

Kvartalsorientering 3. kvartal 2009
Tema: Nyt lederskab i verdensøkonomien

Indholdsfortegnelse

Forord	3
Nyt lederskab i verdensøkonomien	4
Globale Aktier	8
Europa	11
Danske Aktier	14
Østeuropa	17
Emerging Growth	20
Investeringsforeningen Carnegie WorldWide	23



Forord

Kære investor

Den gode udvikling på aktiemarkederne fortsatte i 3. kvartal med gennemsnitlige afkast på 13% målt på verdensindekset. De danske aktier skiller sig positivt ud med et afkast på 17%. For medlemmer med interesse for de danske aktier er det værd at lægge mærke til, at afdeling Danske Aktier nu i et stykke tid har ligget i toppen blandt konkurrenter, hvad enten vi måler på korte eller lange tidshorisonter.

“Afdeling Danske Aktier i top blandt konkurrenter”

Afdeling Globale Aktier har fokus på selskaber med høj underliggende profitabilitet, stærk balance, og som har vinden i ryggen af langsigtede strukturelle trends. Udviklingen i år med den markante forbedring af kreditmarkederne har dog givet de største kursstigninger til de mest cykliske aktier samt selskaber med stor gæld. Afdeling Globale Aktier er derfor i år ikke helt fulgt med markedet. Vi tror dog, at dette er en midlertidig udvikling, som vi har set før i starten af et økonomisk opsving. Efterfølgende plejer kursstigningerne at brede sig til resten af markedet, og set over en længere periode klarer de cykliske og gældsatte selskaber sig generelt dårligere. Vi fastholder derfor en relativt høj andel af de stabile kvalitetsaktier. Vi har dog øget andelen af de direkte investeringer i Kina og Asien, idet finanskrisen som en konsekvens har været med til at definere lederskiftet i verdensøkonomien fra USA til Kina og Asien. I temaartiklen denne gang sætter vi derfor fokus på dette historiske skift i verdensøkonomien.

Med hensyn til udsigterne på aktiemarkederne tror vi, at den nuværende stabilisering og den positive undertone på aktiemarkederne vil fortsætte i den kommende tid understøttet af de lave renter og et rimeligt vækstbillede. Du kan læse mere om vores forventninger og den aktuelle investeringsstrategi i de enkelte afdelinger i kvartalsorienteringen.

Endelig kan vi nu give datoerne for investormøderne til næste år, så sæt kryds i kalenderen for København den 15. marts og for Århus den 16. marts. Vi regner med at udsende invitationer til alle medlemmer i begyndelsen af det nye år. Vi vil fortsætte med at afholde generalforsamlingen og investormøderne separat, da erfaringen fra foråret viste, at separate investormøder giver bedre mulighed for at gå i dybden med investeringsdiskussionerne. Generalforsamlingen for 2010 er fastsat til den 15. april og vil som sidste gang kun fokusere på den formelle dagsorden.

“Sæt kryds i kalenderen investormøder 2010 den 15. og 16. marts”

Har du spørgsmål eller kommentarer til vores afdelinger og investeringer, er du som altid velkommen til at kontakte os for en uformel snak.

God læselyst!

Tim Kristiansen Mikael Randel



Nyt lederskab i verdensøkonomien

Af porteføljeformaler Bo Knudsen

Det blev ikke Chicago, men Rio der løb med værtskabet for OL i 2016. Det var Kina og ikke USA, der kom hurtigst ud af den globale finansielle krise. Disse er to af mange indikationer på et skift i verdensøkonomien, der gradvist finder sted de kommende år. En ny orden tegner sig, hvor en række lande, med Kina i spidsen, får en mere dominerende rolle både politisk, økonomisk og kulturelt.

Den nye verdensøkonomi handler ikke så meget om en amerikansk nedtur, men i højere grad om optur for en række befolkningsrige lande, der i stigende grad lever op til betegnelsen emerging markets. Det er en historisk transformation, der er i gang. Og det er en udvikling, som åbner for spændende investeringsmuligheder. Store forandringer strækker sig dog ofte over længere perioder. Fareed Zakaria sætter udviklingen i historisk perspektiv i sin bog "The Postamerican World". Han beskriver, at der har været tre markante skift i det økonomiske, politiske og kulturelle lederskab i verden over de sidste 500 år.

Det første skift var det vestlige Europas lederskab, der begyndte i det 15. århundrede og markant accelererede med industrialiseringen i det 18. århundrede. Her opstod viden-skab, verdenshandel og kapitalisme og dermed grundlaget for det moderne samfund, vi kender i dag. Det andet efterfølgende skift, som blev særligt tydeligt i slutningen af det 19. århundrede var USA's lederskab. USA blev, efter industrialiseringen, den mest magtfulde nation siden det romerske imperium. Gennem de seneste år har vi oplevet et USA i en historisk unik magtposition, hvor landet har været verdens helt dominerende politiske og økonomiske stormagt.

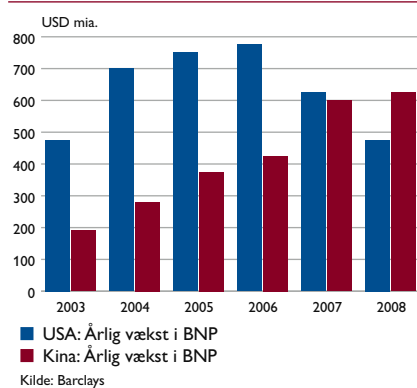
Vi lever nu i en periode, der markerer det tredje store skift over de sidste 500 år ifølge Zakaria. Mange kalder det Asiens genrejsning. Men det ville ikke være en korrekt betegnelse. Selvom Kina og Indien med stor sandsynlighed bliver de dominerende lande i det nye lederskab, er der andre befolkningsrige lande uden for Asien, som eksempelvis Brasilien, der gennemlever en lovende udvikling. Ligeledes er det en tilsnigelse at tale om en genrejsning – i hvert fald i et 500 årigt perspektiv. Mange nævner, at Kina og Indien var lige så rige som Vesten helt op til 1800-tallet med den begrundelse, at den totale størrelse af den kinesiske og indi-

ske økonomi målt på BNP var størst i verden frem til dette tidspunkt. Før industrialiseringen var befolkningens størrelse den primære komponent i måling af BNP, og stort set al produktion var landbrug. Men antallet af mennesker er et unuanceret mål for et økonomisk udviklingsniveau. Det er mere retvisende, når der benyttes BNP per indbygger, med respekt for det vanskelige i at måle økonomisk fremgang langt tilbage i tid. Ifølge Maddisons "The World Economy: A Millennial Perspective" var BNP per indbygger tæt ved konstant i Indien og Kina mellem 1350 og 1950! Altså 600 år med økonomisk stilstand, mens Vesteuropas BNP per indbygger steg med næsten 600% i samme periode. Kinas storhedstid ligger mere end 600 år tilbage. Men Kina står sammen med en gruppe af lande klar til at udgøre et alternativ til USA's dominans både økonomisk, politisk og kulturelt i de kommende årtier.

Kinas rolle i verdensøkonomien

Alt imens finanskrisen ramte hårdt i den vestlige verdens ledende økonomi, klarede Kina, Indien og Brasilien sig med en kort nedgang. Mens amerikansk økonomi sandsynligvis vokser 0,5% over tre-års perioden 2008 til og med 2010, vokser Indiens økonomi formentlig med 17%, og Kinas vokser med 27%. Vi er stadig i en situation, hvor USA er den helt dominerende økonomi i verden, men der sker dramatiske ændringer i magtforholdet, og det afspejler sig i den følgende figur. I dag er den marginale effekt af Kina større end den marginale effekt af USA på verdensøkonomien. Det ses ved, at Kina i 2008 havde en vækst på over 600 mia. USD i BNP, mens USA havde en vækst på 475 mia. USD.

USA og Kinas vækst i BNP

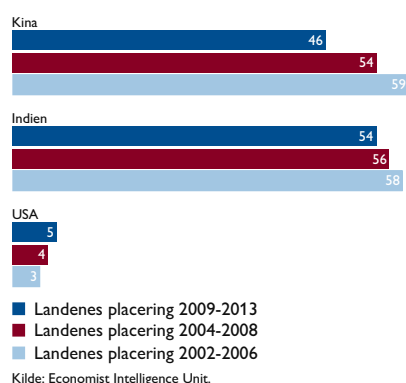


Kina investerer i innovation og skaber fundamentet til fortsat høj vækst

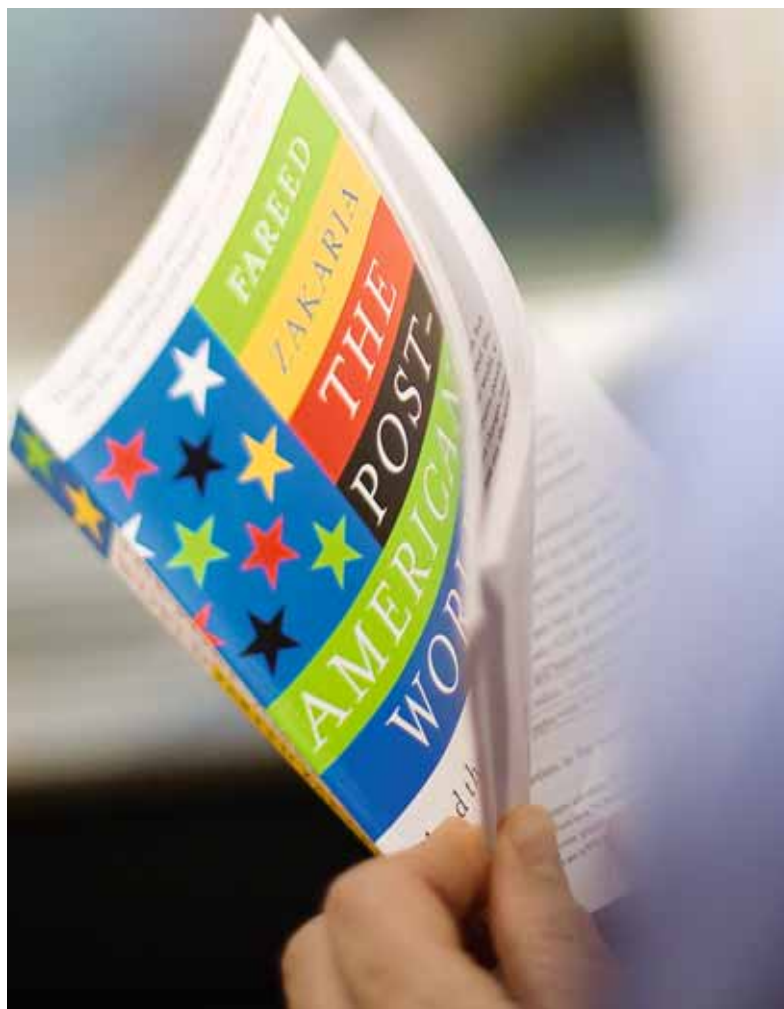
I en åben global økonomi er det afgørende at have en innovativ industri med høj produktivitet for at kunne bevare og forbedre sin konkurrenceevne. Dette forstår man i Kina, hvorfor man afsætter stadig flere ressourcer til forskning og udvikling. I absolutte termer investerer Kina dog mindre end Europa, Japan og USA, men billedet er langsomt ved at ændre sig. Hvis man måler i forhold til økonomiernes størrelse, investerede Kina i 2006 1,6% af BNP i forskning og udvikling. Til sammenligning investerer USA omkring 2,5%. Kina øger dog investeringerne med 20% om året, så Kina når et niveau på 2% af BNP i 2010. I lyset af den økonomiske krise i USA, er det omvendt ikke usandsynligt, at USA må nedprioritere disse investeringer.

