

# CARNEGIE WORLDWIDE LONG/SHORT FUND

## Kvartalsorientering 1. kvartal 2008

Hedgefonden har samlet set undgået det voldsomme fald i aktiemarkedene siden sidste sommer, hvor verdensindekset målt i euro toppede. Verdensindekset er siden 15. juni 2007 faldet med 23,9%, Carnegie WorldWide Long/Short holdt stand med et afkast på -1,9%. Fonden havde stor nytte af korte positioner i den finansielle sektor og lange positioner i emerging markets.

Det store fald i markedet i særligt januar måned 2008 overraskede os dog. Det var svært at finde læ både på den korte og den lange side for denne "januarstorm", og samlet set gav kvartalet et negativt afkast på 9,0%. Det skal sammenlignes med et kontantafkast på 1,1% og et fald i verdens aktiemarkeder på 16,1% i samme periode.

Der er nu en udpræget grad af pessimisme i markederne, og det er ofte et godt tidspunkt at øge eksponeringen på. Den fundamentale økonomiske udvikling er dog fortsat behæftet med særlig høj usikkerhed. Fondens nettoeksponering er derfor positiv til markederne, men i høj grad præget af selskaber med modstandskraft i hårdere økonomiske omgivelser. Vi fastholder en lav nettoeksponering til den finansielle sektor. Vi kæmper frem mod at skabe et positivt afkast i disse hårde omgivelser.

De langsigtede afkastdata fremgår sidst i denne kvartalsorientering, hvor det fortsat kan ses, at der er skabt solide resultater siden fondens start. Fonden er således steget med 84,5% siden starten sammenlignet med aktieverdensindekset, der er steget med 29,2% i samme periode før skat, hvor risikoen målt ved udsvingene i afkastet har været markant lavere.

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

Fondens årsrapport samt prospekt kan findes på [www.cww-hedge.dk](http://www.cww-hedge.dk) under menupunktet Information - Publikationer, eller den kan rekvireres ved henvendelse til selskabet. Vi skal oplyse, at tallene i denne kvartalsorientering er historiske, og at tidligere afkast ikke kan anvendes som en pålidelig indikator for fremtidige afkast. Samtidig skal vi gøre opmærksom på, at Carnegie WorldWide Long/Short Fund opgøres i euro, og at gevinster kan blive forøget eller formindsket som følge af udsving i valutakursen.



# Long/Short Fund

CWW Long/Short Fund levetid



## Performancekommentar for kvartalet

Fonden faldt med 9% målt i euro i det forgangne kvartal, mens aktieverdensindekset faldt med 16,1%, og den korte europæiske pengemarkedsrente steg med 1,1%.

Vi undgik desværre ikke større fald i nogle af vores langsigtede positioner i fonden. Således faldt en af sidste års vinderaktier EdF tilbage, efter at selskabet lidt overraskende nedtonede indtjeningsforventningerne til 2008. Vi ser fortsat EdF, der er verdens største el-producent med atomkraft, som unik. Stigende oliepriser og øget fokus på CO<sub>2</sub>-udslip driver el-priserne op i hele Europa. Idet atomkraft ikke udleder CO<sub>2</sub> og ikke oplever samme stigende inputomkostninger, øges indtjeningsmarginalen markant de kommende år. Siemens skuffede også med ekstraordinære nedskrivninger i deres kraftgenereringsdivision. De andre og vigtigere vækstdivisioner som højspændings- og automationsdivisionen gjorde det til gengæld bedre end ventet, og vi ser fortsat positivt på den restrukturering, som Siemens er i gang med. Endelig faldt indiske Pantaloon Retail markant tilbage efter at have været en af vores bedste aktier de sidste par år. Pantaloon er Indiens største detailkæde og fortsætter sin kraftige vækst. En periode med lidt lavere vækst i allerede eksisterende forretninger og en høj værdiansættelse ledte til kursnedgangen. Indiens vej mod en mere moderne detailvaresektor ledes af Pantaloon. Moderne detailhandel er stadig kun 2-3% af den samlede detailhandel, hvor eksempelvis Kina befinder sig i underkanten af 20%.

Der var et marginalt negativt afkast fra de ”pair trades” inden for telekommunikationssektoren og den finansielle sektor, der er etableret i porteføljen. Den korte side bidrog igen positivt til afkastet delvist i kraft af den svage performance i den vestlige verdens finansielle sektor. Her har vi fortsat negativ eksponering, både direkte gennem short positioner i aktier i sektoren og indirekte gennem vores short position i DJ Stoxx 50, som har en betydelig vægtning i den finansielle sektor. Ligeledes fungerede short positionerne i Stora Enso og Valeo godt, hvor vi tjente på de store fald i disse aktier.

