgang til den bedste teknologi og derved øger den samlede produktivitet i årene fremover.

Mulighederne for at mindske omkostningerne, øge kvaliteten og samtidigt udforske nye indtjenings- og vækstmuligheder er afgørende. Ingen kan forudse, hvordan tingene vil udvikle sig, eller hvor lang tid, det vil tage. Men ét er sikkert – overgangen til skyens tidsalder – den ny it-æra – er uundgåelig.

Carnegie WorldWide har siden 2009 været investeret i Alphabet, (Google), og vi har været investeret i Amazon siden juli 2016.



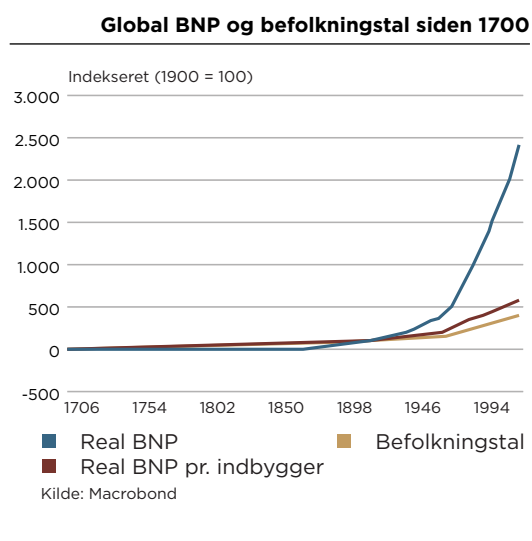
Den kunstige fremtid

Af temaspecialist Morten Springborg

Den teknologiske udvikling accelererer i disse år. Ligesom i Moores Lov, har Cloud Computing og de enorme mængder data, der genereres via tingenes internet (Internet of Things) og internetvirksomheder, sat skub i udviklingen af mange af de områder inden for computerteknologi, der hører ind under kategorien kunstig intelligens (forkortet AI, artificial intelligence). Brugen af AI løsninger stiger kraftigt inden for områder såsom e-handel, søgninger og omkostningsoptimering, og vil blive ved med at gøre store fremskridt, i takt med at selvforbedrende AI algoritmer bliver fodret med øgede mængder data. Dette skaber nye forretningsmuligheder, da brugen af AI kan give meget store produktivitetforbedringer gennem automatiserede beslutningsprocesser og analyser af "big data". Ydermere vil AI accelerere den teknologiske udvikling via samarbejdet mellem menneske og maskine. Indførslen af AI ser ud til at blive revolutionerende.

James Watts opfindelse af dampmaskinen lagde grundlaget til den industrielle revolution i slutningen af det 18. århundrede. Dette blev et vendepunkt for BNP pr. indbygger, som det fremgår af figur 1 nedenfor. Kunstig intelligens kan på samme måde gå hen at blive en almen teknologi og få lignende eller endnu større og mere vidtrækkende betydning for verden.

Figur 1



Men hvad er kunstig intelligens egentlig? Kunstig intelligens omfatter og relaterer sig til mange forskellige områder inden for

computerteknologi. Kort fortalt er **Machine Learning** brugen af algoritmer baseret på matematiske modeller, der beregner sandsynligheden for kvalificerede svar. **Deep Learning** derimod bygger på maskinlæring ved hjælp af neurale netværker, som den menneskelige hjerne, og analyserer sig frem til et svar. **Natural Language Processing (NLP)** er forståelsen for det skrevne og talte sprog, samt det at kunne ræsonnere og sætte tingene i kontekst og tilegne sig evnen til at tale og skrive. **Image Recognition** er maskinens evne til at genkende billeder og objekter på lige fod med mennesker samt genkende mønstre i visuelle data.

” Kunstig intelligens kan på samme måde gå hen at blive en almen teknologi og få lignende eller endnu større og mere vidtrækkende betydning for verden.

Intelligente maskiner vil formentlig først nå deres fulde potentiale, når de kan bearbejde og forstå det menneskelige sprog og udnytte menneskets kumulative viden og erfaring. Maskiner kan muligvis lære at spille spil, eksempelvis skak og Risk, uden adgang til struktureret eller lagret viden. Vi mener dog ikke, at mere komplicerede opgaver – så som eksempelvis diagnosticering og behandling af kræft i bugspytkirtlen, at køre bil eller producere software – kan lade sig gøre uden adgang til en eksisterende vidensbase. Udviklingen af sprogfærdigheder og maskinens visioner er afgørende for, at maskinen kan kommunikere med mennesket og få adgang til menneskets akkumulerede viden.

” Intelligente maskiner vil formentlig først nå deres fulde potentiale, når de kan bearbejde og forstå det menneskelige sprog og udnytte menneskets kumulative viden og erfaring.

Forskellige niveauer for kunstig intelligens

Der er mange forskellige niveauer inden for udviklingen af kunstig intelligens. De tre vigtigste kategorier er:

- 1) **Artificial Narrow Intelligence (ANI):** ANI, også kaldet svag kunstig intelligens, er kunstig intelligens, der specialiserer sig inden for ét område. For eksempel findes der kunstig intelligens, der kan slå verdensmesteren i skak, men det er så også det eneste, den kan.
- 2) **Artificial General Intelligence (AGI):** AGI, også kaldet stærk kunstig intelligens er kunstig intelligens på menneskeligt niveau, og refererer til en computer, der er lige så intelligent som det gennemsnitlige menneske – altså en maskine, der kan udføre enhver intellektuel opgave på lige fod med mennesket. Det er en meget sværere opgave at skabe AGI end ANI, og vi har det stadig til gode.
- 3) **Artificial Superintelligence (ASI):** Nick Bostrom, Oxford-filosof og ekspert i kunstig intelligens, definerer superintelligens som “et intellekt, der er væsentligt stærkere end de bedste menneskehjerner på stort set alle områder, herunder videnskabelig kreativitet, almen viden og sociale færdigheder”. ASI spænder vidt – fra at være lidt klogere end et menneske til at være flere trillioner gange klogere.

Indtil nu er det lykkedes mennesket at skabe det laveste niveau af kunstig intelligens, og den findes overalt. Et eksempel er Googles stemmegenkendelse, der i dag står for 20 pct. af google-søgningerne i USA. Eller Facebooks billedsøgning. Man mener, at Facebook kan genkende et billede ud af 800 millioner billeder med 98 pct. nøjagtighed inden for fem sekunder. Et andet eksempel, på hvor langt vi er nået, er Googles DeepMind Go-projekt, hvor en maskine ved hjælp af dyb neural læring lærte sig selv at spille 49 Atari-spil på superbruger-niveau uden anden instruktion, end at den skulle øge pointene! Maskinen blev ikke instrueret i at spille, men i at lære at spille – en stor forskel. Vi tror, at kunstig intelligens på dette niveau er et skridt på vejen mod AGI, fordi systemet var i stand til at udvikle sig selv, og gjorde det hurtigt.

” Indtil nu er det lykkedes mennesket at skabe det laveste niveau af kunstig intelligens, og den findes overalt.

Bekymringerne går på, at kunstig intelligens har potentialet til at nærme sig et punkt, hvor maskinerne kan udvikle sig selv og nå et overmenneskeligt niveau. Både Microsofts Bill Gates, Teslas Elon Musk og den kendte fysiker Stephen Hawking har udtrykt bekymring over dette. Af de tre er Bill Gates formentlig den, der er mindst bekymret over den eksistentielle trussel mod menneskeheden. Han mener, at kunstig intelligens i løbet af de næste 10 til 30 år vil udvikle sig til at blive en stor hjælp og gøre vores liv lettere. Han mener dog også, at kunstig superintelligens er bekymrende, men at den kan kontrolleres. Vi tror, at fordelene ved kunstig intelligens langt vil opveje risici og sandsynligvis føre til betydelig investering og vækst på markedet. Men den blotte tanke, at mennesket ikke længere skulle være det intellektuelt overlegne væsen på jorden, er mildt sagt skræmmende.

Da Google opkøbte DeepMind – en engelsk virksomhed, som er førende inden for kunstig intelligens – oprettede Google en etisk komite til at overvåge DeepMinds arbejde. Desværre er denne etiske komites arbejde ikke offentligt tilgængeligt, hvilket skaber en del debat. Google er førende i verden inden for kunstig intelligens. Kunstig intelligens er tydeligvis et område, der kan skabe enorm værdi for både Alphabet, deres aktionærer og samfundet, men det kan også medføre store negative forstyrrelser for verden, og den måde vi lever på. Med andre ord har den virksomhed, der højst sandsynligt er længst fremme med udvikling af kunstig intelligens, valgt at holde deres betragtninger for dem selv.

” Men den blotte tanke, at mennesket ikke længere skulle være det intellektuelt overlegne væsen på jorden, er mildt sagt skræmmende.

AGI vil højst sandsynligt blive en realitet i dette århundrede udelukkende på grund af den teknologiske udviklings acceleration drevet af Moores Lov. Læs mere om Moores lov i perspektivet ”[Den anden halvdel af skakbrættet. Moores lov og teknologiske investeringer](#)” på cww.dk. Hver ny generation af computere bliver eksponentielt bedre og bedre, og det går stærkt. Kan du forestille dig dine bedsteforældre halvt så intelligente som dig, og dine børn dobbelt så intelligente som dig? Eller hvad med dit barnebarn - 16 gange så intelligent som dine forældre, og dit oldebarn 256 gange så intelligent som dine forældre? Selvfølgelig ikke, men det er i dette tempo, teknologien udvikler sig.

” AGI vil højst sandsynligt blive en realitet i dette århundrede udelukkende på grund af den teknologiske udviklings acceleration drevet af Moores Lov.

I 2013 spurgte Oxford-filosoffen Bostrom og hans kollega Müller hundredvis af eksperter i kunstig intelligens om, hvad chancerne var for at opnå stærk kunstig intelligens (ASI) og hvornår. Kun 2 pct. sagde, at det ikke ville ske i dette århundrede, og det gennemsnitlige realistiske årstal (50 pct. sandsynlighed) var 2040! Vi kan derfor konkludere, at eksperter i dag mener, at efter 2040 er sandsynligheden for, at vi har stærk kunstig intelligens større end for, at vi ikke har. Verden kommer til at se meget anderledes ud den dag, maskiner kan hamle op med det menneskelige intellekt.