Et lands innovationsindsats måles ikke alene ud fra investeringerne i forskning og udvikling. Economist Intelligence Unit har derfor forsøgt at lave et samlet mål for et lands innovationsindsats som udover forskning og udvikling bl.a. også inddrager infrastruktur, uddannelse og den politiske støtte. Som det ses af figuren, er lande som Kina og Indien kraftigt på vej frem, mens USA langsomt må se deres førerposition erodere. Som et resultat af Kinas indsats har landet eksempelvis nu overhalet USA, når det kommer til antallet af personer beskæftiget inden for forskning og teknologi.

Innovationsindeks globalt



Konsekvenserne af disse forandringer er, at lande som Kina og Indien, via deres indsats for at fremme innovation og investeringer i forskning og udvikling i årene fremover,



kan vente højere produktivitetstigninger og en forbedret konkurrenceevne. Dette betyder bl.a., at vi vil se virksomhederne i disse lande forbedre deres markedspå position ved at kunne tilbyde forbedrede produkter og tjenester i forhold til deres vestlige konkurrenter. Denne udvikling skaber i sidste ende det økonomiske fundament for højere samfundsvelfærd, og dermed muligheden for et højere privatforbrug for de lokale forbrugere.

”Et åbent sind og tomme skabe”

Sådan karakteriseres den kinesiske forbruger af manden bag det første store heavy metal band i Kina. Der er stor appetit på at fylde skabet op med forbrugsgoder. Efter 30 års succesfuld økonomisk udvikling, er der nu i højere grad

råd til, ikke blot at fylde skabet med tøj, men også at købe et hus eller en lejlighed, hvori skabet kan placeres. Deng Xiaoping gav en tale i december 1978, som kan karakteriseres, som den vigtigste i moderne kinesisk historie. Budskabet var at lade ideologi vige for facts og pragmatisme og skabe økonomisk vækst. ”Det er ikke vigtigt, om katten er sort eller hvid. Så længe den kan fange mus, er det en god kat”, sagde han. Det handler om at være pragmatisk, og med en vækst på over 9% i 30 år har denne indstilling flyttet omkring 400 mio. personer ud af den yderste fattigdom og har dermed været en enorm succes. Modellen har bygget på fri konkurrence inden for rammer sat af en stærk centraladministration. De to vækstdrivere har været investeringer og eksport. Således eksporterede Kina i 2008 mere på bare én dag, end hvad landet eksporterede i hele 1978.

Dette har ledt til en situation, hvor der særligt er to udfordringer for Kina i de kommende år, for at væksten kan fortsætte. Investeringstakten og eksportandelen skal ned til fordel for indenlandsk forbrug for at opnå en mere balanceret økonomisk model. Det indenlandske forbrug skal op på et højere niveau end de 30-35% af BNP, som Kina ligger på i dag. For det andet skal Kina håndtere de store miljømæssige problemer, som er skabt i kølvandet på, at en betydelig del af verdens industriproduktion er flyttet til Kina. Vi tror, at Kina har en god chance for at adressere disse forhold succesfuldt over de kommende år.

Miljø

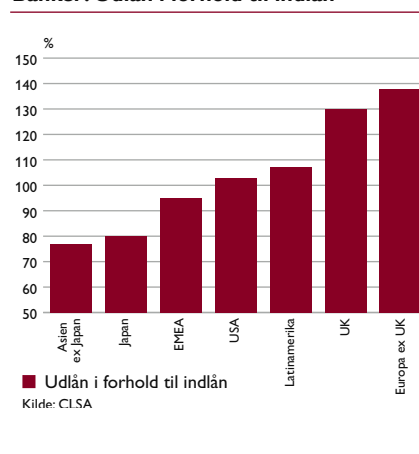
Kineserne er tvunget til skabe løsninger for en mere bæredygtig økonomisk udvikling. Det er ikke muligt at øge penetrationen af biler fra de nuværende 3 biler per 100 indbyggere til eksempelvis et koreansk niveau, hvor 23 ud af 100 personer har en bil, uden at finde en bæredygtig løsning. Det forstår den politiske ledelse. De miljømæssige problemer er synlige og presserende i de store byer i Kina, og de seneste regeringsinitiativer peger i retning af stigende støtte til miljømæssigt gode løsninger, sådan at de miljømæssige omkostninger af den økonomiske vækst kan holdes på et lavt niveau. Denne stigende politiske støtte kombineret med det presserende behov for løsninger og det potentielt kolossale hjemmemarked gør, at Kina står velpositioneret til at blive global leder inden for en række miljøløsninger og -produkter. Hermed står også kinesiske selskaber klar

til at levere disse produkttyper på højt teknologisk niveau i konkurrence med vestlige leverandører.

Indenlandsk forbrug

USA har været en god læremester i forhold til, hvad et land kan gøre for at øge privatforbruget i procent af BNP. USA har dog også vist, hvor vigtigt det er at sætte grænser for, hvor langt udviklingen bør gå. Dette tager Kina ved lære af. En helt afgørende transmissionsmekanisme for at øge forbruget er et velfungerende banksystem. I dag sælges omkring 30% af boliger i Kina kontant, og huslån i procent af BNP ligger på et lavt niveau på 12%. Skal drømmen om eget hus realiseres for en større del af den kinesiske befolkning, er det nødvendigt at have adgang til boliglån i banksystemet. Det kræver velfungerende og velkapitaliserede banker. Derfor vil banksektoren politisk få mulighed for at have et godt afkast på deres kapital til fordel for investorer i banksektoren. De kinesiske banker er samtidig fornuftigt prissat og udgør et godt alternativ, hvor man som investor kan drage nytte af det kommende strukturelle skift i den kinesiske økonomi i retning af øget indenlandsk forbrug. Hvor udlån i forhold til indlån ligger på meget høje niveauer i særligt Europa, er der stort potentiale for at øge låneomfanget i Asien og andre emerging markets, som vist i den følgende figur. Det giver mulighed for sund egenfinansieret vækst i banksystemet.

Banker: Udlån i forhold til indlån



Lokale brands

Kineserne kan godt lide at vise, at det går dem godt – ligesom alle andre folkeslag. Det betyder, at der fortsat vil være stærk efterspørgsel efter produkter, som har en særlig positiv signalværdi. De internationale brands er meget eftertragtede, men også meget dyre, idet mange af disse produkter i Kina er omfattet af en særlig luksusskat. Der er en klar politisk og økonomisk interesse i at skabe lokale kinesiske brands. Der er de seneste 15 år opstået en række selskaber, som søger at skabe disse lokale brands, ved prismæssigt at lægge sig under de internationale brands og ved at bruge mange ressourcer på branding og distribution. Vi tror, at en række af disse selskaber vil lykkes. Som investor er det dog lidt mere risikabelt at investere i disse selskaber, fordi de typisk har en dominerende ejer, som ikke altid har samme interesse som mindretalsaktionærer, og samtidig har mange af disse aktier begrænset handelslikviditet.

Ved vores nylige besøg hos et af disse selskaber – fødevarereselskabet Tingyi – i en mindre by med 6 mio. indbyggere uden for Shanghai proklamerede produktionschefen, at fabrikken, vi besøgte, er verdens største nudelfabrik, og at den formentligt også er den største nudelfabrik i Kina! Jo – Kina er et stort land, og der spises mange nudler. Denne fabrik er topmoderne, og der bliver sprøjtet nudler ud af samlebåndet, uden at der er nogen særlig nudelberøring af den sparsomme flok af medarbejdere på fabrikken. Der er gjort op med opfattelsen af et land med et tilbagestående produktionsapparat. Der findes en lang række selskaber, som produktionsmæssigt er på mindst lige så højt et niveau som selskaber i den vestlige verden.

Konklusion

Den amerikanske forbruger giver nu stafetten videre til Kina og en række andre lande. Kina er i fuld gang med at etablere sig som et af de ledende lande i verden over de næste årtier. De perioder af stagnation, som Kina har oplevet, har været forbundet med, at det enorme land har haft nok i sig selv og sine egne problemer og lukket af for omverdenen. De seneste års succes er skabt ved at være en del af en åben verdensøkonomi, hvilket forhåbentligt betyder, at Kina holder fast ved den åbne model. Holder Kina fast i denne model, er det til fordel for resten af verden og herunder særligt lande som Brasilien, der har store samhandelsgevinster i forholdet til Kina. Det var kapitalisme, der reddede Kina. Er det nu

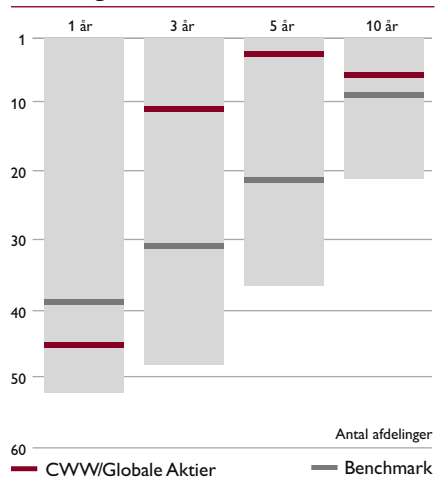
Kinas tur til at redde kapitalismen? Bliver den statsstyrede kapitalistiske model i stigende grad den foretrukne model?