## Risikofaktorer og forventninger

Det grundlæggende problem i den vestlige verdens økonomier er, at forbrugere og banksystemet er meget afhængige af et nu faldende frem for stigende ejendomsmarked. Det skaber større usikkerhed om den fremtidige makroøkonomiske udvikling end sædvanligt. Der er dog fortsat en væsentlig del af verdensøkonomien, som har et stort potentiale. Asien befinder sig på et andet punkt i kreditlejren og er derfor bedre positioneret til langsigtet økonomisk vækst. Dette resulterer i, at vi er skeptiske på den finansielle sektor, men fortsat har en langsigtet positiv holdning til emerging markets. På kort sigt er mange regeringer i emerging markets udfordret af høje inflationstal. Fødevarerpriserne presser leveomkostningerne op i blandt andet Kina og Indien. Eksportbegrænsninger og andre protektionistiske tiltag hjælper ikke til langsigtede løsninger på problemet. Derimod knytter løsningen sig til øget produktion af fødevarer, hvor et efterfølgende øget udbud kan bringe priserne i ro igen. En anden del af løsningen ligger i at disse lande lader deres valutaer stige over for dollar. Vi venter derfor en fortsat gradvis styrkelse af disse landes valutaer over for dollar. Usikkerheden på inflationen presser aktier i emerging markets på kort sigt, og vi venter ikke relativ styrke i disse markeder, før inflationen igen vurderes til at være under kontrol.

## Den aktuelle investeringsstrategi

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

Vi er fortsat skeptiske over for den finansielle sektor, hvor mange års vækststemning er i færd med at blive afløst af en mere konservativ adfærd. Vi har dog reduceret vores korte position i vestlige banker i slutningen af 4. kvartal efter de kraftige fald i sektoren. Selvom lavere økonomisk vækst typisk rammer efterspørgslen efter olie og råvarer, tror vi fortsat, at energi- og råvarepriser vil forblive på tilstrækkeligt høje niveauer til, at aktier i denne sektor vil klare sig godt. Det store geninvesteringsbehov i energisektoren samt fremkomsten af dyrere alternativ energi leder til en periode med gode indtjeningsmuligheder for sektoren. Den største nettoeksponering i fonden ligger i infrastruktur- og energiaktier. Trods lavere vægt finder vi langsigtede gode muligheder i den strukturelle udvikling, der pågår i særligt Indien og Kina, trods usikkerheden på inflationssiden.

## Væsentlige omlægninger på den korte og lange side

Eksponeringen i fonden blev øget lidt i kvartalet i takt med en stabilisering af markederne. Vi øgede vægten af amerikanske selskaber gennem køb af enkeltaktier som eksempelvis Exelon samt ved tilbagekøb af vores korte positioner, som eksempelvis Micron og J.P. Morgan. Vi mindskede samlet set vores negative eksponering til den finansielle sektor efter de markante fald i sektoren. Herunder købte vi det danske forsikringselskab Topdanmark i slutningen af kvartalet. Vores eksponering til emerging markets blev reduceret gennem salg af kinesiske Sinopec og Suntec i Singapore. Begge selskaber blev solgt af selskabsspecifikke årsager. Vi valgte at købe franske Schneider Electric, som står stærkt inden for energibesparende løsninger til erhvervslivet. De stigende energipriser sætter yderligere fokus på vigtigheden af at bruge den energi, vi har, mere effektivt.



Herunder købte vi det danske forsikringselskab Topdanmark i slutningen af kvartalet. Vores eksponering til emerging markets blev reduceret gennem salg af kinesiske Sinopec og Suntec i Singapore. Begge selskaber blev solgt af selskabsspecifikke årsager. Vi valgte at købe franske Schneider Electric, som står stærkt inden for energibesparende løsninger til erhvervslivet. De stigende energipriser sætter yderligere fokus på vigtigheden af at bruge den energi, vi har, mere effektivt.

## Korrelation og standardafvigelse

Fonden havde en samhørighed/korrelation i kvartalet i forhold til verdensmarkedet på 0,27. Fondens risiko, udtrykt ved standardafvigelsen, var på 12,5% i kvartalet. Det var fortsat lavere end standardafvigelsen på MSCI World, som lå på 20,2%.

## Forventninger til Long/Short Fund

Vi venter ikke høje afkast på aktiemarkedet de kommende kvartaler. Store udsving giver dog bedre muligheder for at finde nye temaer og aktier.