Eksempler på kunstig intelligens i dag

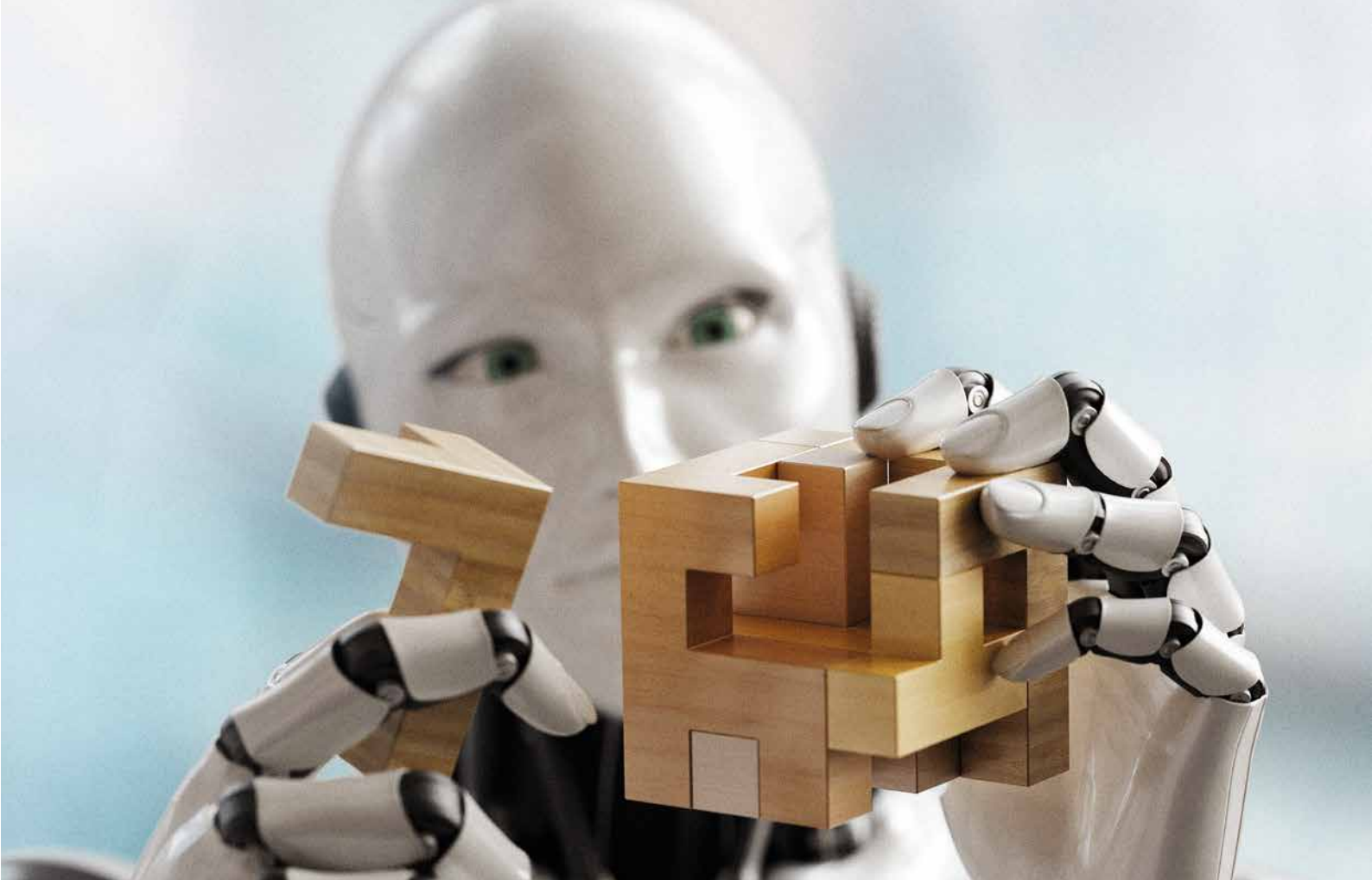
Kunstig intelligens og store mængder data har et symbiotisk forhold, der kan sidestilles med et barns hjerne: Et AI-system har brug for store mængder information for at lære noget. AI-systemer, som IBM’s Watson, er kognitive systemer, der ligger i skyen og indsamler information, hver gang de bliver brugt. Jo mere folk anvender systemer som Watson, jo bedre bliver systemet til dets ”arbejde”. Et godt eksempel på brugen af Watson er den amerikanske medicinalvarekæde CVS Health, hvor Watson hjælper med at diagnosticere og vejlede om behandling af kroniske sygdomme og udvikle personlige behandlingsprogrammer.

Denne symbiose forklarer den stigende interesse fra selskaber som Baidu, Apple, Alibaba, Facebook, Google, IBM, Amazon og Microsoft, der – som netværksevirkomheder – sidder på massive mængder data, som de skal analysere for at kunne udnytte. Skyen og kunstig intelligens udvikler sig som funktion af netværkseffekten, hvor værdien af et netværk øges i takt med, at det vokser sig større (dvs. jo større et netværk, jo mere attraktivt er det for nye brugere, der så gør netværket endnu større og således endnu mere attraktivt osv.).

Symbiosen mellem skyen og mobile enheder og den medfølgende eksplosive udvikling i netværket ligger til grund for mange Big Data-tendenser, lige fra analyser og automatisering til maskinlæring og kunstig intelligens. Denne tendens vil få vidtrækkende betydning for vores hverdag, lige fra hvordan vi forbruger og køber ind til hvordan, vi forstår vores hjem og bil, ja selv vores krop. Alt dette peger på en enorm stigning af data i løbet af de næste fem år. Ifølge IDC vil vi inden 2020 bruge mere end 40 zetabytes data (eller 40 billioner gigabytes data) svarende til cirka 10 gange så meget som for et par år siden. Denne stigning i datamængden skyldes mere end en fordobling i antallet af tilsluttede enheder til internettet fra 2016 til 2020. Cisco anslår, at der i 2020 vil være mere end 50 milliarder tilsluttede enheder på globalt plan.

” Denne tendens vil få vidtrækkende betydning for vores hverdag, lige fra hvordan vi forbruger og køber ind til hvordan, vi forstår vores hjem og bil, ja selv vores krop.

For at kunne analysere alle disse data har virksomhederne brug for AI-automatisering. Et eksempel er e-handel. Omtrent 10 pct. af al e-handel er i dag genereret på baggrund af anbefalinger om køb fra en anbefalingsmaskine, der forudser den enkeltes fremtidige køb baseret på tidligere køb, gemte varer, browsing-historik og den bredere mening om varen på tværs af de sociale medier. Amazon er et godt eksempel på et selskab, der anvender kunstig intelligens for at optimere deres forretning. Omtrent 35 pct. af selskabets salg genereres via Amazons anbefalingsmaskine. Derudover arbejder Amazon på et system, der vil være i stand til at



udføre "Anticipatory Demand Management" (at kunne forudsige efterspørgslen) baseret på indsamlet information om kundernes historiske indkøbsvaner. Amazon vil således kunne bestille varer hjem, som kunder vil købe i fremtiden, men som de endnu ikke har købt. Samlet på tværs af Amazons store kundedatabase kan denne viden øge hastigheden i leveringen af varer til slutkunden og således øge den service, der ydes til kunderne samt forbedre Amazons logistiksystem og derved mindske omkostningerne. Vi mener, at dette er en af de mange differentierende faktorer, der gavner Amazon, eftersom der ikke er mange konkurrenter, der kan dette.

” Effektiviteten øges hver gang, vi anvender Googles søgemaskine, eftersom den bliver trænet. Jo mere øvelse, jo bedre bliver Googles søgemaskine.

I takt med at dybe neurale netværk udvikles yderligere – hvor de neurale netværk i stigende grad efterligner den menneskelige hjerne – bliver resultaterne langt mere spændende. Google var en af de første virksomheder, der tilførte en stor mængde ressourcer til dyb læring via oprettelsen af Google Brain-projektet i 2011.

Googles RankBrain, der er inde i Googles nyeste søgealgoritme, er et af de seneste eksempler på, hvordan dyb læring kan anvendes. Hovedformålet med dyb læring er at kunne foretage logiske udledninger, selv når maskinen aldrig tidligere har set en lignende problemstilling. Ud af de 3-4 milliarder søgninger, der hver dag foretages på Google, er ca. 15 pct. aldrig før set af søgemaskinen.

” De fleste job, som vi kender dem i dag, vil ophøre med at eksistere, mens andre job, som er fuldstændigt umulige at forestille sig, vil dukke op.

Resultaterne af disse søgninger behandles af AI-algoritmen RankBrain, der er blevet det tredje vigtigste signal til at generere søgeresultater. Når RankBrain støder på et spørgsmål, den ikke har set før, gætter den sig frem med ord eller sætninger, der kunne have samme betydning, og er derfor bedre til at håndtere ukendte forespørgsler. Da man bad om korrekte match mellem spørgsmål og søgning, ramte Googles ingeniører med 70 pct. nøjagtighed, hvorimod RankBrain havde 80 pct. nøjagtighed. Effektiviteten øges hver gang, vi anvender Googles søgemaskine, eftersom den bliver trænet. Jo mere øvelse, jo bedre bliver Googles søgemaskine.

Google vil udvikle verdens bedste AI, fordi den har adgang til mest data, og fordi den får mest øvelse.

Google anvender desuden kunstig intelligens internt til at reducere energiforbruget i sine datacentre. Googles DeepMinds indsats resulterede i en besparelse på 15 pct., eller hvad der svarer til flere 100 mio. USD besparelse over en årrække. Interessant nok havde holdet bag DeepMind ikke nogle erfaringer med at drive datacentre, hvilket siger noget om maskinlæringens generelle anvendelighed. Kun ved at opsamle brugsdata fra sensorer var man i stand til at optimere brugen via algoritmer – langt mere end det Googles ingeniører var i stand til at opnå.

” Grundet de store forbedringer inden for computerteknologi, udvikling af neurale netværker, enorme mængder data og udviklingen mod cloud-platforme med enorm regnekraft står kunstig intelligens over for en eksplosiv udvikling.

Ulemperne ved kunstig intelligens

Kunstig intelligens forsøger at gøre computere mere menneskelige. Computere kan tage store mængder data og få alle mulige forhold mellem dataene til at give mening og kan gøre det lynhurtigt. Den industrielle revolution i det tidlige 19. århundrede medførte et skifte i arbejdsstyrken. Maskiner begyndte at overtage de laveste job, og dette reducerede behovet for ufaglærte arbejdere. Kunstig intelligens kan skabe en lignende revolution bortset fra, at de færdigheder, der i dag kan erstattes, er funktionærernes færdigheder.

Ulemperne ved kunstig intelligens er det potentielle tab af arbejdspladser. Fordelene er øget effektivitet, produktivitet, nøjagtighed og muligheden for, at mennesket kan omskoles og fokusere på mere værdiskabende opgaver. For 200 år siden var mere end 50 pct. af befolkningen i de vestlige lande beskæftiget inden for landbrug. I dag er det tal faldet til 1-2 pct., og nye typer job, som ingen drømte om dengang, er opstået. Det samme vil højst sandsynligt ske igen – de fleste job, som vi kender dem i dag, vil ophøre med at eksistere, mens andre job, som er fuldstændigt umulige at forestille sig, vil dukke op.

Konklusion

Grundet de store forbedringer inden for computerteknologi, udvikling af neurale netværker, enorme mængder data og udviklingen mod cloud-platforme med enorm regnekraft står kunstig intelligens over for en eksplosiv udvikling. Vi mener, at de drivende virksomheder er de store cloud-netværksvirksomheder som Facebook, Amazon, Google, Alibaba, Apple og Microsoft – selskaber af en vis størrelsesorden, som har midlerne til at investere i og udbyde AI-løsninger til tredjemand og således kan udvikle deres netværker endnu mere.