Investeringsmæssigt fortsætter vi med at lede efter gode aktier, som er noteret i eller har eksponering til emerging markets. Det gik hurtigere end ventet for disse lande at komme gennem den finansielle krise. Det lover godt for fremtiden. Vi glæder os til OL i 2016 med masser af brasiliansk samba og ikke så meget amerikansk blues. I 2016 – efter mange op- og nedture undervejs – vil Kina og Indien og et par andre lande udgøre en større andel af verdensøkonomien og klarere tegne det nye lederskab i verdensøkonomien.



Globale Aktier

Placering i IFR's afkaststatistik



Søjlen viser IFR-kategoriens (Inv.ForeningsRådet) antal afdelinger rangordnet efter afkast i de angivne perioder.

Resumé

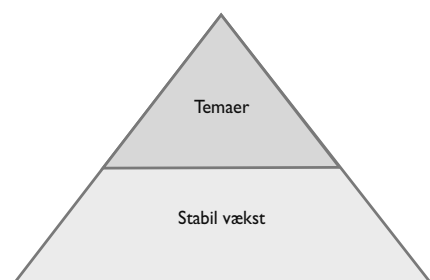
Gode økonomiske nøgletal og markant bedring i kreditmarkederne ledte til stigende aktiemarkeder. De mest økonomisk følsomme aktier gjorde det bedst. Afdelingen har en overvægt af mere strukturelt velpositionerede aktier med lav gæld og lille økonomisk følsomhed. Derfor steg afdelingen mindre end det generelle marked i kvartalet. Når vi sammenligner os med konkurrenterne, ligger afdeling Globale Aktier fortsat blandt de bedste på 3, 5 og 10 års sigt. Vi har ikke haft bankaktier i den vestlige verden siden sommeren 2007. Med stabiliseringen af det amerikanske boligmarked og med et stort behov for, at banksektoren kommer tilbage til et højere kapitaliseringsniveau, er der nu fundamentalt belæg for at købe bankaktier igen. Vi tror, at en kombination af stabile forbrugsorienterede selskaber og emerging markets, banker og teknologi giver god mulighed for et konkurrencedygtigt afkast fremover.

Endnu et stærkt kvartal

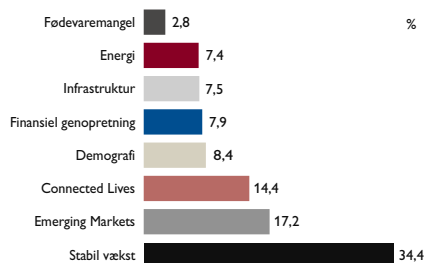
Det samlede resultat for 3. kvartal var en stigning på 10,4%, mens Morgan Stanleys verdensindeks steg 12,7%. Kvartalet var præget af store stigninger i de mest økonomisk følsomme aktier. Ligeledes steg selskaber med stor gæld kraftigt som følge af den markante forbedring af kreditmarkederne. Når markedet skifter fra at tro på økonomisk depression til hurtig økonomisk opgang, stiger gældsatte cykliske aktier hurtigt og kraftigt. Efterfølgende indhenter resten af markedet disse eksplosive aktier, og over en længere periode klarer disse selskaber sig generelt dårligere og har større kursudsving end markedet. Disse gældsatte cykliske selskaber har Carnegie Worldwide Globale Aktier typisk ingen eksponering til. Vi tror, at de selskaber, der langsigtet klarer sig bedst, er selskaber med høj underliggende profitabilitet, stærk balance, og som har vinden i ryggen af langsigtede strukturelle trends. Der findes investorer, som klarer sig godt med meget høj handelsaktivitet, og som heftigt skifter mellem følsomme og stabile selskaber. Det er dog yderst sjældent, at denne adfærd leder til gode afkast over en længere årrække. Vi tror på langsigtet fundamental aktieudvælgelse og køber maksimalt 30 aktier, vi tror stærkt på. Vi køber kvalitetsaktier for at beholde dem over lange perioder. De aktier er ikke i fokus nu, men kvaliteten og den relative værdiansættelse af disse selskaber betyder, at fremtidens investorer vender tilbage til dem, når den nuværende begejstring har lagt sig.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Vores investeringsstrategi er fortsat lagt an på en forventning om lavere, men dog positiv global økonomisk vækst. Regeringer og centralbanker verden over har haft enorm kortsigtet succes med deres indgreb. Den finansielle sektor er stabiliseret, og kreditmarkederne er tilbage i mere normale kreditspænd. Staten har indtil videre været i stand til at skabe vin af vand ved at købe dårlige kreditter af bankerne med den ene hånd og finansiere sig ved trykke pengesedler og



Temaoversigt pr. 30.09.2009



Forventninger til Globale Aktier

Vi tror, de globale aktiemarkeder stiger og falder i takt med, om der er tillid til de politiske initiativer, der bliver iværksat. De kommende års væksttrend bliver lavere, end hvad vi har oplevet de seneste fem år, men vi tror dog, at fortsat lave renter og vækst drevet af offentlige tiltag vil understøtte aktiemarkedet den kommende tid.

Den offentlige sektor over hele verden rykker sin position frem som den afgørende drivkraft for vækst. Indtil videre med ganske pæn succes. Kina fremstår som den store succeshistorie. Også her spiller staten en afgørende rolle. Samtidig har indgreb i den finansielle sektor skabt grobund for, at den private kreditgivning kan komme i gang igen. Vi tror, at selskaber, som drager fordel af en stigende forbrugsudvikling i Kina og Asien, er et interessant investeringstema.

Selskaber med høj underliggende profitabilitet, stærk balance, og som har vinden i ryggen af langsigtede strukturelle trends, har i indeværende år underperformet markedet, men vi fastholder en høj andel af disse selskaber, da vi tror, at kursstigninger vil brede sig til denne type aktier.

sælge statsobligationer med den anden. Vores opfattelse er fortsat, at gælden i den vestlige verdens økonomier skal ned fra historisk høje niveauer. På kort sigt har politikernes markante initiativer dog været mere effektfulde, end vi umiddelbart havde ventet. Dermed skaber politikerne vækst ved hjælp af stigninger i den offentlige gæld. Samtidig gør politikerne alt for at sætte gang i den private kredittcyklus igen. Det kan medføre, at den samlede gæld i den vestlige verden fortsætter sin stigningstakt. Selvom det på langt sigt medfører, at der lånes på bekostning af fremtidig vækst, vil en rimelig væksttakt i verdensøkonomien støtte aktiemarkedet.

Det er i stigende grad staten, der bestemmer, hvor pengene skal kanaliseres hen. Det store spørgsmål er så, hvor dygtig staten er til at allokere kapital? I det centraldirigerede Kina har vi, indtil videre, set en fornuftig allokering af kapital. Afdelingen har en høj andel af multinationale selskaber, som vil nyde godt af en global vækst drevet af emerging markets, mens afdelingens amerikanske investeringer har en behersket eksponering til det amerikanske privatforbrug. Vi ser stærk vækst i den parallelle verden – den virtuelle verden, som vi har adgang til via vores pc-skærme og via internettet. En række af de fremtidsvisioner, der drev disse aktier i 1990'erne, er nu for alvor begyndt at blive virkelighed. Der findes en række unikke investeringsmuligheder i dette område, bl.a. vores investeringer i Cisco Systems og Google.

Omlægninger i kvartalet

Efter 2 år uden eksponering til banker i den vestlige verden har vi valgt at købe tre banker til porteføljen. Stabilisering af de globale boligmarkeder og et betydeligt rekapitaliseringsbehov vil give banksektoren bedre muligheder end normalt for at tjene penge de kommende par år. Det kinesiske bankmarked er attraktivt i lyset af god makroøkonomisk vækst og en stigende vægt af privatkunder i de store banker. Vi har købt Kinas største bank **ICBC**, der vil nyde gavn af det kommende skift i retning af øget privatforbrug i Kina. Aktien er købt i stedet for Esprit som mere er eksponeret til forbrugsudviklingen i Europa. Esprit står ligeledes med en helt ny ledelse, som må bevise deres værd i disse komplicerede omgivelser, hvilket giver en ekstra usikkerhed. **Standard Chartered** er ligeledes købt til porteføljen. Banken klarede sig godt igennem krisen i kraft af stor eksponering til særligt Asien og Mellemøsten og har fortsat gode muligheder for vækst i denne del af verden. Endelig købte vi **Bank of America** i stedet for Procter & Gamble. Bank of America har ca. 13% af amerikanernes indskud og er dermed den største indlånsbank i USA. Banken er en central del af det amerikanske banksystem og kan ikke undværes. Banken overtog Merrill Lynch under finanskrisen. I et scenarie, hvor USA's økonomi normaliseres, er der et stort indtjeningspotentiale i banken, og det er ikke indregnet i den nuværende kurs trods god udvikling indtil videre i år. Procter & Gamble er et kvalitetsselskab med en god defensiv profil. Selskabet har dog sin styrke i dyrere produktkategorier, og det hæmmer væksten de kommende år.