## 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	31.03.08	31.12.07
Formue (i 1.000 EUR)	495.464	553.899
Cirkulerende andele stk.	2.685.296	2.730.585
Indre værdi	184,51	202,85

Fondskode - obligationen **DK0003444008**

Fondskode - fonden i VP **1631284**  
(Isin LU0171715930)

### Udvikling i brutto- og nettoeksponering

Investeringsgrad (%)	Jan	Feb	Mar
Bruttoeksponering	139	139	142
Nettoeksponering	60	59	58
Bruttoeksponering beta-justeret	120	119	120
Nettoeksponering beta-justeret	44	43	39

### CWW Long/Short Fund levetid



### Afkast og standardafvigelse målt i EUR

	Jan	Feb	Mar	Q4	Q1	År til dato	12 mdr. rl	2006	2007	Levetid*	P.a.
Afkast på porteføljen (%)	-6,2	0,5	-3,5	4,4	-9,0	-9,0	3,8	10,1	15,2	84,5	13,7
Afkast på benchmark** (%)	0,4	0,3	0,4	1,2	1,1	1,1	4,6	3,2	4,4	15,1	3,0
Afkast på MSCI World*** (%)	-8,8	-3,0	-5,1	-5,1	-16,1	-16,1	-18,7	7,4	-1,7	29,2	5,5
Standardafvigelse på porteføljens afkast p.a. (%)	15,1	9,8	11,1	7,8	12,5	12,5	9,2	7,9	8,1	7,9	7,9
Standardafvigelse på MSCI World*** (%)	17,6	15,2	26,9	14,8	20,2	20,2	15,2	10,2	12,5	12,2	12,2
Korrelationskoefficient mellem porteføljen og MSCI World***	0,2	0,3	0,3	-0,1	0,3	0,3	0,2	0,4	0,2	0,4	0,4
r <sup>2</sup> til MSCI World*** (%)	5,3	6,6	10,9	1,4	7,3	7,3	4,0	19,7	4,6	13,5	13,5
Sharpe ratio CWW Long/short							0,4	0,9	2,2	1,5	1,5

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

\*\*\* MSCI World inkl. geninvesteret nettoudbytte omregnet til EUR.

### Aktieporteføljen pr. 31.03.2008

	USA og Canada	Japan	Øvrige Fjernøsten	Storbritannien	Kontinental-europa	"Emerging Markets"	Total	Beta
<b>Energi</b>	Peabody Energy Corp 2,0					Gazprom 2,6	4,6	5,1
<b>Råvarer</b>					Holcim 2,9 Stora Enso -1,3		1,6	1,7
<b>Industri og service</b>	Praxair 4,7 General Electric 3,1				Valeo -0,6 Siemens 3,0 ABB 3,2 Schneider Electric 2,1		15,5	15,4
<b>Forbrugsgoder - cykliske</b>			Esprit 2,5 Pantaloon Retail 1,5	Punch Taverns 1,8			5,8	6,5
<b>Forbrugsgoder - defensive</b>	Altria 1,5 Philip Morris 3,1 Procter & Gamble 3,6	Japan Tobacco 3,7		BAT 6,2	Nestlé 6,0		24,1	13,1
<b>Medicinal</b>	Shoppers Drug 2,9				Novo Nordisk 3,5 Roche 4,1 Synthes 2,1		12,6	5,6
<b>Finans</b>	Financial Select Sector -3,2		HDFC 5,0 HSBC -2,1		Allianz 3,2 TopDanmark 2,2	Sberbank 2,3	7,4	6,6
<b>Informations-teknologi</b>	Cisco 2,4	Canon 2,5					4,9	4,5
<b>Telekommunikation</b>			Bharti Airtel 1,9		Deutsche Telecom -1,5 Telefonica 2,4		2,8	2,3
<b>Koncessioneret service</b>	Exelon 2,7				EdF 4,4 E.ON 5,0		12,1	11,7
<b>Markedsindeks</b>	Russell 2000 -9,4				EURO Stoxx 50 (Future) -10,7 Stoxx 50 (Future) -13,1		-33,2	-33,2
<b>Total</b>	13,4	6,2	8,8	8,0	16,9	4,9	58,2	-
<b>Beta-justeret</b>	5,8	4,9	10,2	5,4	6,7	6,3	-	39,3

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 21. april 2008. Kvartalsorienteringen for 1. kvartal er offentliggjort på [www.cww-hedge.dk](http://www.cww-hedge.dk) den 24. april 2008 og udsendt til investorer den 3. maj 2008.