Vi er nået dertil, hvor applikationer begynder at forbedre sig selv, hvilket yderligere accelererer kvaliteten af AI-løsninger. Sandsynligvis vil AI-løsninger i fremtiden udvikle sig som elektricitet, noget man kan tænde og slukke for efter behov. I et system som dette vil der være mange banebrydende forretningsmuligheder, hvor man tager et eksisterende produkt eller ydelse og tilfører intelligens, så man med ét får et bedre produkt eller ydelse. Vi mener, at AI-applikationer forbedrer produktivitet gennem automatisering af beslutningsprocesser og analyse af store mængder data, som indtil i dag har været uden for virksomhedernes rækkevidde.

Kunstig intelligens vil være revolutionerende for de virksomheder, der tidligere var mere ”fysiske”, så som kemi- og medicinalvarevirksomheder. Ved at tilføre kunstig intelligens til denne type virksomheder kan forskere udføre virtuelle eksperimenter og søge på et uendeligt antal kombinationer, der hurtigt reduceres til nogle enkelte lovende forslag, der er værd at undersøge nærmere. Det vil øge den teknologiske udvikling endnu mere. Indtjeningspotentiallet for de store cloud-virksomheder, der udvikler og markedsfører AI-løsninger, er derimod diskutabelt bortset fra, at kunstig intelligens vil øge tiltrækningskraften ved og holdbarheden af produkterne fra Google, Amazon og Facebook m.fl.

Til sidst et lille forbehold: Vi er på ingen måde eksperter i kunstig intelligens – faktisk langt fra. Ud fra en eksperts synspunkt er denne artikel både ufuldstændig og unøjagtig. Så tag det som et udgangspunkt for vores færd ud i at forstå dette meget vigtige emne, som vi uden tvivl vil følge op på i fremtiden – for det er fremtiden.

FØLGER DU DINE INVESTERINGER?

INVESTORBRIEF | 23. SEPTEMBER 2016



CARNEGIE WORLDWIDE
INVESTERINGSFORENINGEN

DEN KUNSTIGE FREMTID



Den teknologiske udvikling accelererer i disse år. Ligesom i Moores Lov, har Cloud Computing og de enorme mængder data, der genereres via internettet, sat skub i

NYHEDER FRA CWW



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.

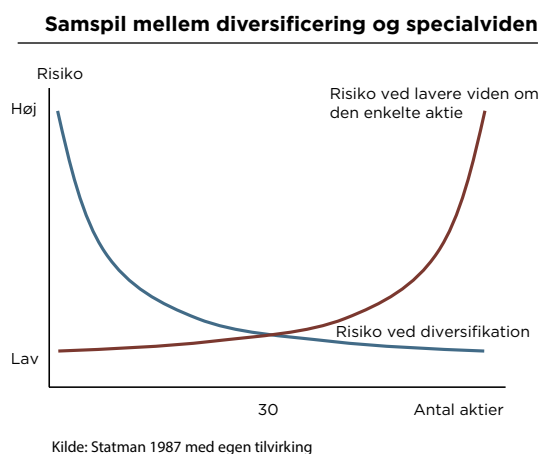
Hvorfor 30?

Af adm. direktør og porteføljeforvalter Bo Knudsen

Den fundamentale ide bag vores globale strategi er at finde de 30 bedste aktier i verden. Det har vi gjort i mere end 25 år, hvor vi aldrig har haft mere end 30 aktier i porteføljen.

De to vigtige overvejelser, vi forholder os til, når vi beslutter os for det optimale antal aktier i en portefølje, handler om at balancere fordelene ved diversificering med, hvad man mister i enkeltaktie-forståelse ved et stigende antal selskaber. Figur 1 nedenfor illustrerer hvorfor:

Figur 1:



1. Diversifikationseffekten => flere aktier

De gavnlige diversifikationsvirkninger af at have flere aktier i porteføljen med forskellig risikopåvirkning er en klassisk problemstilling. Man reducerer den samlede volatilitet ved at tilføje flere aktier til porteføljen op til et bestemt punkt, hvorefter fordelene ved flere selskaber ikke reducerer porteføljens samlede volatilitet væsentligt. Meir Statman viste tilbage i 1987 i en akademisk undersøgelse offentliggjort i Journal of Financial and Quantitative Analysis, September 1987, at det optimale antal aktier er 30-40 aktier – langt færre end i den typiske aktivt forvaltede institutionelle portefølje.

2. Viden om enkeltaktier => færre aktier

En ofte ignoreret risikofaktor er tabet af specifik viden om den enkelte aktie, når der er mange aktier i porteføljen. Der er en naturlig grænse for, hvor mange selskaber en beslutningstager eller et beslutningsteam kan forstå og følge tæt – ikke blot de vigtigste faktorer, der driver udsigterne for selskabet, men også dynamikkerne omkring værdiansættelse, konkurrence, industrielle tendenser og globale temaer. Det er afgørende at forstå de centrale dynamikker, som påvirker det enkelte selskab samt de tværgående porteføljedyamikker. Med for mange aktier i porteføljen risikerer man at miste afgørende fokus og stoler på mekaniske risikoanalyser, der typisk hviler på historiske mønstre, der er notorisk ustabile.

Vi mener, at der med en afvejning af disse to hensyn er et maksimalt og optimalt antal aktier for en aktivt forvaltet global aktieportefølje, og det er 30 selskaber.

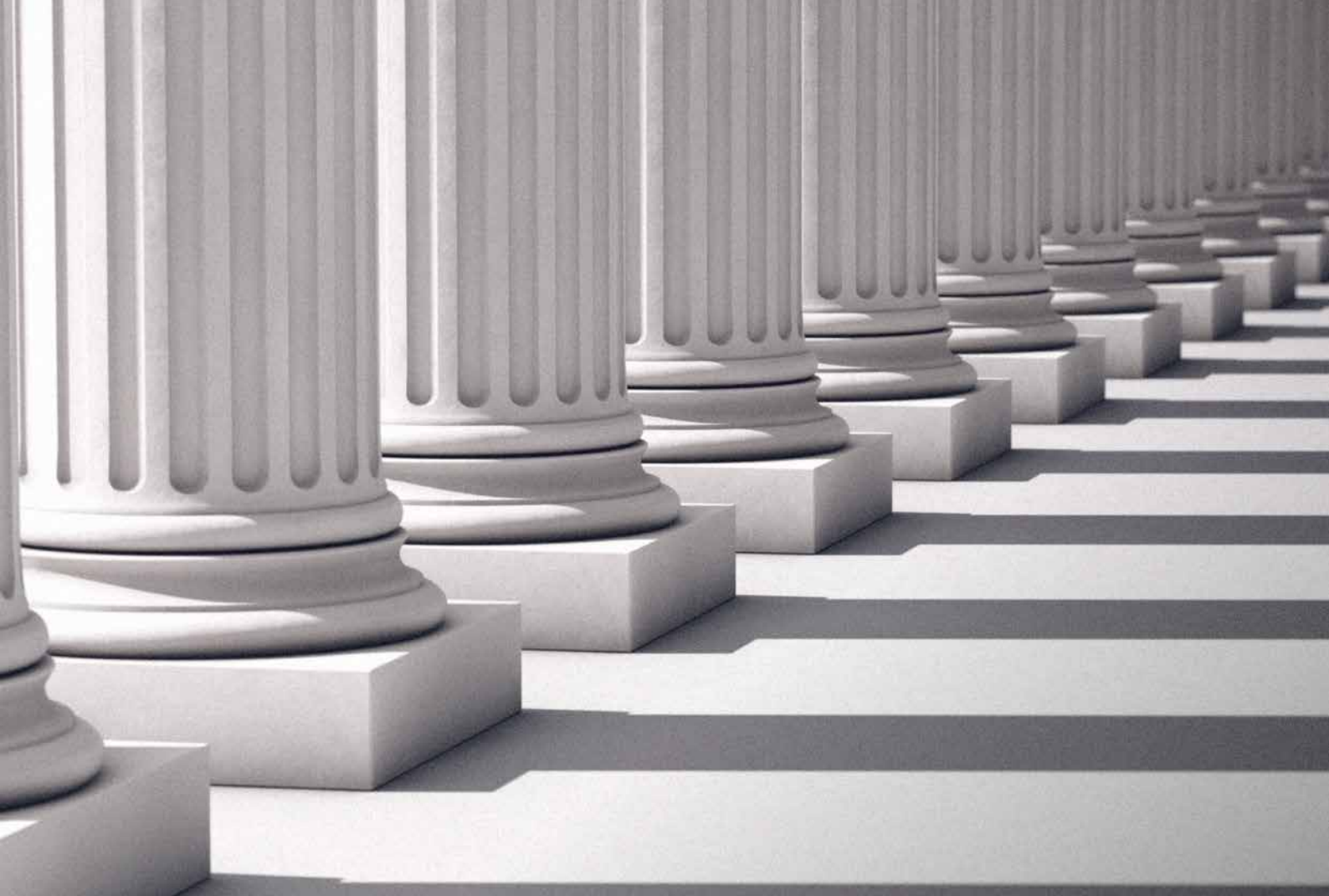
Ekstra fordele ved højst 30 aktier

Der er mindst tre ekstra fordele ved højst at have 30 aktier i en global aktieportefølje:

1. Fokus

Der er kun nogle få af de børsnoterede selskaber, som over tid formår at skabe stor værdi – mens der er en masse gennemsnitlige virksomheder, der over tid ikke skaber værdi, men kun præsenterer sig som købsmuligheder fra tid til anden.

Vi er langsigtede investorer – ikke kortsigtede spekulanter. Vi håndplukker 30 unikke selskaber fra et univers bestående af tusindvis af virksomheder verden over og deltager i disse selskabers vækst. Det skaber et særligt fokus og øger sandsynligheden for ekstraordinære resultater.



2. Indbygget salgsdisciplin

Det er menneskets natur at få et særligt positivt forhold til det, man ejer og har brugt lang tid på. Dette gælder også for aktier, hvor man investerer en masse energi og ressourcer i købsfasen og sidenhen i det opfølgende arbejde. Det er derfor vanskeligere at sælge en aktie end at købe en ny. Med en strategi, hvor vi højst investerer i 30 selskaber, må vi sælge ud af én aktie for at få plads til en ny. Dette skaber et naturligt fokus på optimering af kvalitet og tvinger os til at lokalisere og prioritere, da det selskab, der købes til porteføljen, skal have en bedre afkast/risiko-profil, end det selskab, der sælges.

3. Dyb indsigt i porteføljen

Det kan være nyttigt at analysere en porteføljes kvantitative risikoprofil. Denne analyse er dog typisk baseret på historiske kursmønstre. Vi ved, at de historiske kursmønstre er ustabile, så det er endnu mere afgørende at have en dyb forståelse for den grundlæggende forretningsmodel og andre nøglefaktorer, der driver den fremtidige afkastudvikling. Herved øges sandsynligheden for at forstå de fremtidige risici, der kan påvirke investeringerne.