Investeringsfilosofi

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

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

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

Nøgletal	30.09.09	30.06.09
Formue (i 1.000 kr.)	5.156.425	4.603.756
Cirkulerende andele stk.	12.919.743	12.739.426
Udbytte	0,00	5,50
Indre værdi	399,11	361,38
Officiel kurs	397,00	364,54

Fondskode	DK0010157965
Afdelingens start:	30.06.1990
Læs mere på:	www.cww.dk/ga

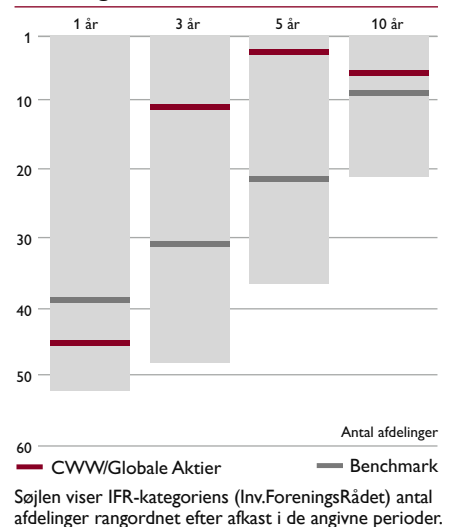
Afkast/Merafkast i %	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Globale Aktier	-9,2	-15,3	31,9	35,8	10,0
Benchmark*	-6,3	-24,3	1,0	-19,8	4,6
Globale Aktier merafkast ift. benchmark*	-2,9	9,0	30,9	55,6	5,4

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	16,4	15,1	17,8	17,2
Std.afv. % p.a. benchmark*	17,5	14,9	16,7	16,7
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	-0,6	0,1	0,0	0,2

Afkastudvikling (start indeks 100)



Placering i IFR's afkaststatistik



Aktieporteføljen pr. 30.09.2009

	USA og Canada	Storbritannien	Kontinental-europa	Japan	Øvrige Fjernøsten	Emerging Markets	Total	Benchmark*
Energi	Peabody Energy 2,6 Transocean 2,5				Sinopec 2,5	Gazprom 1,2	8,8	10,8
Råvarer	Monsanto 2,8		Holcim 4,5				7,3	7,0
Industri og service	Praxair 4,2 First Solar 1,1		ABB 3,0				8,3	10,5
Forbrugsgoder - cykliske							0,0	9,3
Forbrugsgoder - defensive	Lorillard 2,9	BAT 7,6 Diageo 2,4	Nestlé 7,0	Japan Tobacco 4,8			24,7	10,0
Medicinal			Roche 4,6 Novartis 3,8				8,4	10,1
Finans	Bank of America 3,0	Standard Chartered 2,0	Allianz 4,9		HDFC 6,2 ICBC 3,2		19,3	21,6
Informationsteknologi	Cisco Systems 3,6 Google 3,9			Canon 3,1 Nintendo 1,2			11,8	11,5
Telekommunikation		Vodafone 2,6					2,6	4,5
Koncessioneret service	Exelon 2,7		E.ON 2,8				5,5	4,7
Andet					CWW/Asien 2,0	CWW/Øst. 1,3	3,3	0,0
Total	29,3	14,6	30,6	9,1	13,9	2,5	100,0	-
Benchmark*	52,4	9,9	21,8	10,2	5,7	0,0	-	100,0

* Benchmark er MSCI aktieverdensindeks inkl. geninvesterede nettoudbytter omregnet til DKK. Tallet bagved navnet på aktien angiver i procent andelen af Carnegie WorldWide/Globale Aktiers aktiebeholdning.



Europa

Resumé

De europæiske aktiemarkeder steg markant i 3. kvartal og fortsatte tilbageerobringen af det tabte fra året før. Afdelingens indre værdi steg med 16,1%, hvilket var lidt under Morgan Stanleys europæiske aktieindeks, der steg 17,9%.

Den globale kreditkrise er løst op takket være de massive støttepakker. Den reelle test af markederne kommer formentlig i 2. halvår 2010, hvor markederne skal indstille sig på stramninger af penge- og finanspolitikken.

Som i 2. kvartal har vi i kvartalet valgt at øge andelen af selskaber, som i højere grad nyder gavn af et økonomisk opsving. Det drejer sig hovedsageligt om en øget eksponering til finanssektoren og emerging markets via investeringer i Jeronimo Martins, Prudential og Standard Chartered.

Likviditetsvækst i G7 landene



Udlånsvækst i den private sektor

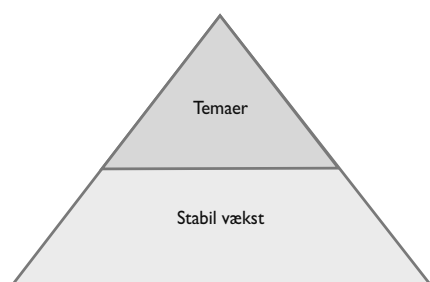


Afkast i 3. kvartal

De europæiske aktiemarkeder steg markant i 3. kvartal og fortsatte tilbageerobringen af det tabte fra året før. Afdelingens indre værdi steg 16,1%, hvilket var lidt under Morgan Stanleys europæiske aktieindeks, der steg 17,9%. Stigningen var bredere baseret end i 2. kvartal, dog fortsatte finanssektoren med store stigninger, idet risikoen for yderligere bankkrak er dalende. Afdelingens russiske investering, Peter Hambro (der nu hedder Petropavlovsk), steg 38% efter en stigning på næsten 90% i første halvår. Der var også pæne stigninger inden for infrastrukturaktierne Ferrovial og Siemens, ligesom nyinvesteringen i DSV gav et afkast på knap 40%. Det var de defensive selskaber, som steg mindst. Energiselskaberne BG Group og Fred Olsen Energy stod helt stille i kvartalet, og Syngenta faldt 5%.

Den globale kreditkrise er løst op takket være den massive støtte fra regeringer og centralbanker. Den løse pengepolitik har oversvømmet finansmarkederne med billig likviditet, hvilket kan ses af grafen til venstre, der viser likviditetsudviklingen i verdens syv største økonomier (G7). Likviditeten pumpes ud for at kompensere for nedgangen i kreditgivning i den private sektor. Den private kreditgivning falder, da bankerne har travlt med at mindske deres balancer. Dette kan ses af grafen til venstre, som viser udlånsvæksten i den private sektor i Eurozonen. Der er ikke udsigt til, at centralbankerne vil stramme pengepolitikken på kort sigt. Håbet er, at historien gentager sig, så det lykkes at vende udviklingen i den private låneefterspørgsel.

De kunstigt lave renter kan danne grobund for nye økonomiske bobler, men det er vores opfattelse, at det er for tidligt at bekymre sig om dette, hvorfor stigningen på aktiemarkederne formentlig fortsætter i de kommende kvartaler. Den reelle test af markederne kommer formentlig først i 2010, hvor investorerne skal indstille sig på stramninger af penge- og finanspolitikken. Derfor vil det økonomiske opsving og aktiemarkederne være sårbare og volatile.

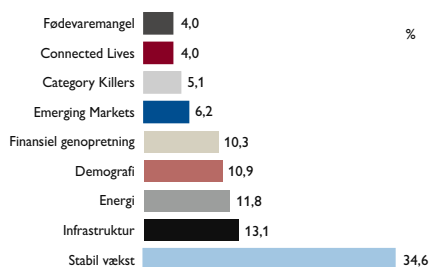


Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Vi har øget andelen af selskaber, som nyder gavn af et økonomisk opsving, bl.a. via en større eksponering til finanssektoren og emerging markets.

Porteføljen består af en kerne af stabile vækstelskaber, hvis andel nu er lige under 50%. Der er store multinationale selskaber inden for forbrugsgoder, koncessioneret service samt medicinalektoren, der har høj og stabilt voksende pengestrøm (frit cash flow). Fundamentalt er det frie cash flow forudsætningen for overlevelse og selskabernes fortsatte vækst, men det er også forudsætningen for, at der kan skabes et fornuftigt afkast til aktionærerne. Derfor vil selskaber med højt frit cash flow og stærke balancer være et dominerende tema i porteføljen, som, vi mener, på længere sigt vil generere meget værdi til investorerne.

Temaoversigt pr. 30.09.2009



Herudover består porteføljen af en række investeringer i temaer, hvor vi ser et langsigtet attraktivt potentiale. Det største tema er Infrastruktur, som udgør 13% af porteføljen. En effektiv infrastruktur har altid været grundlaget for økonomisk vækst, og derfor investerer emerging markets lande kraftigt i udbygningen af elektricitet, veje, broer, jernbaner med mere. Det gavner afdelingens investeringer i Siemens og Holcim (cement). Hertil kommer behovet for renovering og udbygningen af infrastrukturen i OECD-landene, hvor meget af infrastrukturen stammer fra 1960'erne og 1970'erne. Mange steder i USA og Europa er man langt bagefter med vedligeholdelsesinvesteringerne, og vi tror, at det vil bidrage til væksten i ovennævnte selskaber samt afdelingens investering i Prysmian (elkabler). Et andet tema er Energi, som udgør 12% af porteføljen. Vi forventer, at olie- og gaspriser på længere sigt vil forblive på et højt niveau bl.a. på grund af efterspørgslen fra Kina og Indien. Vi har udvalgt fire selskaber, der modsat sektoren som helhed, oplever god vækst og har unikke olie- og gasreserver.

Forventninger til Europa

Efter dramatiske fald i den økonomiske aktivitet i årets første kvartal, er udviklingen nu stabiliseret. Tyskland og Frankrig oplever nu en lille positiv vækst.

Vi forventer, at væksten vil overraske positivt de kommende kvartaler. Det vil være positivt for de europæiske aktiemarkeder, men vi venter alligevel meget svingende aktiekurser fremover.

Vækstraterne vil generelt set ikke blive høje, hvorfor vi anbefaler en fortsat defensiv og selektiv investeringsstrategi.

Omlægninger i kvartalet

Vi har reduceret i defensive investeringer som Diageo, Fred Olsen Energy, E.ON & Synthes til fordel for tre nye selskaber med god vækst i emerging markets: **Jeronimo Martins** er et portugisisk noteret selskab inden for fødevareretailhandel med over 2.000 forretninger. Selskabets væsentligste division er den polske discountkæde Biedronka. Biedronka har en stærk position og er førende på det polske discountmarked. Vækstudsigterne for branchen i Polen er lovende, idet 50% af detailhandlen består af små og ineffektive butikker. For de to sidste selskaber **Prudential** og **Standard Chartered** er markederne i Asien den primære vækstfaktor. Prudential er en britisk baseret livsforsikringskoncern med aktiviteter i Storbritannien, USA og Asien. Prudential er et af de bedst positionerede selskaber i branchen med en solid balance. Den amerikanske og britiske del af koncernen er effektivt drevet, mens den asiatiske del står stærkt med et højt vækstpotentiale og attraktive marginer.

Standard Chartered er en global bank med fokus på Asien, Afrika og Mellemøsten. Mere end 90% af indtjeningen stammer fra disse regioner. Standard Chartered har en stærk balance og en god balance mellem ind- og udlån. Banken er således mindre afhængig af ekstern finansiering på kapitalmarkederne end mange andre banker. Banken står derfor godt til at udnytte vækstmulighederne i Asien, Afrika og Mellemøsten.

Investeringsfilosofi

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

Afdelingen følger samme overordnede investeringsfilosofi og -metode som afdeling Globale Aktier. Afdelingens ansvarlige porteføljeforvaltere indgår i et tæt og åbent samarbejde med forvalterne af foreningens øvrige afdelinger.

