



# CARNEGIE WORLDWIDE LONG/SHORT FUND

## Kvartalsorientering 4. kvartal 2006

Efter et solidt 4. kvartal kom Carnegie WorldWide Long/Short op på et afkast på 10,1% i 2006. Dermed er der skabt et afkast til investorerne efter omkostninger på 76,1% over de 3½ år fonden har eksisteret. Til sammenligning er afkastet på den korte risikofrie investering 9,0% over levetiden, mens MSCI's aktieverdensindeks er 56,5%. Dermed har fonden næsten skabt 20%-point i merafkast under væsentligt lavere risiko end aktieverdensindekset i levetiden.

Fondens risikomål - standardafvigelsen, som er et mål for de udsving, der er i porteføljens værdi på daglig basis - har været 7,4% p.a. i levetiden, og dermed markant lavere end aktieverdensindeksets risiko på 11,4% p.a.

Fondens afkast i både 4. kvartal 2006 samt på året 2006 som helhed var også noget højere end den risikofrie rente samt aktieverdensindekset under et, og risikoen var også her lavere, som det fremgår i fact sheet på sidste side af denne nye version af kvartalsorienteringen.

Fonden har dermed levet op til målsætningen om at skabe et godt absolut afkast under lav risiko.

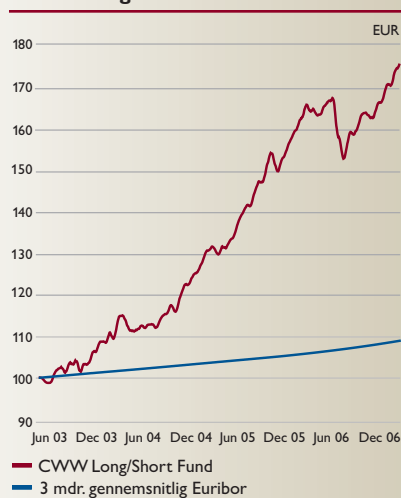
Vi ser frem til fortsat at skabe et godt risikojusteret afkast uanset markedsudviklingen til vores investorkreds.

**CARNEGIE  
ASSET MANAGEMENT  
FONDSMÆGLERSELSKAB A/S**

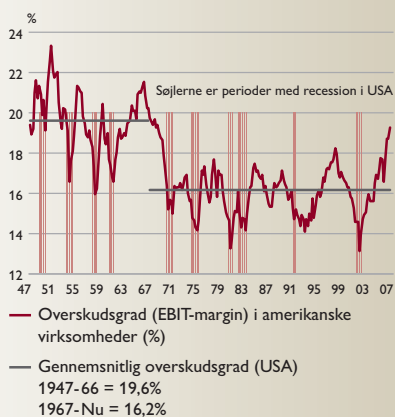
Dampfærgevej 26  
DK-2100 København Ø  
Tlf: +45 35 46 35 00  
Fax: +45 35 46 36 00  
[www.cww-hedge.dk](http://www.cww-hedge.dk)

# Long/Short Fund

## CWW Long/Short Fund levetid



## Stærk indtjening i virksomhederne



Kilde: US Bureau of Economic Analysis and Citigroup Investment Research

## Performancekommentar for kvartalet

Trods en voldsom aktivitetsnedgang i det vigtige amerikanske husmarked steg aktiemarkederne alligevel i 4. kvartal 2006. De globale aktiemarkeder steg således 4,1% i kvartalet i en ganske jævn opadgående bevægelse over kvartalet drevet af fortsat stærk likviditet ind i aktiemarkederne.

Fonden adderede 3,3%-point i merafkast i forhold til aktieverdensindekset i kvartalet og skabte således 7,4% i afkast. I det stærke marked var det særligt de lange positioner, som bidrog positivt. Her var det aktier som Japan Tobacco, engelske Punch Taverns, franske EDF, kinesiske Sinopec, indiske Bharti, Singapore-selskabet Suntec samt russiske Sberbank, som steg særligt meget.

Det er vanskeligt at finde gode short aktier i et kvartal, hvor alt næsten stiger. En kraftig nedgang i kursen på amerikanske Micron på ca. 20% var et af de få lyspunkter på short siden, fonden havde nytte af. Der var et samlet positivt resultat fra de "pair trades", der er etableret i porteføljen i kvartalet.