Mere end 25 år

Vores filosofi om vigtigheden af fokuserede porteføljer har vist sit værd gennem mere end 25 år, hvor vi har leveret et betydeligt merafkast i forhold til benchmark – samtidigt med, at volatiliteten har været på niveau med benchmark.

Ligesom inden for professionel sport er konkurrencen inden for investeringsdisciplinen om at skabe det bedste afkast intens. Vi har aldrig haft mere end 30 aktier i vores globale portefølje. Dette ubrudte simple princip har været en hjørnesten og skabt fokus, disciplin og indsigt i mere end 25 år.



Forventninger til aktiemarkedet

Som aktieinvestor har det været et udfordrende år med store negative udsving. Begyndelsen af året var præget af bekymring for vækst og devalueringer i Kina samt nervøsiteten om renteforhøjelser i USA. I andet kvartal var det særligt Brexit, som prægede markederne. Der er fortsat relevante risici at forholde sig til, hvor konsekvenserne af de negative renter tynger banksektoren i Europa illustreret ved, at markedets tillid til Deutsche Bank er på nulpunktet. Uden et sundt banksystem vil vi ikke opleve solid økonomisk vækst i Europa. På den politiske front er der også en række bekymringer særligt omkring det nært forestående præsidentvalg i USA. Til december skal Italien afholde en vigtig afstemning om grundlovsændringer, og til næste år er der valg i flere af de store europæiske lande. Disse afstemninger kan give medvind til protestpartierne og trække Europa mod yderligere splittelse.

På trods af disse risikofaktorer har de fleste aktiemarkeder i år alligevel givet et beskedent positivt afkast. Den underliggende drivkraft er kombinationen af de negative renter, som gør aktier til et attraktivt alternativ, samt verdensøkonomien, som fortsat trukket af USA, leverer en moderat vækst. På toppen af dette ser vi, at virksomhederne aktivt udnytter de lave finansieringsomkostninger til opkøb af konkurrerende virksomheder eller opkøb af egne aktier.

Så længe vi har kombinationen af USA, der økonomisk vokser moderat, og centralbanker, der fjerner rentefkastet fra obligationer, ser vi et fundament for en moderat positiv udvikling på aktiemarkederne. En observation fra Brexit-afstemningen er, at de politiske begivenheder ofte fylder meget i mediebilledet, mens deres langsigtede konsekvenser for aktiemarkederne som regel er mere begrænsede. Med hensyn til mulige renteforhøjelser i USA, håber vi på, at de snart kommer, men vi forventer samtidigt, at tempoet bliver langsomt. Flere ledende personer i den amerikanske centralbank taler om, at det neutrale renteniveau (den korte rente, når væksten og inflation er på det ønskede niveau) er faldet væsentligt over de seneste fem år som følge af lave vækst- og inflationsfor-

ventninger. Hvor det tidligere neutrale renteniveau var 2,5-3 pct., vurderes dette nu at være omkring 1 pct.

I det store perspektiv befinder vi os i den sene fase af stigningen på aktiemarkederne. Større udsving på markederne er naturligt på dette tidspunkt. Når vi kigger på de historiske paralleller, vil markedsafkastene fremadrettet formentligt blive lavere end stigningerne de seneste syv år. Vi forventer derfor et langsigtet gennemsnitsafkast på aktier på ca. 4-5 pct. årligt.

Geografisk ser vi stadig gode muligheder for at finde attraktive investeringer i USA med fokus på ledende selskaber inden for vækstområder som forbundne liv og indenlandsk forbrug.

Emerging markets-aktierne har i år leveret betydelige afkast efter flere år med lavere afkast. Vi tror, at denne udvikling kan fortsætte drevet af en kombination af attraktive værdiansættelser samt af en generel positiv indtjeningsudvikling. Vi har særligt fokus på de lande, hvor der er gode politiske og strukturelle rammer for vækst.

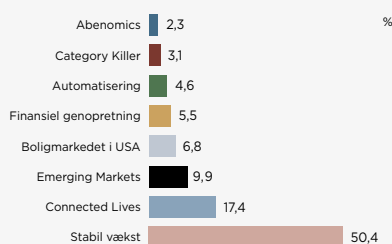
INDSIGT OG
EKSPERTISE
BEVARER
FOKUS PÅ DET
VIGTIGE





Globale Aktier

Temaoversigt pr. 30.09.2016



Status på kvartalet

Der var generelt positive markeder i årets tredje kvartal, hvor især de europæiske og fjernøstlige markeder steg pænt. Afdeling Globale Aktier steg med 1,4 pct., men kunne ikke følge med det generelle aktiemarked, MSCI AC World, der steg 4,2 pct. Det lavere afkast kan bl.a. henføres til afdelingens fokus på stabile kvalitetsselskaber, som holdede efter de områder af aktiemarkedet, som steg mest. Det drejer sig bl.a. om mindre selskaber med lave marginer og lavt afkast på investeret kapital. Vores investeringer i Dollar General og Novo Nordisk faldt begge ca. 20 pct. efter nedjusteringer af forventningerne. Vi beholder begge aktier, idet vi forventer, at selskaberne vil vende tilbage til høje vækstrater inden for et par år.

Efter de første tre kvartaler ligger afdelingen med et fald på 6,3 pct. efter MSCI AC World, der er steget 2,8 pct. Dette er ikke tilfredsstillende. Med til historien hører, at merafkastet i 2015 var på 8 pct. Her havde afdelingen glæde af undervægten i energi- og forsyningssektoren samt overvægten i finans og medicinal, hvilket desværre tegner sig modsat i år.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

I en verden præget af usikkerhed har vi mere end halvdelen af investeringerne i store stabile vækstselskaber. Disse har et betydeligt vækstpotentiale, store pengestrømme samt lav gæld. Hertil kommer investeringer i en række væksttemaer bl.a. Forbundne liv, som omfatter Facebook, Alphabet (Google) og nu også den globale e-handelsleder, Amazon. Vi tror, at afdelingen over tid kan give et afkast, der reflekterer udviklingen i porteføljeselskabernes indtjening. På nuværende tidspunkt øger disse indtjeningen med i 10-11 pct. i gennemsnit – et afkast, som vi finder interessant i en verden med lav vækst og lave renter. Den vigtigste forudsætning er dog en fortsat stærk amerikansk økonomi. Afdelingen har lav eksponering til Sydeuropa og den europæiske finanssektor, som ser meget sårbar ud, og ingen investeringer inden for energi, telekommunikation eller offentlige værker, som er strukturelt udfordret.

Omlægninger

I kvartalet købte vi **Amazon**, **Sun Hung Kai Properties (SHKP)** og **Taiwan Semiconductor (TSMC)**, hvorimod **TD Ameritrade**, **Fanuc** og **Prudential** blev solgt. Amazon har i en årrække investeret massivt i distribution for e-handel og i sin "cloud service"-forretning. Selskabet øger i øjeblikket omsætningen med 25-30 pct. årligt og oplever stigende marginer. Både SHKP og TSMC vokser stabilt, betaler et højt udbytte på 3,5-4 pct. og er attraktivt værdifastsat.

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 30.09.16 Udbytte afd. Akk. afd.

Formue (i 1.000 kr.)	4.727.929	154.127
Cirkulerende andele stk.	6.660.613	1.619.053
Udbytte	0,00	0,00
Indre værdi	709,83	95,20
Officiel kurs	708,90	95,40

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

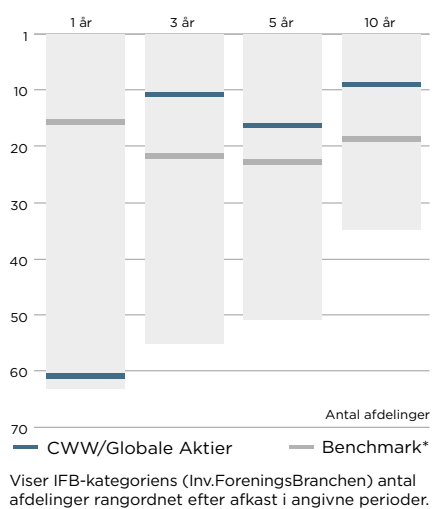
Afkast i pct./Merafkast i pct.point	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Globale Aktier	2,1	44,1	103,2	83,4	10,4
Benchmark*	11,0	39,9	98,0	65,4	6,5
Globale Aktier merafkast ift. benchmark*	-8,9	4,2	5,2	18,0	3,9

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	13,1	11,6	13,5	15,9
Std.afv. % p.a. benchmark*	11,5	10,3	13,4	15,3
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	0,9	1,2	0,3	0,4

Afkastudvikling (start indeks 100)



Placering i IFB's afkaststatistik



Aktieporteføljen pr. 30.09.2016

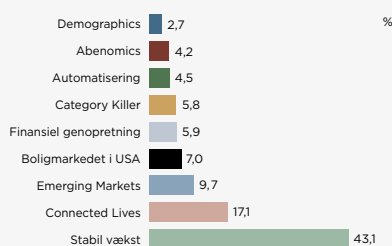
	USA & Canada	Storbritannien	Kontinental-europa	Pacific	Emerging Markets	Total	Benchmark*
Energi						0,0	6,8
Råvarer	Ecolab					4,4	5,1
Industri og service						0,0	10,4
Forbrugsgoder - cykliske	Amazon Dollar General Home Depot L Brands		Vivendi	Bridgestone		17,6	12,3
Forbrugsgoder - defensive	CVS Health Reynolds	British American Tobacco	Nestlé Unilever			17,1	10,4
Medicinal	Gilead Sciences McKesson		Bayer Novo Nordisk			11,1	11,7
Finans	Citigroup First Republic Bank Wells Fargo		UBS	AIA Group	HDFC	22,2	16,9
Informations-teknologi	Alphabet Facebook Visa		Amadeus IT	Keyence	Taiwan Semi-conductor	25,5	15,9
Telekommunikation						0,0	3,8
Koncessioneret service						0,0	3,3
Ejendomme				Sun Hung Kai		2,1	3,4
Total	53,2	4,5	18,8	13,6	9,9	100,0	-
Benchmark*	55,9	6,3	14,9	12,0	10,9	-	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. 30.09.2016



Status på kvartalet

De globale aktiemarkeder målt ved MSCI AC verdensindeks gav et afkast på 4,2 pct. i tredje kvartal. Afdeling Globale Aktier Etik gav et afkast på 1,3 pct., hvilket er et skuffende resultat i forhold til det generelle aktiemarked.

Hvor andet kvartal primært vil blive husket for den britiske EU-afstemning, har tredje kvartal været præget af positive markeder – særligt i Europa og Fjernøsten. Afdelingen kunne imidlertid ikke følge med det generelle aktiemarked, hvilket bl.a. skyldes negative bidrag fra vores investeringer i henholdsvis den amerikanske discountkæde Dollar General og Novo Nordisk. Begge selskaber oplevede store fald på ca. 20 pct. efter nedjusteringer i forventningerne til salget i USA. Vi ser dog fortsat positivt på begge selskaber med en forventning om, at de begge inden for et par år vil levere høje vækstrater.