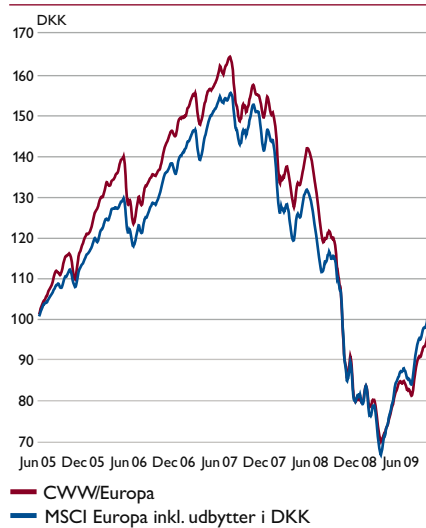
Afdelingen investerer i europæiske aktier og kan endvidere investere op til 30% i Østeuropa uden for EU, herunder potentielle kandidater til optagelse i EU samt de tidligere sovjetstater.

Fondskode	DK0010312529
Afdelingens start:	23.05.2005
Læs mere på:	www.cww.dk/eu

Afkast/Merafkast i %	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Europa	-7,9	-29,3	-	-	-0,6
Benchmark*	-2,6	-22,6	-	-	0,4
Europa merafkast ift. benchmark*	-5,3	-6,7	-	-	-1,0

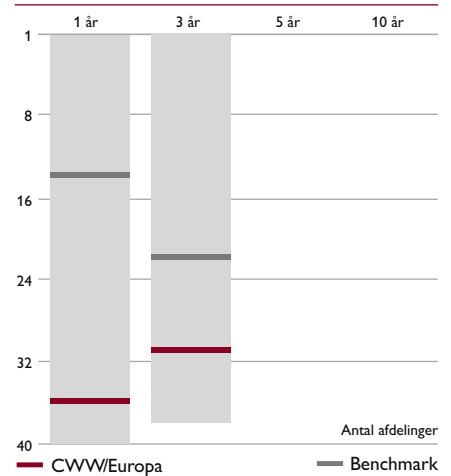
Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	19,6	-	-	17,7
Std.afv. % p.a. benchmark*	20,3	-	-	17,7
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	-0,8	-	-	-0,2

Afkastudvikling (start indeks 100)



Nøgletal	30.09.09	30.06.09
Formue (i 1.000 kr.)	173.784	153.857
Cirkulerende andele stk.	2.040.973	2.096.973
Udbytte	0,00	1,25
Indre værdi	85,15	73,37
Officiel kurs	85,45	73,00

Placering i IFR's afkaststatistik



Søjlen viser IFR-kategoriens (Inv.ForeningsRådet) antal afdelinger rangordnet efter afkast i de angivne perioder.

Aktieporteføljen pr. 30.09.2009

	Norden	UK og Irland	Centraleuropa	Sydeuropa	Østeuropa	Total	Benchmark*
Energi	Fred. Olsen Energy 1,8	BG Group 2,6 Tullow Oil 3,1			Gazprom 4,3	11,8	10,9
Råvarer		Petropavlovsk 4,3	Holcim 4,7 Syngenta 4,0			13,0	8,3
Industri og service	DSV 5,1		Linde 4,6 Siemens 3,7	Grupo Ferrovial 2,4 Prysmian 2,3		18,1	9,5
Forbrugsgoder - cykliske						0,0	7,3
Forbrugsgoder - defensive	Swedish Match 4,7	BAT 6,5 Diageo 2,8	Nestlé 5,8	Jeronimo Martins 3,1		22,9	11,4
Medicinal	Novo Nordisk B 4,1		Novartis 1,4 Roche 5,4			10,9	9,9
Finans	Sampo 2,6	Prudential 3,0 Standard Chartered 1,9	Allianz 4,7			12,2	26,0
Informationsteknologi			SAP 3,0			3,0	3,0
Telekommunikation		Vodafone 4,0				4,0	7,1
Koncessioneret service			E.ON 4,1			4,1	6,6
Andet						0,0	0,0
Total	18,3	28,2	41,4	7,8	4,3	100,0	-
Benchmark*	8,0	31,7	46,1	14,2	-	-	100,0

* Benchmark er MSCI aktieeuropaindeks inkl. geninvesterede nettoudbytter omregnet til DKK. Tallet bagved navnet på aktien angiver i procent andelen af Carnegie WorldWide/Europas aktiebeholdning.



Danske Aktier

Kursudvikling Danske Bank



Kursudvikling DSV



Kursudvikling Carlsberg



Resumé

Afdeling Danske Aktier gav et afkast på 21,8% og outperformede aktiemarkedet med 4,8%-point i 3. kvartal 2009. Dermed fortsatte den gode udvikling fra 1. og 2. kvartal 2009. Vi forventer, at markedet vil konsolidere sig i en periode indtil 3. kvartalsregnskaberne er offentliggjort, men ser ellers gode muligheder for kursstigninger på 6-12 måneders sigt. Vi vil benytte eventuelle tilbagefald til at købe yderligere op i gode og billige aktier.

Afkastet i 3. kvartal 2009

Den positive udvikling fra 2. kvartal fortsatte i 3. kvartal, og det danske aktiemarked steg yderligere med 17%. Kvartalet var karakteriseret ved, at selskaberne af lagde halvårsregnskaber, der var bedre end frygtet. Især de mere cykliske sektorer herunder bankerne steg kraftigt. Troen på, at verden ikke er på vej i en kronisk negativ spiral, lave renter og fortsat offentlig velvilje til at hjælpe, betød, at de selskaber, der faldt mest i 2008, nu er de selskaber, der stiger mest. For mange af de cykliske selskaber er der dog fortsat langt op til niveauet fra før finanskrisen. Eksempelvis Danske Bank, FLSmidth og A.P. Møller-Mærsk har stadig 100% eller mere op til kursniveauet, hvor de toppede medio 2008.

Afdeling Danske Aktier gav i 3. kvartal et afkast på 21,8%, hvilket var 4,8%-point bedre end det generelle danske aktiemarked, der steg med 17,0%. Resultatet er glædeligt i betragtning af den gode udvikling i de to første kvartaler af året. Beslutningen om at beholde den cykliske overvægt efter det stærke merafkast i 2. kvartal har således været rigtig.

I årets tre første kvartaler af 2009 har afdeling Danske Aktier givet et afkast på 51,6% eller mere end 15,2%-point mere end benchmark, der har givet et afkast på 36,4%. Merafkastet betyder, at afdeling Danske Aktier fortsat er blandt de absolut bedste afdelinger med danske aktier i 2009.

3. kvartal 2009 understregede for alvor, at selskaberne har været hurtige til at tilpasse omkostninger og sænke investeringsniveauet. Halvårsresultaterne fra de fleste selskaber overraskede positivt, og dermed blev aktiemarkedet forsikret om, at bunden er nået i denne omgang. En af de få sektorer, der ved halvårsrapporteringen viste, at det faktisk går dårligere end ventet, er byggematerialer. Rockwool måtte således nedjustere et i forvejen meget forsigtigt skøn for 2009, mens selskaber som H+H og Sanistål tillige er yderst sårbare som følge af en stor gæld. H+H er i færd med at skaffe frisk kapital fra nye ejere, mens Sanistål har sat Carl F til salg efter kun et par års ejerskab. Afdeling Danske Aktier har ikke været direkte eksponeret til byggesektoren, hvilket har været en medvirkende årsag til den gode performance.

Forventninger til Danske Aktier

Vi forventer fortsat volatile aktiemarkeder i den kommende periode, dog med en stigende underliggende tendens.

Et moderat økonomisk opsving i verdensøkonomien er så småt ved at tage form, om end vi ikke forventer en tilbagevenden til tidligere tiders høje vækst. Dertil er forbrugerne fortsat for højt gældssatte.

Vi forventer, at aktiemarkedet vil kunne udvikle sig fornuftigt på trods af en lav til moderat vækst i verdensøkonomien. En mindre omsætningsfremgang bør på den korte bane give et pænt løft i indtjeningsevnen som følge af, at selskaberne har tilpasset omkostningerne. En vis produktivitetstigning vil således være at forvente. Endelig er det danske aktiemarked fortsat attraktivt prisfastsat, og det efterlader muligheden for et ekstra potentiale i takt med, at indtjningsfremgangen manifesterer sig.

Vi venter dog store afkastforskelle på de enkelte aktier og sektorer, hvilket burde give vores værdibaserede stock-picking-strategi gunstige vilkår for at levere gode resultater.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Stock-picking er den vigtigste faktor i vores aktieudvælgelse, mens branche- og tematiske betragtninger bliver brugt som supplement i investeringsbeslutningen. I et lille investeringsunivers som det danske aktiemarked vil det altid være en vurdering af det enkelte selskabs konkrete fremtidsperspektiver og aktiens relative vurdering, der ligger til grund for, om aktien indgår i vores portefølje.

Porteføljen er bygget op om en række solide og velindtjenende selskaber med en gennemprøvet forretningsmodel, der skal skabe en solid performance i såvel gode som mindre gode tider. Vi har fokus på selskaber, der søger at skabe langsigtet værditilvækst gennem investeringer i deres kerneforretning – det være sig via forskning og udvikling, tilkøb og/eller udflytning af produktionsbasen. En mindre del er eksponeret til selskaber, hvor forretningsmodellen ikke er helt færdigudviklet og/eller forstæet af markedet, hvilket giver mulighed for større positive revurderinger af selskabets værdi i takt med, at selskabet udvikler sig.

De seneste par kvartaler har vist en fornyet appetit hos investorerne til at eje aktier. Det er vores opfattelse, at den økonomiske situation fortsat er usikker, da der vil opstå et vakuum i økonomien, når de store hjælpepakkers effekt begynder at aftage. De store og hurtige stigninger på aktiemarkedet i år betyder, at det på kort sigt er vigtigt, at 3. kvartalsregnskaberne ikke skuffer. Den aktuelle strategi er derfor en anelse mere forsigtig, idet 3. kvartalsregnskaberne måske ikke lever op til de optimistiske forventninger.

Det er vores opfattelse, at de bedste investeringsresultater opnås gennem en systematisk investeringsproces, der overvægtter de selskaber, der har et langsigtet vækstpotentiale og en ledelse og kultur, hvor vi har tillid til, at vækstpotentialet kan eksekveres. Hvis kurserne på denne type selskaber falder meget som følge af kortsigtede udsving i indtjeningen, er vi klar til at købe op og overvægte disse selskaber i porteføljen. Vi tror, at de bedste og mest veldrevne selskaber vil give et tilfredsstillende afkast i de kommende år. Kortsigtede udsving er ikke til at forudse, men kunsten er at udnytte tilbagefald blandt disse kvalitetsselskaber og ikke lade sig skræmme af, at markedet i en periode måske vil korrigere oven på de seneste stigninger.