## Risikofaktorer i markedet

En omdiskuteret risikofaktor er, hvorvidt vi har set toppen af virksomhedernes profitabilitet efter de kraftige stigninger i indtjeningen gennem de seneste år. På kort sigt er vi mindre bekymrede for denne faktor af tre årsager:

1. Der er ikke nogen klar sammenhæng mellem en top i virksomhedernes forrentning af egenkapitalen og den efterfølgende kortsigtede aktiemarkedsudvikling – særligt ikke når det er en omdiskuteret faktor.
2. Det gennemsnitlige selskab har en lav gældsandel og kan øge sin profitabilitet på kort sigt ved at geare sig.
3. Fra 1950 til 1965 var der en lang periode med konsistent høj profitabilitet på nuværende niveau, som illustreret til venstre.

Vi fokuserer derfor i langt højere grad på den strategiske position og de deraf følgende langsigtede indtjeningsmuligheder for det enkelte selskab, for at finde vindere og tabere. Udover andre af de meget diskuterede risikofaktorer som det amerikanske husmarked og den politiske situation i Mellemøsten findes der en mere u håndgribelig risiko forårsaget af en høj grad af gearing i det finansielle system. Uanset at instrumenterne til risikoafdækning er bedre end nogensinde for den enkelte finansielle virksomhed, findes den mulighed, at en eller flere aktører ikke har været dygtige nok til at balancere sine risici, eller alternativt at der tages for høj risiko. Alene større udsving på de finansielle markeder, er tilstrækkeligt til at skabe uro i markedet ved et højt gearingsniveau. Ligeledes er ulemper ved den høje grad af globalisering af de finansielle markeder, at problemer hos en aktør, lynhurtigt vil forplante sig til andre markedsdeltagere og dermed sprede sig til ulempe for markedet. Robustheden er dog stor, idet den finansielle sektor generelt er ganske velkonsolideret og har vist god modstandskraft gennem de seneste år.

Der er fortsat en høj grad af likviditet til investering i de globale aktiemarkeder. De stigende korte renter verden over har ikke haft nogen effekt, selvom vi løbende har set med nogen bekymring på dette. Det tegner til at den lette adgang til likviditet kan fortsætte nogen tid endnu. Det kræver dog en fortsættelse af rimelig økonomisk vækst uden inflationspres. Den amerikanske centralbank har

igen skabt sig et vist råderum til at sænke den korte rente fra nuværende 5,25%, såfremt væksten bliver lavere end ventet. Idet aktiemarkedet er attraktivt vurderet på nuværende nøgletal i forhold til stats- og erhvervsobligationer, er det sandsynligt at der fortsat vil være nettoefterspørgsel efter aktier med deraf følgende stigende kurser. Vi kan dog igen i 2007 vente os væsentlige udsving på aktiemarkedet.

## Den aktuelle investeringsstrategi

Carnegie WorldWide Long/Short Fund er fortsat fokuseret på større selskaber, idet det er her, man kan finde billige selskaber til den lange side og likviditet til den korte side.

Vi finder langsigtede gode muligheder i Emerging Markets og har en væsentlig eksponering her. Dog er ”prisen” store udsving i kurserne undervejs.

Globaliseringen skaber muligheder og trusler for det enkelte selskab. Sektorer præget af overkapacitet er særligt udsatte i en global markedsøkonomi. Ligeledes skaber den teknologiske udvikling særligt inden for telekommunikation overkapacitet, og hårdere konkurrence ventes at lede til lavere indtjening særligt blandt udvalgte europæiske selskaber.

Det er primært fondens mål at fange de store trends frem for en dyr og hyppig omlægningsaktivitet for at fange helt kortsigtede bevægelser i markedet.

## Væsentlige omlægninger på den korte og lange side

Det væsentligste skift i fonden i 4. kvartal 2006 var øget eksponering til store nordamerikanske selskaber. Fondens har i løbet af kvartalet øget eksponeringen i USA og har nu en positiv nettoeksponering med en stærk bias til store selskaber, hvor fondens største short position er det amerikanske small cap indeks Russell 2000. I kvartalet blev Nasdaq således fjernet på short siden, mens GE og Caterpillar blev købt til. Begge selskaber er fremragende eksempler på store amerikanske selskaber, som handles til en rimelig pris med gode langsigtede vækstudsigter. Mindre positioner i de to amerikanske noterede selskaber Google og Aflac blev derimod solgt i perioden. Ligeledes blev amerikanske CVS ombyttet med canadiske Shoppers Drug Mart. CVS indgik i fusionsdrøftelser med Caremark, og det ændrede den oprindelige stabile væksthistorie i CVS så meget, at vi fandt anledning til at sælge CVS. Derimod ser vi mange års stabil vækst i det canadiske marked for apoteker- og retailkæden Shoppers Drug Mart, idet det canadiske marked ikke er så konsolideret og konkurrencepræget som det amerikanske.