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 medvind fra en række strukturelle vækstområder – bl.a. inden for teknologiområdet.

Afdelingens etiske profil betyder, at vi ikke har investeret i tobaksselskaberne British American Tobacco (BAT) og Reynolds American, som afdeling Globale Aktier har investeret i. I stedet har vi valgt at investere i Nike, Roche og Shimano.

Omlægninger

I tredje kvartal solgte vi **TD Ameritrade**, **Fanuc** samt **Prudential**. Provenuet herfra blev bl.a. anvendt til at købe det kinesiske ejendomsselskab **Sun Hung Kai Property (SHKP)**, som er et af de største ejendomsinvesterings- og udviklingselskaber i Hong Kong. Derudover købte vi det taiwanesiske selskab **Taiwan Semiconductor (TSMC)**, der er verdensledende bl.a. inden for produktion af halvledere til mobiltelefoner og tablets. Vi købte desuden **Amazon**, der i en årrække har investeret massivt i sit distributionsnetværk inden for e-handel og ”cloud service”. Selskabet øger i øjeblikket omsætningen med 25-30 pct. årligt og oplever stigende marginer.

Risikomærkning

Læs mere om risikomærkning på www.cww.dk

Fondskode

DK0060287217

Afdelingens start: 07.03.2011

Læs mere på: www.cww.dk/etik

Nøgletal

30.09.16

Formue (i 1.000 kr.)	429.989
Cirkulerende andele stk.	4.045.810
Udbytte	0,00
Indre værdi	106,28
Officiel kurs	107,10

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.

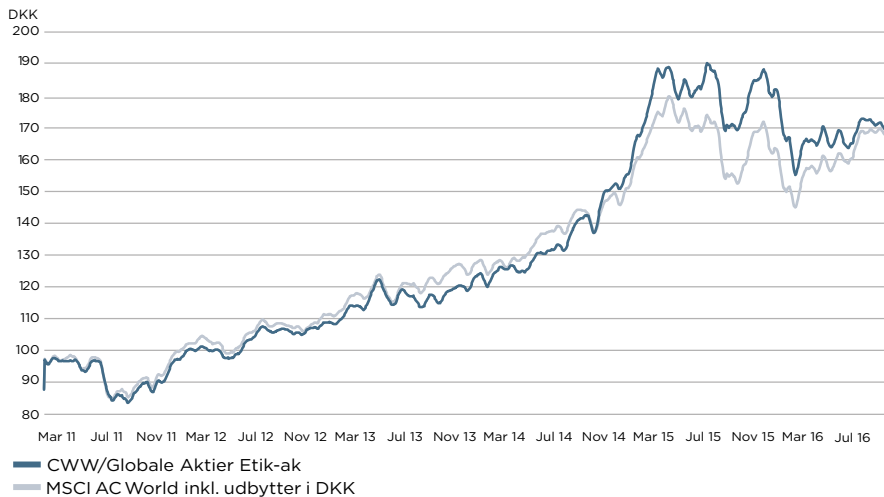
Herudover vil afdelingen ikke investere i selskaber, som har en betydelig del af deres aktiviteter inden for produktion, distribution eller salg af alkohol, tobak, pornografi, hasardspil, våben eller teknologiske produkter, som specifikt anvendes til våben.

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	-0,3	46,5	102,1	-	10,0
Benchmark*	11,0	39,9	98,0	-	10,0
Globale Aktier Etik-ak merafkast ift. benchmark*	-11,3	6,6	4,1	-	-

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	13,0	11,2	-	11,7
Std.afv. % p.a. benchmark*	11,5	10,3	-	10,7
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	1,0	1,2	-	0,8

Afkastudvikling (start indeks 100)



Aktieporteføljen pr. 30.09.2016

	USA & Canada	Storbritannien	Kontinental-europa	Pacific	Emerging Markets	Total	Benchmark*
Energi						0,0	6,8
Råvarer	Ecolab					4,8	5,1
Industri og service						0,0	10,4
Forbrugsgoder - cykliske	Amazon Dollar General Home Depot L Brands Nike		Vivendi	Bridgestone Shimano		22,3	12,3
Forbrugsgoder - defensive	CVS Health		Nestlé Unilever			9,6	10,4
Medicinal	Gilead Sciences McKesson		Bayer Novo Nordisk Roche Holding			14,1	11,7
Finans	Citigroup First Republic Bank Wells Fargo		UBS	AIA Group	HDFC Bank	22,4	16,9
Informations-teknologi	Alphabet Facebook Visa		Amadeus IT	Keyence	Taiwan Semi-conductor	24,7	15,9
Telekommunikation						0,0	3,8
Koncessioneret service						0,0	3,3
Ejendomme				Sun Hung Kai		2,1	3,4
Total	53,0	0,0	22,1	15,3	9,6	100,0	-
Benchmark*	55,9	6,3	14,9	12,0	10,9	-	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 faldt med 3,2 pct. i kvartalet, mens benchmark faldt 1,3 pct. Verdens centralbanker fik igen stor indflydelse på kursudviklingen, selvom centralbankrenterne forblev uændrede. Der er stigende tegn på, at den amerikanske centralbank vil hæve renterne senere på året, hvilket kan øge usikkerheden på de globale aktiemarkeder.

En af kvartalets bedste investeringer blev Alphabet (Google), der imponerede med en stærk indtjeningsfremgang, hvilket blev belønnet med en kursstigning på over 11 pct. Den største skuffelse kom fra den amerikanske discountkæde, Dollar General, der oplever faldende priser på fødevarer, hvilket har ramt salg og indtjening.

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 kontinuerligt efter at finde forskelligartede investeringer for at gøre porteføljen robust over for markedsudsving. Det er baggrunden for, at porteføljen må forventes at have mindre kursudsving end det globale aktiemarked generelt. Vi har eksempelvis investeret i det amerikanske forsyningsselskab NextEra Energy, der er det største regulerede forsyningsselskab i Florida og blandt de største udviklere af vind- og solparker i USA. Et andet eksempel er Thermo Fisher, der er verdens største producent af bl.a. laboratorieudstyr til forskning inden for miljø, fødevarer og medicinalindustrien.

Omlægninger

Vi har bl.a. købt **MasterCard**, der har stor gavn af den løbende vækst i elektroniske betalinger både i fysiske butikker og online. Hver gang et MasterCard bruges, tjener selskabet et gebyr uden at påtage sig kreditrisikoen. Derudover har vi købt norske **Orkla**, der er blandt de førende i Norden inden for produktion af fødevarer, snacks, helseprodukter samt ingredienser til fødevarerindustrien. Orkla har været gennem en restrukturering, hvor hovedparten af ikke-kerneaktiviteter er solgt fra. Vi forventer fremadrettet en stabil organisk vækst suppleret med mindre opkøb, hvor hovedfokus er på fødevarer i Østeuropa.

Vi har solgt det amerikanske kreditkortselskab **Discover Financial Services (DFS)**, fordi udlånsvæksten har skuffet, og DFS ikke har opnået den ventede indtjeningsfremgang pga. de meget lave renter. Derudover ønsker vi ikke længere at påtage os kreditrisiko.

Risikomærkning

Læs mere om risikomærkning på www.cww.dk

Fondskode

DK0010312529

Afdelingens start: 01.10.2014

Læs mere på: www.cww.dk/stabil

Nøgletal

30.09.16

Formue (i 1.000 kr.) 224.923

Cirkulerende andele stk. 1.661.528

Udbytte 0,00

Indre værdi 135,37

Officiel kurs 136,90

Investeringsfilosofi

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

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

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

Afdelingens ansvarlige porteføljeformidlere indgår i et tæt og åbent samarbejde med forvalterne af forningens øvrige afdelinger.

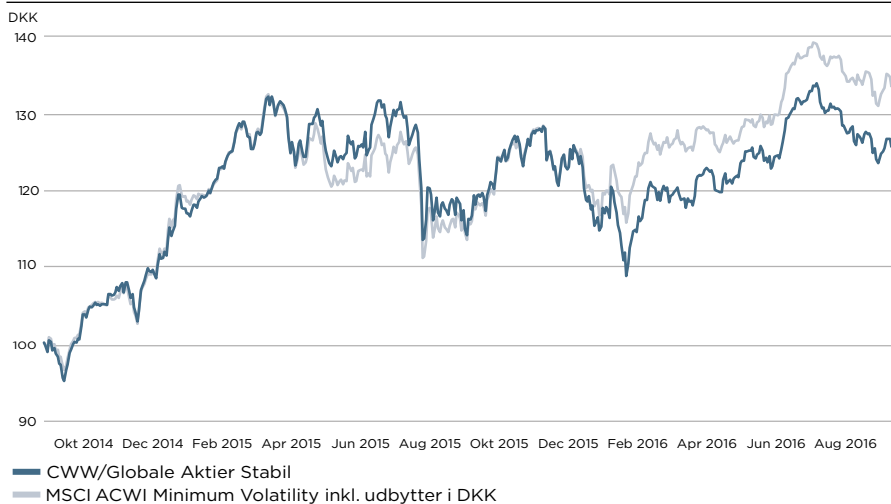
Afdeling Globale Aktier Stabil er velegnet for den langsigtede investor, som ønsker et godt aktieafkast men samtidig en lavere risiko end på det generelle aktiemarked.

Afkast i pct./Merafkast i pct.point	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Globale Aktier Stabil	7,7	-	-	-	11,8
Benchmark*	15,3	-	-	-	15,5
Globale Aktier Stabil merafkast ift. benchmark*	-7,6	-	-	-	-3,7

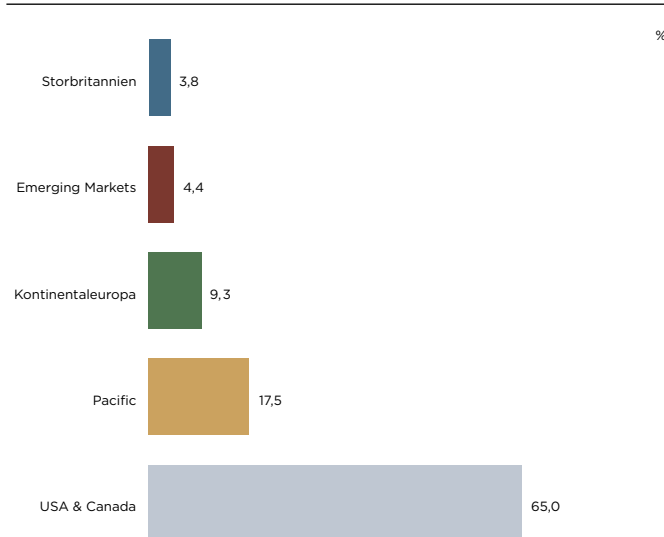
Risiko (forventet)	Globale Aktier Stabil	Benchmark*	MSCI AC World
Std.afv. % (beregnet)	14,5	14,3	16,9
Beta i fht. benchmark*	1,0	-	-
Beta i fht. MSCI All Country World	0,8	-	-