Omlægninger i kvartalet

Porteføljen er drejet en smule i en mere defensiv retning efter de kraftige kursstigninger på udvalgte papirer.

Vi har valgt at øge beholdningen i **Coloplast**, der nu igen er overvægtet i porteføljen. Coloplast er ikke steget lige så meget som markedet i 2009, blandt andet fordi vækstudsigterne er blevet nedjusteret gennem året. Det er vores opfattelse, at Coloplast er på vej til fornyet vækst efter en omfattende omkostningseffektivisering. Vi har solgt **Neurosearch** og købt **Bavarian Nordic**. Vi vurderer, at potentialet i Bavarian Nordic er større, da selskabet måske er tæt på at få leveringstilladelse af kobbervaccine til det amerikanske marked. Vi har reduceret i **FLSmidth** og **DSV** efter store stigninger. Begge er dog fortsat overvægtet i porteføljen. Vi har solgt yderligere i **Carlsberg**, som nu er porteføljens tredjestørste undervægt, på grund af en mulig stigning i ølafgiften på 200% til næste år i Rusland.

Investeringsfilosofi

Afdelingens målsætning er at skabe en langsigtet høj værditilvækst, der overstiger markedsafkastet med en moderat risiko på niveau 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, der påvirker de udenlandske investorer adfærd.

Erfaringerne fra afdeling Globale Aktier har vist, at en portefølje med få aktier giver mulighed for et mere indgående kendskab til hver enkelt aktie. Risikoen i porteføljen kan kvalitativt holdes på et lavt niveau, når det sikres, 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.

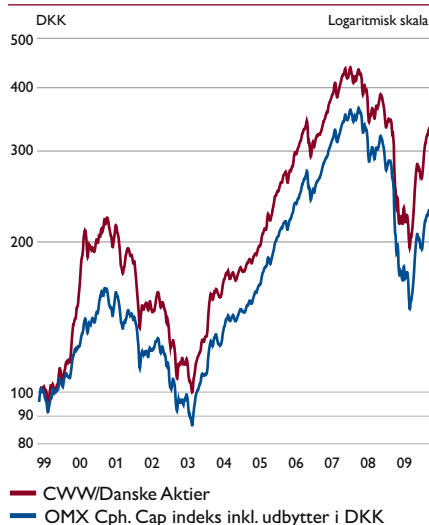
Nøgletal	30.09.09	30.06.09
Formue (i 1.000 kr.)	359.742	299.861
Cirkulerende andele stk.	2.375.197	2.411.995
Udbytte	0,00	1,75
Indre værdi	151,46	124,32
Officiel kurs	152,09	124,56

Fondskode	DK0010249655
Afdelingens start:	23.12.1998
Læs mere på:	www.cww.dk/da

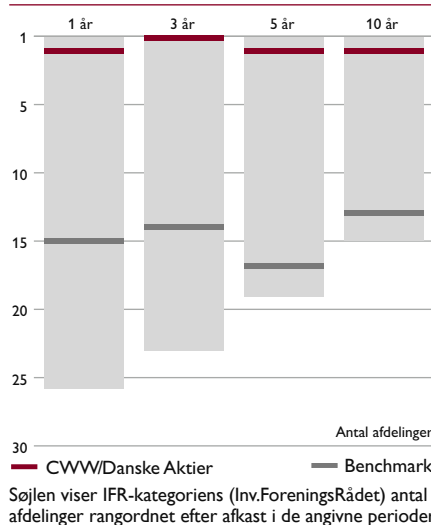
Afkast/Merafkast i %	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Danske Aktier	10,9	-0,5	79,3	186,9	11,7
Benchmark*	-4,8	-16,1	51,8	113,9	8,0
Danske Aktier merafkast ift. benchmark*	15,7	15,6	27,5	73,0	3,7

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	26,2	22,1	20,7	21,8
Std.afv. % p.a. benchmark*	26,0	21,7	20,0	19,4
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	-0,2	0,4	0,3	0,3

Afkastudvikling (start indeks 100)



Placering i IFR's afkaststatistik



Aktieporteføljen pr. 30.09.2009

	Cyklisk vækst	Stabil vækst	Strukturel vækst	Finansiell vækst	Total	Benchmark*
Energi					0,0	0,6
Råvarer			Novozymes 4,0		4,0	4,4
Industri og service	A.P. Møller-Mærsk 9,7 FLSmidth 4,7 NKT 4,3 DSV 4,9	G4S 4,2	Vestas Wind Systems 9,1		36,9	31,0
Forbrugsgoder - cykliske	Bang & Olufsen 0,6 Søndagsavisen 1,7				2,3	1,8
Forbrugsgoder - defensive	IC Companys 0,8	Carlsberg 2,4 Danisco 2,2			5,4	7,6
Medicinal			Bavarian Nordic 0,8 Coloplast 4,0 William Demant 2,3 GN Store Nord 4,1 Novo Nordisk 9,8		21,0	21,7
Finans	TK Development 1,2			Danske Bank 9,6 Topdanmark 4,7 Jyske Bank 4,5 TrygVesta 3,9 Sydbank 2,5	26,4	26,7
Informationsteknologi			SimCorp 4,0		4,0	1,0
Telekommunikation					0,0	4,9
Koncessioneret service					0,0	0,3
Andet					0,0	0,0
Total	27,9	8,8	38,1	25,2	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 bagved navnet på aktien angiver i procent andelen af Carnegie WorldWide/Danske Aktiers aktiebeholdning.

Resumé

De markante stigninger fra 1. halvår fortsatte i 3. kvartal. Aktiemarkedene er drevet af den store likviditet som følge af centralbankernes og regeringernes meget lempelige politikker. Markedets fokus er på de positive effekter heraf og på den forventede bedring i verdensøkonomien i 2010. Vi er optimistiske på kort sigt, men mere usikre når fokus rettes på tiden efter den egentlige krisehåndtering. På et tidspunkt vil fokus blive rettet på de store ubalancer i verdensøkonomien, og med rekordstore budgetunderskud er det rimeligt at forvente rentestigninger, der vil lægge en dæmper på konjunkturopgangen. Ligeledes vil stigende skatter som følge af budgetunderskuddene lægge en dæmper på væksten på længere sigt. Dette er problemer, der i høj grad er relevante for de vestlige økonomier, mens vi er mere optimistiske med hensyn til udviklingsøkonomiernes udvikling på længere sigt – herunder også de østeuropæiske, hvor balanceproblemerne ikke er tilsvarende store.

Fortsat meget store stigninger i Østeuropa

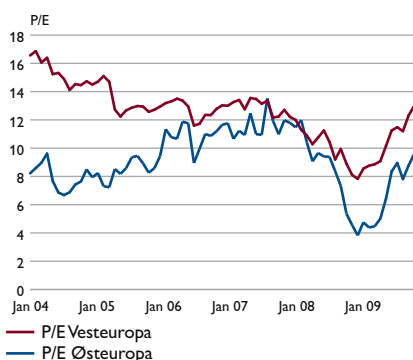
De positive takter fra 1. halvår fortsatte i 3. kvartal. Afdeling Østeuropa steg 17,2%, hvilket kan sammenlignes med afdelingens benchmark, der steg 24,3%. I år er afdeling Østeuropa steget 70,9% i forhold til afdelingens benchmark, der er steget 52,6%.

Baggrunden for afdelingens underperformance i 3. kvartal var dels afdelingens undervægt i Polen og Ungarn, der steg kraftigt gennem kvartalet, og dels at flere af afdelingens større positioner afkastmæssigt ikke fulgte med markedet op. Således var f.eks. Dragon Oil og BIM mere eller mindre uforandret gennem kvartalet efter store stigninger i 1. halvår. Vi har uforandret tiltro til vores investeringer og har ikke solgt nogle positioner i 3. kvartal.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Afdelingens investeringer vil i de kommende kvartaler være mindre fokuseret på den langsigtede konvergens mellem de østeuropæiske og vesteuropæiske aktiemarkeder og eksponeringen til privatforbrug i regionen. I stedet vil investeringerne være fokuseret på stærke selskaber med lav gældsætning og højt frit cash flow og strategien vil være mere opportunistisk, da mange kvalitetsaktier er meget attraktivt prisfastsat. Afdelingen vil fastholde den lille eksponering til specielt Polen og Ungarn endnu et stykke tid, indtil det er mere klart, hvorledes disse økonomier kommer gennem recessionen. Porteføljens fokusering på større likvide selskaber vil blive fastholdt for derved at sikre, at strukturen på porteføljen hurtigt kan ændres, såfremt der bliver behov for det.

P/E for Vest- og Østeuropa



Omlægninger i kvartalet

I 3. kvartal har afdelingen købt to nye aktier. Dels er **Uranium One** blevet købt tilbage efter en periode, hvor aktien har været ude af porteføljen. Uranium One er en af verdens hurtigst voksende uranproducenter med hovedaktiviteterne i Kazakhstan, hvor selskabet har interesser i tre miner i samarbejde med det nationale kazakhstanske uranmineselskab. Vores vurdering er, at Uranium One i de kommende år vil forøge produktionen kraftigt, samtidig med at der er udsigt til, at balancen i uranmarkedet vil forskydes til fordel for producenterne. Dette skyldes dels en løbende efterspørgselsvækst fra et stigende antal atomkraftværker i specielt Kina og Indien og dels, at udbuddet af uran vil formindskes over de kommende år som følge af udløbet af aftalen med Rusland om nedbringelse af antallet af atomvåben i 2013. I perioden 1994 – 2013 vil højtberiget uran fra 20.000 russiske atomsprænghoveder være blevet genanvendt som lavt beriget uran til anvendelse i amerikanske atomkraftværker. Denne aftale har gennem årene sikret en balance i uranmarkedet. Når denne aftale ophører, forventer vi begyndende knaphed på uran, idet mineproduktionen ikke alene dækker behovet. I særdeleshed er dette bekymrende for den amerikanske atomindustri, der gennem årene har aftaget den russiske uran, og som har meget lave lagre svarende til ca. 1 års forbrug. Til sammenligning har den japanske atomindustri eksempelvis lagre til tre års forbrug. Vi forventer ikke, at verden løber tør for uran, da den amerikanske stat har store strategiske lagre. Det er omvendt vores vurdering, at uranprisen skal stige over de kommende år for at tilskynde til yderligere produktion, hvilket selskaber som Uranium One vil drage fordel af det.