Udover en række småjusteringer i eksisterende positioner, ledte selskabsspecifikke forhold os til at tilbagekøbe short positioner i Nobel BioCare og Vodafone, samt at sælge lange positioner i franske Soitec og Resorts World i Malaysia. Det blev endeligt valgt at etablere en position i farmaselskabet Novo Nordisk. Vi ser Novo som et velkøbt selskab med en strategisk stærk global position og et bredt produktprogram, der adresserer det stigende diabetes marked.

## Korrelation og standardafvigelse

Fonden havde en samhørighed/korrelation i kvartalet i forhold til verdensmarkedet på 0,47 og til S&P 500 på 0,30, hvilket er noget højere end sidste kvartal. Fondens risiko, udtrykt ved standardafvigelsen, var på 6,5% p.a. i kvartalet. Det var fortsat lavere end standardafvigelsen på MSCI World, som lå på 8,3% p.a.



## Forventninger til Long/Short Fund

Vi har på nuværende tidspunkt en ganske positiv holdning til markederne og dette afspejler sig i en forholdvis høj nettoeksponering i fonden. Fondens høje grad af fleksibilitet giver os dog mulighed for at ændre denne eksponering såfremt markedsklimaet skulle ændre sig markant.

## Investeringsfilosofi - Long/Short Fund

Det er fondens formål at skabe et langsigtet godt absolut afkast uanset aktiemarkedsudviklingen. Investeringsfilosofien er kendetegnet ved at være meget fokuseret. Der investeres typisk i maksimalt 30 selskaber på den lange side, med maksimalt 10 "pair trades" samt maksimalt 30 short positioner. Fondens investeringer er baseret på fundamentalanalyse og det lange seje træk, og der holdes typisk en lav omsætnings hastighed.

Nøgletal	31.12.06	30.09.06
Formue (i 1.000 EUR)	564.302	554.136
Cirkulerende andele stk.	3.195.786	3.372.287
Indre værdi	176,10	163,98

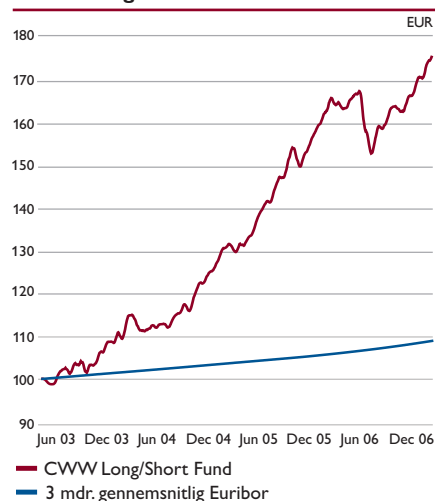
### Fondskode - obligationen DK0003444008

Fondskode - fonden i VP (lsin)	1631284 LU0171715930
--------------------------------	-------------------------

### Udvikling i brutto- og nettoeksponering

Investeringsgrad (%)	Okt	Nov	Dec
Bruttoeksponering	184	184	184
Nettoeksponering	82	86	88
Bruttoeksponering beta-justeret	166	153	160
Nettoeksponering beta-justeret	65	67	75