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

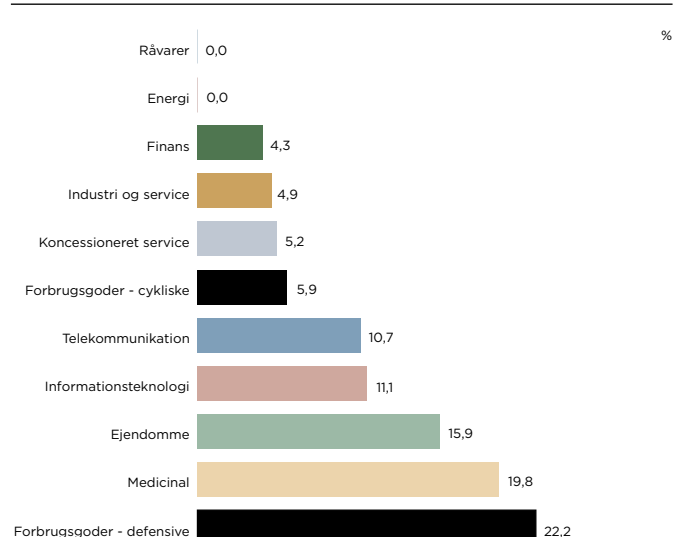
Afkastudvikling (start indeks 100)



Geografisk fordeling af porteføljen pr. 30.09.16



Sektorfordeling af porteføljen pr. 30.09.16





Danske Aktier

Novo Nordisks indtjeningsmultipel



Status på kvartalet

Det danske aktiemarked steg med 3,3 pct. i tredje kvartal – til sammenligning leverede afdelingen et afkast på 4,7 pct. – altså 1,4 procentpoint højere end markedet. De store bidragsydere til det gode resultat var bl.a. Vestas, G4S, og GN Store Nord, mens vores undervægt i Novozymes, Lundbeck og ALK Abello ligeledes bidrog til det relative afkast. De mest markante negative bidrag kom fra vores investeringer i Pandora, Dong Energy og A. P. Møller-Mærsk.

På selskabssiden var kvartalet præget af halvårsresultaterne samt den ventede strategi-plan fra A. P. Møller. Fremlæggelsen af den nye strategi var dog en smule skuffende, da den reelt ikke indeholdt afgørende nyt. Hovedessensen er, at koncernen bliver delt op i Mærsk Transport & Logistik og Mærsk Energi, som inden for de næste to år skal finde sin plads uden for det børsnoterede A. P. Møller-Mærsk. Strategien vil blive uddybet på en kapitalmarkedsdag i fjerde kvartal. Man løftede dog sløret for, at det fremtidige A.P. Møller Transport & Logistik skal integreres på tværs af de enkelte forretningsområder. Kvartalets mest markante nyhed var kvartalsresultatet for Novo Nordisk. Selve regnskabet var som ventet, men selskabet måtte for første gang erkende, at prispresset fra de store amerikanske indkøbsorganisationer er langt større end tidligere antaget. Novo Nordisk forventer nu et prispres på 2-6 pct. mod tidligere uforandrede priser. Dette fik aktien til at falde 10 pct. på dagen for regnskabets offentliggørelse og efterfølgende yderligere ca. 15 pct. Vi fastholder vores langsigtede tro på aktien, idet selskabets produktportefølje er stærkere end nogensinde.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Porteføljen er overvægtet med ca. 11 procentpoint i cykliske aktier og tilsvarende undervægtet i de defensive aktier. Den cykliske overvægt er fordelt 60/40 mellem bankaktier og industriaktier. Undervægten af defensive aktier stammer fra en selskabsspecifik undervægt af Dong Energy, Lundbeck, Novozymes og TDC og er således ikke drevet af en overordnet holdning til de to aktivklasser.

Omlægninger

Vi har øget med 4 procentpoint i Carlsberg. Ølmarkedet i Rusland viser tegn på stabilisering, ligesom den russiske valuta er begyndt at stabilisere sig. A. P. Møller-Mærsk er reduceret med 1 procentpoint, da aktien steg uforholdsmæssigt meget op til offentliggørelsen af strategiplanen. Beholdningen i Novo Nordisk er øget med 1 procentpoint i takt med, at aktiekursen er faldet. Endelig har vi investeret yderligere 1 procentpoint i Rockwool.

Risikomærkning

Læs mere om risikomærkning på www.cww.dk

Fondskode **DK0010249655**

Afdelingens start: 23.12.1998

Læs mere på: www.cww.dk/da

Nøgletal 30.09.16

Formue (i 1.000 kr.)	1.186.045
Cirkulerende andele stk.	4.121.565
Udbytte	0,00
Indre værdi	287,77
Officiel kurs	287,10

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.

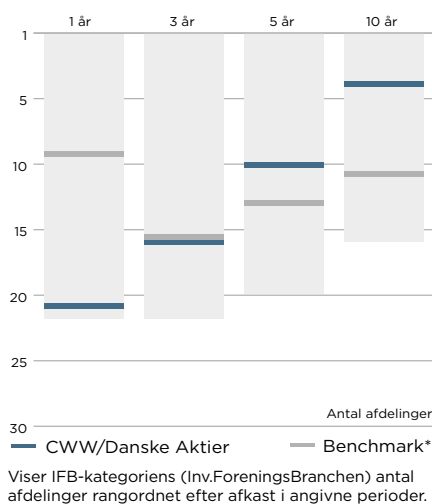
Afkast i pct./Merafkast i pct.point	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Danske Aktier	7,7	70,1	191,5	180,4	13,3
Benchmark*	11,2	70,5	182,6	128,4	10,8
Danske Aktier merafkast ift. benchmark*	-3,5	-0,4	8,9	52,0	2,5

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	11,6	12,1	18,9	19,3
Std.afv. % p.a. benchmark*	11,8	11,5	18,4	17,4
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	1,5	1,8	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. 30.09.2016

	Cyklisk vækst	Stabil vækst	Finansiell vækst	Total	Benchmark*
Energi				0,0	0,1
Råvarer				0,0	7,3
Industri og service	A.P. Møller-Mærsk DSV FLSmidth G4S ISS NKT Rockwool Intl. Vestas Wind Systems			28,9	28,7
Forbrugsgoder - cykliske	IC Group North Media Pandora			10,0	5,3
Forbrugsgoder - defensive		Carlsberg Chr. Hansen Holdning Matas		8,4	7,0
Medicinal		Coloplast Genmab GN Store Nord Novo Nordisk William Demant		25,0	24,5
Finans			Danske Bank Jyske Bank Nordea Sydbank Topdanmark Tryk	23,7	17,6
Informationsteknologi	SimCorp			3,4	2,6
Telekommunikation				0,0	1,7
Koncessioneret service		Dong Energy		0,6	4,7
Ejendomsselskaber				0,0	0,5
Total	42,3	34,0	23,7	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 blev et godt kvartal med en stigning på 9,5 pct., hvilket er en anelse bedre end markedet, der steg med 9,0 pct. Stigningerne er drevet af øget interesse for regionen fra globale investorer, en attraktiv værdifastsættelse samt generelt bedre resultater for regionens selskaber. Flere af afdelingens teknologiaktier bidrog positivt, herunder Sunny Optical og Largan, som fortsat nyder godt af opgradering af kameraer i smartphones samt efterspørgsel fra bilindustrien. Selskaberne Tung Thih og Kingpak med relation til bilelektronik påvirkede derimod resultatet negativt. Dette skyldes primært den nuværende afmatning i bilsektoren i Kina, hvilket vi dog forventer vil bedres i fjerde kvartal.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Der er ikke sket strategiske ændringer i porteføljen, om end vi har øget eksponeringen mod internetselskaber i Kina samt elektronik til biler.

I september besøgte vi Filippinerne. Den ny præsident, Duterte, har gjort sig bemærket for sin hårdhændede behandling af narkogangstere og uheldige optræden over for præsident Obama. Men der er også en lang mere positiv side. Vi ser, at der bliver igangsat massive investeringer i den manglende infrastruktur. Der er også tegn på en række andre positive tiltag – herunder en ny skattereform. Vi forventer derfor at opretholde en pæn overvægt i Filippinerne.

I Indien er den længe omdiskuterede momsreform blevet vedtaget, hvilket er positivt. I slutningen af kvartalet faldt de indiske aktier dog kraftigt, da det indiske militær slog til over for terrorister i Pakistan. Vi er dog fortsat meget positive over for Indien.

Omlægninger

I kvartalet har vi øget vægten i de kinesiske internetselskaber Alibaba og Baidu i lyset af den stærke strukturelle vækst. I Indien har vi valgt at investere i **Adani Ports**, som er Indiens største operatør af havne. Vi forventer, at Adani Ports vil nyde godt af den accelererende udbygning af landets infrastruktur. Vi har finansieret købene ved at reducere vores høje vægt i Sunny Optical grundet en høj prisfastsættelse. I Indien har vi solgt **Tech Mahindra** grundet marginpres inden for sektoren. I Kina har vi solgt **Wuxi Weifu** efter et skuffende resultat. I Singapore har vi solgt **Ezion** som følge af udfordringer inden for olieindustrien, mens vi i Taiwan har solgt **Advanced Semiconductor Engineering** grundet bekymring for, at producenter af halvledere overtager disse services.

Risikomærkning

Læs mere om risikomærkning på www.cww.dk

Fondskode DK0060057644

Afdelingens start: 07.12.2006

Læs mere på: www.cww.dk/asien

Nøgletal

30.09.16

Formue (i 1.000 kr.) 1.272.639

Cirkulerende andele stk. 7.718.980

Udbytte 0,00

Indre værdi 164,87

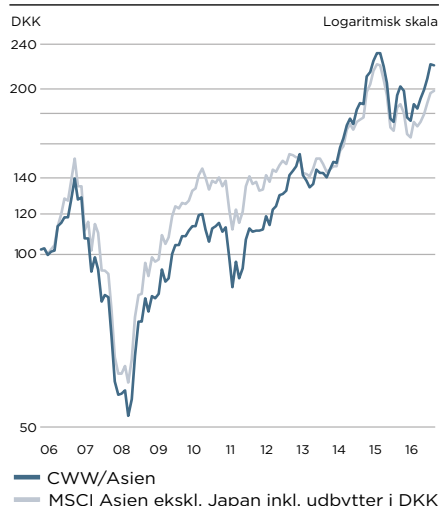
Officiel kurs 167,90

Afkast i pct./Merafkast i pct.point	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Asien	23,4	55,2	127,2	-	7,5
Benchmark*	15,8	33,2	66,7	-	6,7
Asien merafkast ift. benchmark*	7,6	22,0	60,5	-	0,8

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	16,4	15,8	-	20,0
Std.afv. % p.a. benchmark*	14,9	14,1	-	19,3
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	0,9	1,0	-	0,3

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

Afkastudvikling (start indeks 100)



Placering i IFB's afkaststatistik

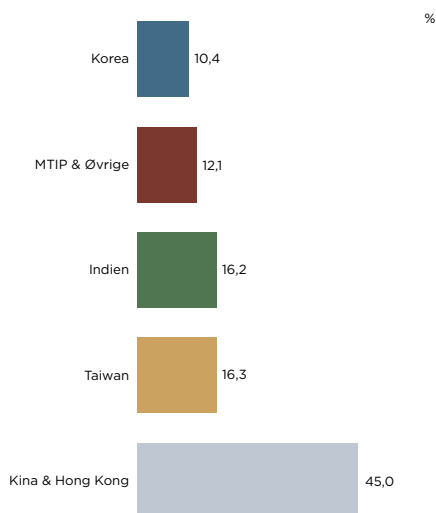


Investeringsfilosofi

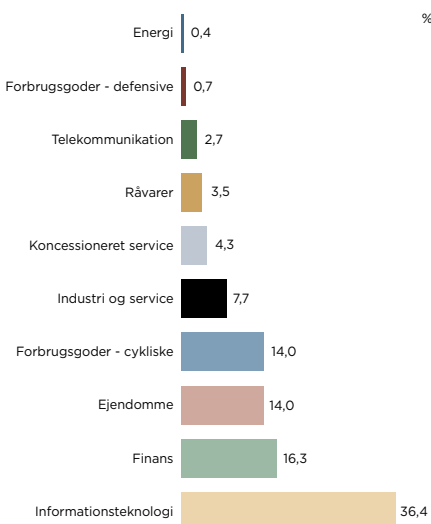
Afdelingens målsætning er at skabe langsigtet høj værditilvækst for den tålmodige investor. En værditilvækst, der overstiger markedsafkastet med en moderat risiko på niveau med eller under markedsrisikoen.