Yderligere har afdelingen investeret i tyrkiske **Reysas**. Reysas er det største logistik-selskab i landet med fokus på levering af logistik- og transportopgaver for store nationale og internationale selskaber i Tyrkiet. Selskabet har den største flåde af lastbiler, ligesom selskabet har investeret kraftigt i lagerkapacitet og er førende inden for ”just in time”-levering i Tyrkiet. Selskabet håndterer transport af benzin og olieprodukter for en af landets største kæder af benzinstationer og distribuerer en lang række detailhandelsprodukter for multinationale selskaber i Tyrkiet. Endelig vokser selskabet kraftigt inden for transport på jernbanerne, et segment, vi venter, vil vokse meget hurtigt i de kommende år.

Logistikmarkedet i Tyrkiet er i dag meget fragmenteret og underudviklet. Sektoren omsætter for ca. 4% af BNP, hvilket kan sammenholdes med Vesteuropa, hvor det tilsvarende tal er 10-15%. Langt de fleste tyrkiske selskaber håndterer i dag selv deres logistikopgaver, mens kun 25% er outsourcet til tredjepart. Det tilsvarende tal for Vesteuropa er omkring 75%, hvorfor logistikindustrien i Tyrkiet vil være en vækstindustri i mange år fremover. Det er vores vurdering, at Reysas har et tilstrækkeligt forspring til at blive den langsigtede vinder.

Forventninger til Østeuropa

Efter meget store stigninger i 2009 er vores forventning, at markederne i Østeuropa fortsat har mulighed for moderate stigninger drevet af den store likviditet og bedre vækstudsigter. De fleste aktiemarkeder er dog ikke længere billige med mindre væksten overrasker meget positivt. Vi forventer derfor fortsat stor volatilitet i månederne fremover.

Langsigtet ser vi markederne som attraktive, og der vil være gode købsmuligheder for den langsigtede investor.

Vi arbejder hver dag på, at afdelingens fokuserede investeringsstil kan bidrage til et bedre afkast end markedet.

Investeringsfilosofi

Afdelingens målsætning er at skabe en langsigtet høj værditilvækst, der overstiger afkastet på det generelle østeuropæiske aktiemarked med en moderat risiko på niveau med eller under markedsrisikoen.

Afdelingen følger samme overordnede investeringsfilosofi og -metode som afdeling Globale Aktier. Afdelingens ansvarlige porteføljeforvaltere indgår i et tæt og åbent samarbejde med forvalterne af foreningens øvrige afdelinger.

Afdelingens risiko må forventes at være højere end eksempelvis risikoen på foreningens globale og europæiske afdelinger.

Afdelingen investerer i østeuropæisk konvergens, herunder i den strukturelle forandring, der finder sted i de mindre udviklede økonomier mod øst og sydøst som eksempelvis de tidligere sovjetstater og Tyrkiet.

Fondskode	DK0015945166
Afdelingens start:	07.11.1996
Læs mere på:	www.cww.dk/cee

Afkast/Merafkast i %	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Østeuropa	-14,8	-37,0	24,7	171,5	7,7
Benchmark*	-16,4	-29,0	39,1	201,2	8,7
Østeuropa merafkast ift. benchmark*	1,6	-8,0	-14,4	-29,7	-1,0

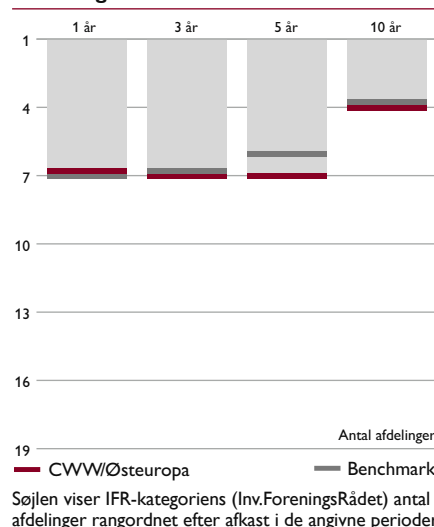
Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	39,7	34,3	29,2	31,9
Std.afv. % p.a. benchmark*	36,0	32,1	30,3	33,5
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	-0,5	0,0	0,2	0,1

Nøgletal	30.09.09	30.06.09
Formue (i 1.000 kr.)	790.966	808.846
Cirkulerende andele stk.	3.990.134	4.781.604
Udbytte	0,00	1,75
Indre værdi	198,23	169,16
Officiel kurs	195,08	167,04

Afkastudvikling (start indeks 100)



Placering i IFR's afkaststatistik



Aktieporteføljen pr. 30.09.2009

	Ungarn	Tjekkiet	Polen	Rusland	Andre lande	Total	Benchmark*
Energi				Gazprom 9,3 Lukoil 4,3	Dragon Oil 8,0 Kazmunaigas Exp. 4,2	25,8	42,0
Råvarer				Uralkali 4,1 Petropavlovsk 9,4	Uranium One 1,4	14,9	9,8
Industri og service			Budimex 2,0	Open Investments 1,4	XXI Century Invest. 0,1 Reysas Logistics 3,8	7,3	0,4
Forbrugsgoder - cykliske	Danubius Hotel 2,0					2,0	0,7
Forbrugsgoder - defensive					Efes Breweries Int. 1,4 BIM Birlesik 4,0 Magazalar 4,0	5,4	0,4
Medicinal					A&D Pharma 1,3	1,3	2,3
Finans				East Cap. Financials Fund 1,3	GarantiBank 4,4 Baltic Property 3,4 Sinpas Gayrimenkul 2,8	11,9	24,8
Informationsteknologi						0,0	0,8
Telekommunikation				North-West Telecom 2,5 MTS 8,1 Comstar United Telesyst. 2,1 Vimpel Communications 5,2 Sibirtelecom 2,1		20,0	11,1
Koncessioneret service		CEZ 4,7			EOS 3,8	8,5	7,7
Andet				Black Earth Farming 2,9		2,9	0,0
Total	2,0	4,7	2,0	56,5	34,8	100,0	-
Benchmark*	11,0	9,2	21,2	58,6	0,0	-	100,0

*Benchmark består af den markedsværdivægtede udvikling mellem Rusland, Polen, Ungarn og Tjekkiet, hvor Rusland indgår med halv markedsvægt. Benchmark beregnes af Morgan Stanley inkl. geninvesterede udbytter i DKK. Tallet bagved navnet på aktien angiver i procent andelen af Carnegie WorldWide/Østeuropas aktiebeholdning.



Emerging Growth

Resumé

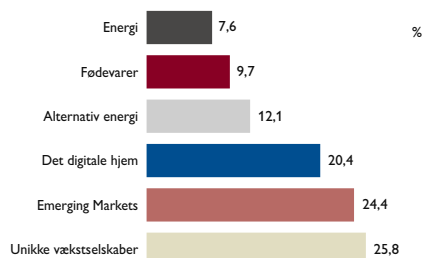
Risikovilligheden er langsomt ved at vende tilbage til aktiemarkederne, og investorerne søger i første omgang mod de mindre og dårligere kapitaliserede selskaber typisk inden for de mere cykliske sektorer. Vækstaktierne gav lavere afkast i kvartalet end det generelle aktiemarked og vil formentlig først outperforme, når der ikke længere hersker usikkerhed om den økonomiske vækst. Afdelingen fortsætter den konservative stil og søger fortsat investeringskandidater hovedsagligt blandt de større og mere veletablerede vækstselskaber, hvor vi vurderer, at risikoen er lavere. Afdeling Emerging Growth havde et afkast på 6,7% i 3. kvartal.

Begyndende optimisme

Aktiemarkederne fortsatte de positive tendenser fra 2. kvartal og har også i 3. kvartal givet positivt afkast til investorerne. Generelt er investorerne mindre pessimistiske end tidligere, og den generelle opfattelse synes at være, at vi har set det værste af den økonomiske nedtur. Vækstaktierne målt ved Morgan Stanleys vækstindeks leverede et lidt lavere afkast i kvartalet i forhold til det brede aktiemarked og sammenlignet med valueaktierne, mens afkastet for hele året er lidt bedre. Afdelingens indre værdi steg med 6,7% i kvartalet. Sammenligningsgrundlaget, Morgan Stanleys vækstindeks, steg med 10,6% i samme periode. År til dato har afdelingen givet et afkast på 15,2% sammenlignet med 19,6% for Morgan Stanleys vækstindeks.

TomTom, der er en førende producent af navigationsprodukter til forbrugermarkedet, var afdelingens bedste investering i kvartalet med en stigning på 30%. Hidtil har TomTom ikke fremstillet navigationsudstyr til indbygning i bilernes instrumentbræt, men udelukkende satset på transportabelt navigationsudstyr. TomTom har nu udviklet udstyr til indbygning og har indtil videre lavet aftaler med Fiat og Renault. TomTom har dermed udvidet sit marked, og disse aftaler har resulteret i pæne kursstigninger. Vi forventer, at yderligere aftaler kan være undervejs, og vi mener samtidig, at potentialet i de allerede indgåede aftaler er undervurderet af aktiemarkedet. Afdelingens dårligste investering var det amerikanske solcelleselskab First Solar, der faldt 10%. På det amerikanske marked, hvor First Solar skal hente ny vækst, er elektricitetselskaberne i øjeblikket tilbageholdende med at indgå nye kontrakter om levering af solceller. Industrien er helt afhængig af politisk støtte, men forhandlingerne om den amerikanske sundhedsreform har udskudt behandlingen af den vigtige klimapakke. Uden klimapakken er der ikke klarhed over den langsigtede klimapolitik og de nødvendige subsidier. Vi tror fortsat på de langsigtede perspektiver for alternativ energi, herunder solceller, men vi må samtidig erkende, at den kortsigtede usikkerhed er betydelig.