### CWW Long/Short Fund levetid



### Afkast og standardafvigelse

	Okt	Nov	Dec	3. kvartal	4. kvartal	År til dato	12 mdr. rl	2004	2005	Levetid*
Afkast på porteføljen (%)	1,5	2,9	2,9	3,9	7,4	10,1	10,1	19,1	27,6	76,1
Afkast på benchmark** (%)	0,3	0,3	0,3	0,8	0,9	3,2	3,2	2,2	2,2	9,0
Afkast på MSCI World*** (%)	2,9	-1,4	2,6	5,4	4,1	7,4	7,4	6,5	26,2	56,5
Afkast på S&P 500**** (%)	2,4	-2,1	1,8	6,2	2,0	1,6	1,6	1,1	18,7	25,9
Standardafvigelse på porteføljens afkast p.a. (%)	6,1	6,3	7,1	6,3	6,5	7,9	7,9	7,3	6,0	7,4
Standardafvigelse på MSCI World*** (%)	7,7	8,7	8,3	9,1	8,3	10,2	10,2	11,5	9,8	11,4
Standardafvigelse på S&P 500**** (%)	10,4	10,8	10,2	11,8	10,6	12,0	12,0	14,4	13,5	14,2
Korrelationskoefficient mellem porteføljen og MSCI World***	0,45	0,38	0,61	-0,07	0,47	0,44	0,44	0,42	0,53	0,43
Korrelationskoefficient mellem porteføljen og S&P 500****	0,22	0,25	0,45	-0,17	0,30	0,17	0,17	0,21	0,33	0,22
r <sup>2</sup> til MSCI World*** (%)	20,2	14,8	37,5	0,5	21,9	19,7	19,7	17,9	28,1	18,3
r <sup>2</sup> til S&P 500**** (%)	4,9	6,1	20,0	2,8	8,8	3,0	3,0	4,2	11,2	4,7

\* Levetid er beregnet fra den 24. juni 2003. / \*\* Benchmark er 3 måneders gennemsnitlig Euribor.

\*\*\* MSCI World inkl. geninvesteret nettoudbytte omregnet til EUR. / \*\*\*\* Standard & Poors 500 ekskl. udbytte i EUR.

### Aktieporteføljen pr. 31.12. 2006

	USA og Canada	Japan	Øvrige Fjernøsten	Storbritanien	Kontinental-europa	"Emerging Markets"	Total	Beta
<b>Energi</b>	Exxon Mobil 4,1		Sinopec 3,7	BHP Billiton 2,9	Statoil 2,9 Total 3,5		17,1	20,9
<b>Råvarer</b>					Holcim 3,6 Stora Enso -1,9		1,7	1,7
<b>Industri og service</b>	Caterpillar 1,9 General Electric 2,9 Praxair 3,5				Michelin -1,8 Valeo -0,6		5,9	6,1
<b>Forbrugsgoder - cykliske</b>			Esprit 4,0 Pantaloon Retail 1,7	Punch Taverns 4,9	Volkswagen -2,3		8,3	9,4
<b>Forbrugsgoder - defensive</b>	Altria 5,4	Japan Tobacco 5,6		BAT 4,9	Nestlé 5,6		21,5	13,0
<b>Medicinal</b>	Shoppers Drug 2,9				Novartis 3,7 Novo Nordisk 3,1 Roche 4,1 Straumann 1,9		15,7	7,7
<b>Finans</b>	JP Morgan -1,7	MUFG 2,9	HDFC 5,4 Suntec 3,2		Allianz 4,5 Banco Bilbao 3,2 UBS 2,1	Sberbank 5,1	24,7	25,3
<b>Informationsteknologi</b>	Cisco 4,1 Micron -1,7	Canon 4,5	Samsung Electronics 2,6				9,5	9,3
<b>Telekommunikation</b>			Bharti Airtel 3,4		Deutsche Telecom -1,7		1,7	2,4
<b>Koncessioneret service</b>					EDF 5,3 E.ON 5,6		10,9	10,9
<b>Markedsindeks</b>	Dow Jones Financial Select Sector -5,5 Russell 2000-11,9	Nikkei US -4,2	Hang Seng (Future) -3,5		EURO Stoxx 50 (Future) -6,0 Stoxx 50 (Future) -5,5		-29,5	-28,5
<b>Total</b>	11,1	8,8	20,5	12,7	29,3	5,1	87,5	-
<b>Beta-justeret</b>	8,0	6,7	23,2	11,6	22,3	6,4	-	78,2

Note: Tallet bagved navnet på aktien angiver i procent andelen af hedgefondens markedsværdi. Aktier hvor tallet er negativt, er "korte" positioner.

Redaktionen er afsluttet den 8. januar 2007. Kvartalsorienteringen for 4. kvartal er offentliggjort på [www.cww-hedge.dk](http://www.cww-hedge.dk) den 24. januar 2007 og udsendt til investorer den 2. februar 2007.