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

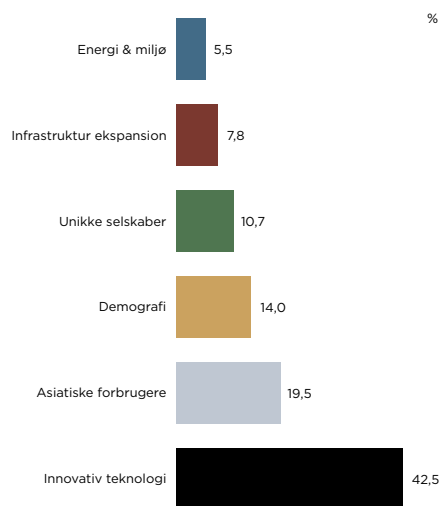
Geografisk fordeling af porteføljen pr. 30.09.16



Sektorfordeling af porteføljen pr. 30.09.16



Tematisk fordeling af porteføljen pr. 30.09.16





Emerging Markets

Status på kvartalet

Afdelingens afkast var på 7,0 pct., hvilket dog var 0,9 procentpoint lavere end markedet. Det positive afkast skyldes i særligt grad udsigten til fortsat lempelig pengepolitik på globalt plan i kølvandet på Brexit. Det lidt lavere relative afkast skyldes bl.a. en negativ udvikling i Do & Co og Tung Thih. Turkish Airlines blev påvirket af den usikre situation i Tyrkiet, og selskabet er en stor kunde hos cateringselskabet Do & Co. Do & Co vinder dog fortsat nye kontrakter og reducerer dermed afhængigheden af Turkish Airlines. Tung Thihs salg har skuffet en anelse ift. meget høje forventninger. Selskabet har dog gode udsigter som leverandør af aktiv sikkerhed til biler.

Teknologiaktierne Sunny Optical og Alibaba var blandt kvartalets mest positive bidragsydere. Førstnævnte er godt positioneret ift. det øgede antal kameraer på biler, og Alibaba leverede et stærkt kvartalsresultat, hvilket understreger selskabets position inden for internethandel i Kina.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Porteføljen er sammensat af selskaber, der har en stærk finansiel position og ledelse, samt en solid forretningsmodel, der ideelt set understøttes af strukturelle vækst drivere. Vi vurderer, at forbrugsvækst i udviklingslandene og elektrificering af biler er blandt de mest interessante væksttemaer i det aktuelle marked. Trods overordnede usikkerheder i en række udviklingsøkonomier kan der skabes et solidt afkast ved at fokusere på de lande, hvor der bliver skabt rammer for vækst, samt de mest solide væksttemaer og selskaber.

Omlægninger

I kvartalet købte vi **Crompton Greaves Consumer Electrical (CGCEL)** og solgte **Is Reit**, **Gulf Intl. Services (GISS)** og **Advanced Semiconductor Engineering (ASE)**.

Indiske CGCEL producerer ventilatorer, lamper, pumper og hvidevarer. Ledelsen er fokuseret på branding og distribution for at drive salget. Opførelsen af flere boliger i landdistrikterne og udbredelsen af elektricitet på tværs af Indien er strukturelle medvind for selskabet. Sommerens kupforsøg i Tyrkiet har givet Erdogan mulighed for at konsolidere sin magt, og det kan have betydelige konsekvenser for inflationen, valutaen og forbruget. Derfor solgte vi Is Reit. GISS blev solgt pga. forventning om en fortsat lav oliepris. Vi solgte ASE grundet afmatning i salget af nogle af de større kunders vigtige produkter som bl.a. Apple Watch. Derudover er der risiko for øget konkurrence fra kinesiske og taiwanske selskaber, der bevæger sig op ad værdikæden.

Risikomærkning

Læs mere om risikomærkning på www.cww.dk

Fondskode DK0015945166

Afdelingens start: 01.10.2014

Læs mere på: www.cww.dk/em

Nøgletal

30.09.16

Formue (i 1.000 kr.)	43.962
Cirkulerende andele stk.	202.991
Udbytte	0,00
Indre værdi	216,57
Officiel kurs	216,20

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 foreningens øvrige afdelinger.

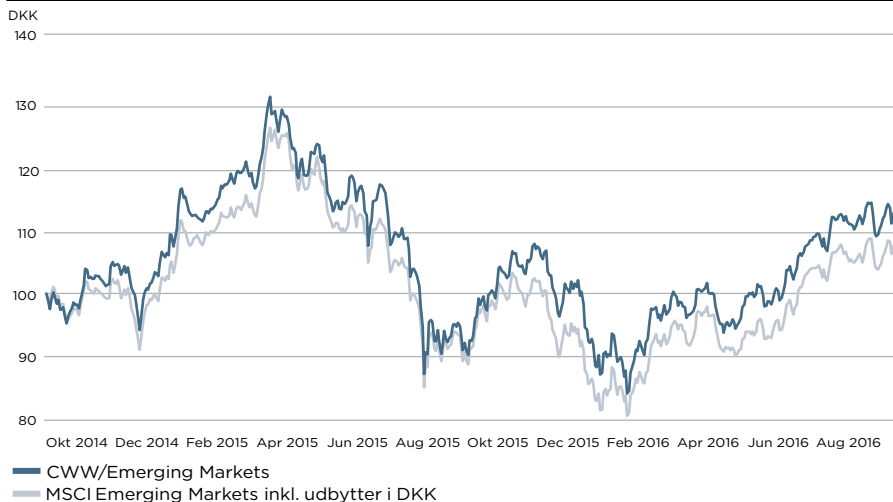
Afdelingen er velegnet for langsigtede investorer som supplement til f.eks. afdeling Globale Aktier, og for investorer, som ønsker en direkte eksponering til væksttemaerne inden for emerging markets

Afkast i pct./Merafkast i pct.point	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Emerging Markets	19,3	-	-	-	5,3
Benchmark*	15,8	-	-	-	3,0
Emerging Markets merafkast ift. benchmark*	3,5	-	-	-	2,3

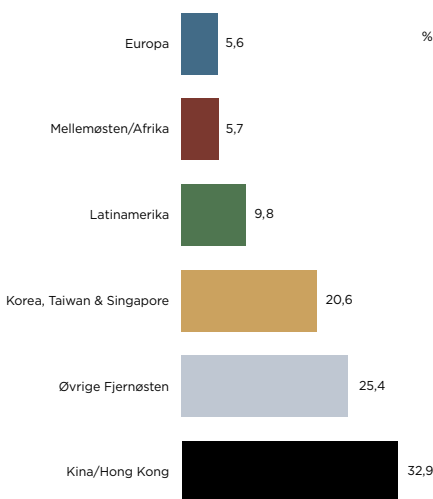
Risiko (ingen data, da afdelingens levetid er under 3 år)	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	-	-	-	-
Std.afv. % p.a. benchmark*	-	-	-	-
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	-	-	-	-

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

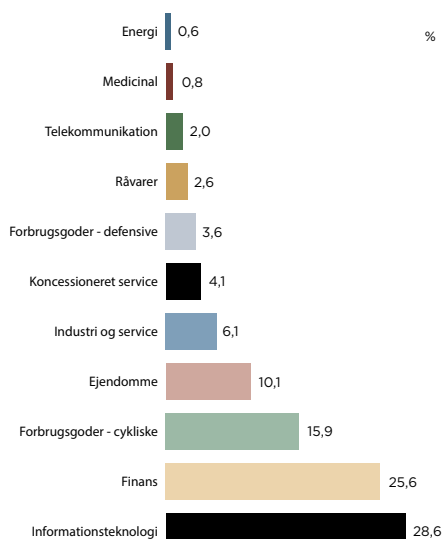
Afkastudvikling (start indeks 100)



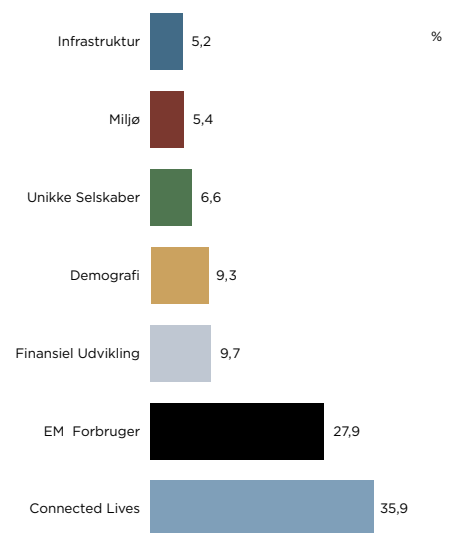
Geografisk fordeling af porteføljen pr. 30.09.16



Sektorfordeling af porteføljen pr. 30.09.16



Tematisk fordeling af porteføljen pr. 30.09.16



AMAZON - EN GLOBAL VINDER

GA ETK



Gennem en lang årrække har vi investeret i teknologier, der kan bidrage til at gøre tilværelsen lettere og mere effektiv. Enhver virksomhed, der tilbyder dette, vil sandsynligvis være en potentiel vinder - særligt, når man har hele verden som markedsplads.

Vi har øget vores eksponering i dette tema og investeret i Amazon. Amazon er en global e-handelsplads, der dels tilbyder hurtig og billig levering og dels "Cloud Computing". Amazon er godt på vej til at opnå en høj andel af stort set alle onlinetransaktioner, og selskabet har succes både i og uden for USA. Desuden tror vi på Amazons IT-løsninger med adgang til "Skyen" til erhvervsdrivende selskaber. Denne service står ved en skillevej, hvor mange selskabers produkter og drift vil basere sig på teknologiske ydelser gennem "Skyen". Amazon drager således fordel af to sekulære vækstmuligheder - online-handel og "Cloud Computing". Det er derfor ikke usandsynligt, at Amazon målt på markedsværdi om få år bliver verdens største selskab.