Temaoversigt pr. 30.09.2009



Forventninger til Emerging Growth

Virksomhederne har generelt været dygtige og hurtige til at tilpasse omkostningerne til en verden med lavere vækst. Med en reduceret omkostningsbase vil selv en mindre salgsvækst kunne have stor betydning for virksomhedernes indtjening og øge sandsynligheden for, at virksomhedernes resultater bliver bedre end ventet. Dette vil kunne understøtte en fortsat positiv udvikling på aktiemarkederne. Samtidig er mange penge fortsat parkeret i lavtforrentede pengemarkedsfonde. Disse penge vil blandt andet søge mod aktiemarkedet i takt med, at indtjeningen eventuelt viser sig at være bedre end ventet. Vi tror derfor på, at aktiemarkederne kan fortsætte den positive tendens i den nærmeste fremtid. Dette er dog forbundet med stor usikkerhed, da det økonomiske vækstbillede på lidt længere sigt fortsat er usikkert. Afdelingen fastholder derfor den konservative investeringsstrategi indtil videre.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Afdelingen har ikke ændret på den overordnede investeringsstrategi og fokuserer fortsat hovedsagligt på de større og velkapitaliserede vækstselskaber med strukturel vækst frem for de mere cykliske vækstselskaber. Fremadrettet vil en større andel af investeringerne søge mod emerging markets, da vi ser de bedste strukturelle vækstmuligheder i denne region. Afdelingen er investeret i følgende temaer: Emerging Markets (24%), Det digitale hjem (20%), Alternativ energi (12%), Unikke vækstselskaber (26%), Energi (8%) og Fødevarer (10%).

Omlægninger i kvartalet

Afdelingen har investeret i tre nye selskaber i kvartalet.

TomTom er en førende leverandør af navigationsudstyr og services til forbrugermarkedet. TomTom ejer desuden Teleatlas, som er den ene af to dominerende leverandører af elektroniske landkort. I 2009 har TomTom startet samarbejde med flere bilproducenter om at levere navigationssystemer indbygget i bilernes instrumentbræt. Dette er et nyt forretningsområde for TomTom, som dermed får udvidet sit marked betragteligt. TomTom har desuden udviklet et navigationsprodukt til Apples iPhone, hvilket har sikret dem en plads på denne hurtigst voksende platform.

Petropavlovsk er et af verdens hurtigst voksende guldmineselskaber, som tilmed er et af de billigste. Selskabet producerede i 2008 394.000 oz. guld og ejer meget store guldforekomster i primært det sydøstlige Rusland i regionen Amur. Her har selskabet produceret guld fra Provkovskiy minen til nok verdens laveste omkostninger på 200-250 USD pr. oz. I 2008 åbnede selskabet en ny mine, som i løbet af 2009 vil ekspandere den samlede produktion kraftigt. I 2010-11 forventer vi, at selskabet åbner en tredje mine, hvorefter selskabet vil kunne producere omkring 700-800.000 oz. guld med en produktionsomkostning på omkring 300 USD, hvilket er blandt de laveste produktionsomkostninger i den globale guldmineindustri. Ud over gulddaktiverne ejer selskabet store jernmalmsforekomster, som selskabet forventes at udvikle i samarbejde med kinesiske partnere over de kommende år.

DSV er et nordisk baseret transportselskab, der tilbyder transport- og logistikløsninger i mere end 110 lande gennem egne kontorer og agenter. Koncernen er repræsenteret med egne kontorer i 60 lande i Europa, Amerika, Asien og Australien. Selskabet opererer med en såkaldt "asset-light" model, hvor den operationelle udførelse af de forskellige transporter i al væsentlighed er outsourcet til underleverandører. Denne model sætter DSV i stand til hurtigt at reagere på ændringer i markedsvilkårene. DSV er godt positioneret til at tage markedsandele fra svagere konkurrenter i nedgangstider og høste fordelene i opgangstider.

Investeringsfilosofi

Afdelingens målsætning er at skabe et afkast, der på langt sigt ligger over gennemsnittet af traditionelle geografisk og sektororienterede specialafdelinger. Risikoen forventes på længere sigt at være højere end eksempelvis foreningens globale og europæiske afdelinger men noget lavere end en traditionel specialafdeling.

Afdeling Emerging Growth søger efter investeringer blandt alle innovative vækstselskaber, som har eller forventes at få højere vækst i indtjeningen og/eller omsætning end markeds- og/eller branchegennemsnittet. Afdelingen har ingen geografiske eller sektormæssige begrænsninger, hvilket giver mulighed for helt at gå ud af specifikke lande og sektorer, når disse bliver uinteressante som følge af enten en for høj prisfastsættelse eller en strukturel ændring af de langsigtede vækstudsigter.

Afdelingen følger samme overordnede investeringsfilosofi og -metode, som afdeling Globale Aktier. Afdelingens ansvarlige porteføljeforvaltere indgår i et tæt og åbent samarbejde med forvalterne af foreningens øvrige afdelinger.

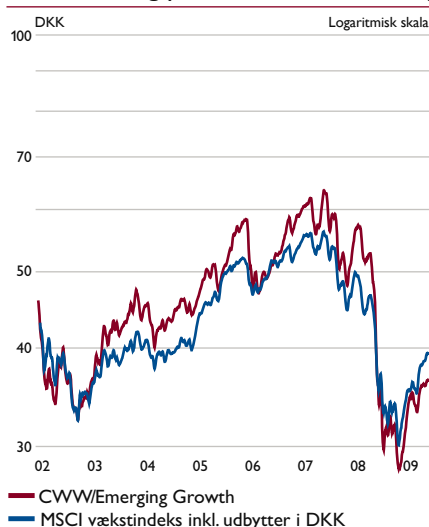
Nøgletal	30.09.09	30.06.09
Formue (i 1.000 kr.)	56.480	52.854
Cirkulerende andele stk.	1.554.285	1.551.785
Udbytte	0,00	0,00
Indre værdi	36,34	34,06
Officiel kurs	35,95	33,76

Fondskode	DK0010256007
Afdelingens start:	30.08.1999
Ændring til vækstunivers:	18.06.2002
Læs mere på:	www.cww.dk/eg

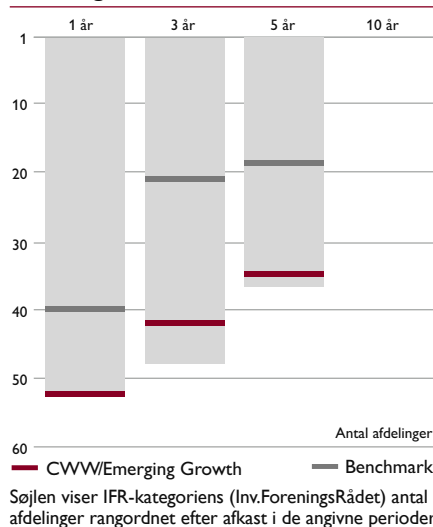
Afkast/Merafkast i %	1 år	3 år	5 år	7 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Emerging Growth	-18,4	-27,4	-15,1	6,7	-9,6
Benchmark*	-7,0	-20,9	1,6	-	-
Emerging Growth merafkast ift. benchmark*	-11,4	-6,5	-16,7	-	-

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	25,1	22,1	-	21,8
Std.afv. % p.a. benchmark*	17,2	14,7	-	15,1
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	-0,6	-0,3	-	-0,3

Afkastudvikling (start vækstaktier indeks 45)



Placering i IFR's afkaststatistik



Aktieporteføljen pr. 30.09.2009

	USA og Canada	Storbritannien	Kontinental-europa	Japan	Øvrige Fjernøsten	Emerging Markets	Total
Energi	Quanta Services 3,1		ABB 4,5				7,6
Alternativ energi	First Solar 2,8 FPL Group 2,6		Novozymes 3,4 Vestas Wind Systems 3,3				12,1
Fødevarer	Potash 3,4 Deere & Co 2,9		Syngenta 3,4				9,7
Unikke vækstselskaber	McDonalds 2,6 Wells Fargo 2,4 Colgate-Palmolive 2,6	Petropavlovsk 3,1	Novo Nordisk 3,1 Synthes 1,9 Unibet Group 3,3 DSV 3,2	Aeon Mall 3,6			25,8
Det digitale hjem	Apple Computer 7,1 Activision Blizzard 3,6 Microsoft 4,0		TomTom 2,6		Taiwan Semiconductor 3,1		20,4
Emerging Markets			Holcim 3,8		Bharti Airtel 4,5 HDFC 6,1 Standard Chartered 3,5	Estácio Participacoes 6,5	24,4
Andet							0,0
Total	37,1	3,1	32,5	3,6	17,2	6,5	100,0
Benchmark*	52,7	10,0	21,0	10,6	5,7	0,0	-

*Benchmark er MSCI vækstindeks inkl. geninvesterede nettoudbytter omregnet til DKK. Tallet bagved navnet på aktien angiver i procent andelen af Carnegie WorldWide/Emerging Growth's aktiebeholdning.

Investeringsforeningen Carnegie WorldWide

I Investeringsforeningen Carnegie WorldWide har vi siden begyndelsen i 1990 stået fast ved vores valg om at være en fokuseret og uafhængig investeringsforening. Fokus på få unikke investeringsprodukter suppleret med et stabilt team af erfarne investeringsmedarbejdere har skabt den særlige investeringskultur, der er fundamentet for Carnegie WorldWides afdelinger. Vi arbejder målrettet med trendbaseret stock-picking. For os betyder det fokuserede porteføljer med typisk 25-30 værdipapirer nøje udvalgt på grundlag af dybdegående analyse og langsigtede trends i den globale økonomi. Fokuserede porteføljer med få papirer, fordi det giver godt porteføljeoverblik og bedre mulighed for dybdeanalyse. Globale trends fordi investering i selskaber, der drager nytte af disse, ofte er gode langsigtede investeringer.

Fokus er nøgleordet, fordi det skaber topmotivation, overblik og mulighed for at gå i dybden. De ingredienser, der efter vores erfaring skal til for at skabe ekstraordinære langsigtede investeringsresultater til de mere end 20.000 medlemmer, der har valgt Carnegie WorldWide.

Alle foreningens afdelinger har fravalgt at investere med udgangspunkt i sammensætningen af det generelle marked. Det betyder i praksis, at foreningens afdelinger må forventes at have en afkastudvikling, der ligger langt fra markedsudviklingen – naturligvis med det sigte at skabe en betydelig højere værditilvækst på langt sigt.

Vil du vide mere, så kontakt en af vores porteføljeforvaltere på 35 46 35 46.

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

Redaktionen er afsluttet den 15. oktober 2009. Kvartalsorienteringen for 3. kvartal er offentliggjort på www.cww.dk den 16. oktober 2009 og udsendt til alle medlemmer den 30. oktober 2009.

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 for de enkelte afdelinger, som kan findes på www.cww.dk under menupunktet Information & materiale – Prospekter & vedtægter.

Fokus!

INVESTERINGSFORENINGEN CARNEGIE WORLDWIDE

Dampfærgevej 26 · DK-2100 København Ø

Tlf: +45 35 46 35 46 · Fax: +45 35 46 36 00

www.cww.dk