Hvorfor nu...? Amazon effekten!

Svage første kvartalsregnskaber fra særligt tøjbutikker og ledelseskommenterer fra blandt andet Macy's, som faldt 15 pct. på én dag, tolkede mange som en generel svaghed blandt de amerikanske forbrugere og et eventuelt recessionssignal. Den underliggende årsag var efter vores opfattelse en anden. Skiftet og accelerationen af online-handel blev tydeliggjort her, og den tiltagende styrke i "Amazon-effekten" over den senere tid bragte os til købsbeslutningen. Vi har de senere år set forretningsmodeller blive ødelagt, og det er svært at tilpasse en fysisk lokal butik til en ny global virkelighed, hvor konkurrenten hedder Amazon. Ser vi på virksomheder som Macys og Nordstrom (varehuse), har de alene de seneste 12 måneder mistet ca. 50 pct. af deres markedsværdi. Vi tror, at dette skyldes "Amazon-effekten", hvor forbrugerne foretrækker at handle deres

varer over nettet. Særligt tøj er en stor online-handelsvare. Amazon er i dag den næststørste tøjleverandør med 7 pct. af det amerikanske beklædningsmarked. I 2005 havde amerikanske varehuse en markedsandel på 26 pct. af det amerikanske tøjsalg. I dag er dette 11 pct., og vi tror, at markedsandelen bliver reduceret til 7 pct. i 2020. Omvendt tror vi, Amazon, med deres investeringer i flere distributionscentre og logistikoptimering, kan opnå en markedsandel på ca. 20 pct. af den amerikanske beklædningsindustri.

Abonnementer skaber medvind

I Carnegie WorldWide foretrækker vi virksomheder med loyale kunder. I Amazon skabes loyaliteten gennem abonnementer - f.eks. er en abonnent ca. 6 gange mere tilbøjelig til at købe tøj via Amazon. Abonnementet Amazone Prime koster USD 99 årligt - men selve værdien er langt højere. Abonnementet er en vækstplatform, der øger kundernes incitament til bruge sine penge via Amazon. Endelig tilbydes abonnementskunder adgang til mange andre tjenester i Amazons netværk f.eks. bøger, film, musik, ubegrænset foto-opbevaring. Antallet af abonnementer har globalt været stigende med over 50 pct. de seneste to år.

Amazon Prime-abonnenter bruger i gennemsnit USD 2.400 årligt på Amazon. De kunder, der ikke er abonnenter, bruger ca. USD 350 årligt. Dette betyder, at ca. 60 pct. af det samlede forbrug kommer fra abonnenterne, selv om de udgør mindre end 20 pct. af den samlede kundebase. Dette understreger indtjeningskraften i abonnementet. I 2015 havde Amazon ca. 44 mio. husstande med abonnementer USA. Vi tror, at dette stiger til omkring 52 mio. i 2020, hvilket er ca. 35 pct. af de amerikanske husholdninger. Dette skaber en flerårig voksende medvind i USA.

Markedsleder i cloud-tjenester

Amazon er den klare markedsleder inden for "cloud"-tjenester – større end Azure (Microsoft) og Google tilsammen. Det er sandsynligt, at Amazon Web Services (AWS) vil vokse over 50 pct. næste år og bidrage med 55 pct. til Amazons samlede driftsindtægter i 2016. Derfor er AWS en vigtig drivkraft for Amazons samlede rentabilitet.

Amazons introduktion af deres cloudprodukt i 2006 markerede begyndelsen på et stort skift i markedet for computerteknologi til erhvervssegmentet, der giver selskaberne en billigere og mere fleksibel IT-infrastruktur. Amazon har på dette område skabt banebrydende forretningsmodeller, og AWS opererer i dag på mere end 1 million servere på verdensplan. Med massemarkedets accept af cloudløsninger er AWS en væsentlig drivkraft i vores investeringscase.

En langsigtet vinder

Vi ser Amazon som den strukturelle vinder på den globale e-handelsplads. Det samlede marked er enormt, da den globale detailsektor skønnes at have en omsætning på USD 22.600 milliarder i 2015. I 2019 forventes denne at stige til USD 28.000 milliarder.

Amazon Prime og Amazons andre aktiviteter, der opfylder behovet for bekvemmelighed og en hurtigere og billigere levering, driver eksponentiel vækst til Amazon. I 2015 tog Amazon hele 23 pct. af den samlede vækst i detailhandlen og ca. halvdelen af væksten i e-handel i USA. Vi tror, at e-handel vil fortsætte med at udgøre en større andel af detailsalget, der i 2016 er på 9 pct. i USA, Tyskland og Canada – særligt inden for beklædning tror vi, at Amazon har et stort potentiale.

Den største risiko ved en investering i Amazon er den umiddelbart høje prisfastsættelse af aktien, der er på næsten 50 gange den forventede indtjening i 2017. Vi har dog en stærk tro på, at selskabet kan fortsætte den høje salgsvækst i mange år. Dette kan føre til endnu højere indtjeningsvækst i takt med, at investeringerne som andel af salget falder. Denne udvikling vil føre til højere indtjeningsmarginaler. I dette scenarie er der stadig et stort potentiale i aktien, fordi Amazon er den absolut førerende i en industri, hvor de store bare bliver større, da nytilkomne har svært ved at konkurrere mod Amazons veletablerede stor-driftsfordele.

Afdelingerne Globale Aktier og Globale Aktier Etik har været investeret i Amazon siden juli 2016.

CWW.DK/TILMELD-
NYHEDSBREV

HONG KONG – VERDENS DYRESTE EJENDOMSMARKED

GA ETK AS EM



Det er dyrt bo i Hong Kong – f.eks. betaler indbyggerne mere end 60 pct. af den gennemsnitlige indkomst i husleje.

Selv om der er sket et fald i udlejningspriserne inden for det seneste år, bor mange kinesere i Hong Kong stadig i små lejligheder af dårlig kvalitet, hvorfor mange stræber efter at forbedre deres boligforhold. Hong Kong et vigtigt led i Kinas økonomiske udvikling, så vi tror, at priserne vil forblive høje.

Sun Hung Kai Properties (SHKP) er et af de største ejendomsinvesterings- og udviklingselskaber i Hong Kong. Kernevirksomheden komplementeres med aktiviteter inden for bl.a. hoteldrift, forsikring og finansielle ydelser. SHKP har f.eks. ejerskab i Hong Kongs to største bygninger: The International Finance Centre med kontorer, butikcentre og hoteller ovenpå Hong Kong Station med direkte forbindelse til lufthavnen og tæt på havnen – og i Hong Kongs højeste bygning, The International Commerce Center på halvøen Kowloon, der er bygget oven på Kowloon metrostation. Begge disse ejendomme er stort set fuldt udlejet og tiltrækker dagligt tusindvis af købestærke kinesere. Selskabet ejer ejendomme på i alt 1,9 mio. kvm. og har den største investeringsportefølje i Hong Kong.

SHKP ejer og opkøber også jord i landområdet "New Territories" i forbindelse med planlagte nye metrobyggerier og jernbaner. Meget af selskabets fokus ligger her, da disse projekter imødekommer efterspørgslen efter at bo tæt på forbindelser til Kowloon og Hong Kong Island, hvor de fleste af Hong Kongs indbyggere arbejder, og hvor mange forretningsdrivende ønsker at placere sig. SHKP ejer ca. fem millioner kvm. land, hvor halvdelen allerede er udviklet, og den anden halvdel skal bruges til selskabets fremtidige projekter. Selskabet køber løbende nye jordlodder, så der i "landbanken" hele tiden er nok jord til de næste 5-6 års projekter.

På trods af megen negativ omtale til ejendomssektoren i Hong Kong er SHKP i stand til at sælge ca. 80 pct. af deres lejligheds-

projekter, allerede før de opfører dem, hvilket positivt adskiller dem fra konkurrenterne. I 2016 regner SHKP med at bygge 5.000 nye lejligheder, hvilket ventes at stige til op mod 6.000 lejligheder årligt de kommende år. De nye ejendomsprojekter vil også betyde ekspanderende udlejningsindtægter, som mere end kompenserer for den generelle svækkelse af forbruget fra den lokale befolkning og turisterne.

SHKP's mange forestående projekter betyder en opjustering af indtjeningsvæksten, som, vi forventer, vil ligge på 10-15 pct. i de kommende år drevet af huslejestigninger på selskabets ejendomme, salg af ejerlejligheder samt indtjening fra færdiggjorte erhvervsbyggerier.

Grundet den negative stemning på ejendomsmarkedet i Hong Kong, handler SHKP's aktie til en relativ lav prisfastsættelse med en rabat på godt 40 pct. i forhold til den indre værdi – hvilket er lavere end gennemsnittet de seneste 10 år. Da selskabet stort set er gældfrit, og meget af den negative stemning i Hong Kongs ejendomssektor allerede er indregnet i kursen, ser vi gode afkastmuligheder i aktien.

Afdelingerne Asien og Emerging Markets har været investeret i SHKP siden april 2016. Afdelingerne Globale Aktier og Globale Aktier Etik og har været investeret i SHKP siden juli 2016.

CWW.DK/TILMELD-
NYHEDSBREV

INTELLIGENTE FORVENTNINGER TIL FREMTIDEN

De seneste år er skyen (Cloud Computing) og kunstig intelligens blevet en realitet, der både i dag og på sigt skaber nye banebrydende forretningsmodeller.

Læs mere på cww.dk

GA ETK STA DA AS EM



INVESTERING MED ELLER UDEN TOBAK?

Trods den tilbagevendende politiske og samfundsmæssige debat har tobaksindustrien paradoksalt nok været den bedste sektor, en aktieinvestor kunne investere i over de seneste 1 år, 5 år og 25 år.

Læs mere på cww.dk

GA



ASIATISK BIL-TEKNOLOGI I FØRERSÆDET

Den aktive køresikkerhed, der hjælper føreren ud af vanskelige og farlige situationer som f.eks. risiko for sammenstød, dårligt føre og parkering, er en industri i stærk vækst.

Læs mere på cww.dk

AS



LÆS FLERE ATIKLER PÅ CWW.DK/NYHEDSCENTER

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

Carnegie WorldWides kerne- og vækstafdelinger



afdeling Asien får du fordelene 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 14. oktober 2016. Kvartalsorienteringen for 3. kvartal 2016 er udsendt til alle medlemmer den 28. oktober 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 kernen i teamet er næsten uændret siden 1990. Derfor er det de samme mennesker, som siden starten har holdt fast i vores langsigtede værdier: **Fokus, Stabilitet og Passion.**

Alle Carnegie WorldWides afdelinger 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.

VI HAR SNÆVRET
50.000 PAPIRER IND TIL 30,
SÅ DU KAN NØJES
MED AT VÆLGE ÉT.

INVESTERINGSFORENINGEN CARNEGIE WORLDWIDE

Dampfærgevej 26 · DK-2100 København Ø

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