



Kvartalsorientering 4. kvartal 2010

Tema: Politik og markedskræfter

Indholdsfortegnelse

Leder	3
Politik og markedskræfter	5
Globale Aktier	10
Europa	13
Danske Aktier	16
Østeuropa	19
Investeringsforeningen Carnegie WorldWide	22



Leder

Kære investor

2010 blev endnu et godt år for aktieinvestorer og foreningens medlemmer. Afdelingerne skabte afkast på mellem 16-30%. Afdeling Østeuropa og afdeling Europa klarede sig i særdeleshed godt med merafkast på 8%-point og 10%-point i forhold til markedsgennemsnittet. Afdeling Globale Aktier gav et afkast på 16%. Set i forhold til verdensindekset, som steg 20,7%, er dette under vores forventninger og målsætningen om at skabe merafkast. En af forklaringerne på det lavere resultat er, at vi siden finanskrisens start har holdt en lav porteføljerisiko som følge af den ekstreme situation, verdensøkonomien har befundet sig i.

I temaartiklen denne gang sætter vi fokus på udsigterne for 2011. Vi ser gode muligheder for et positivt afkast fra aktier i 2011. Kort fortalt ser vi fortsat en god indtjeningsudvikling i virksomhederne, og den amerikanske centralbank med Bernanke i spidsen virker stålsat på at føre en lempelig pengepolitik, der har til formål at få aktiver som aktier, obligationer og ejendomme til at stige i værdi for at understøtte den økonomiske udvikling - altså den gamle Greenspan model. Herudover forventer vi en stigende fusions- og opkøbsaktivitet, og mange selskaber vil accelerere tilbagekøb af egne aktier, da prisfastsættelsen ofte er meget attraktiv sammenlignet med finansieringsomkostningerne. Den største risikofaktor for en positiv aktiekursudvikling er håndteringen af de store statslige gældsniveauer og en sandsynlig normalisering af de lave renter. Denne risiko er som nævnt en af forklaringerne på, at afdeling Globale Aktier har ført

en forholdsvis forsigtig investeringsstrategi. Du kan læse mere om udsigterne i temaartiklen og om strategien i de enkelte afdelinger i afdelingsafsnittene.

Børsnotering af afdeling Asien

Vi ser nu mere end nogensinde Asien og særligt Kina, som den helt centrale vækstdynamo i den globale økonomi, og regionen er ikke så eksportafhængig som tidligere. Væksten i det indenlandske forbrug vil spille en altafgørende rolle for Asien og verdensøkonomien. Dette giver spændende investeringsmuligheder.

Vi synes derfor, at tiden nu er rigtig til at børsnotere foreningens eksisterende afdeling Asien, som vi ikke tidligere har anbefalet til private investorer. Afdeling Asien vil blive børsnoteret den 31. januar, og den kan dermed handles på linje med foreningens øvrige afdelinger via din lokale bank og via netbankløsningerne. Vi har vedlagt en folder om afdeling Asien sammen med udsendelsen af denne kvartalsorientering, og hvis du har yderligere interesse, kan du finde en dybdegående temaartikel om Asien på vores hjemmeside, eller du kan få artiklen tilsendt ved at rette henvendelse til foreningen på cww@cww.dk.



Ny udgave af afdeling Globale Aktier med etisk screening

Et af spørgsmålene fra medlemmer på vores årlige investormøder er, hvorfor vi har haft så mange tobaksaktier blandt investeringerne. Vores korte svar er, at tobaksindustrien over det lange løb har været et af de allerbedste investeringsområder.

Sammen med denne type spørgsmål ser vi ligeledes et stigende fokus og en interesse blandt nogle investorer for etiske kriterier i forhold til aktieinvesteringer. Vi har derfor nu besluttet, at lancere yderligere en udgave af afdeling Globale Aktier, hvor vi specifikt udelukker sektorer som tobak og alkohol, og derudover foretager en egentlig etisk screening af selskaberne. Vi forventer at kunne fortælle mere om denne nye afdeling i det tidligere forår.

**Årets investormøder:
16. marts i København
17. marts i Århus**

Investormøde i marts

Årets investormøder er fastsat til den 16. marts i København og den 17. marts i Århus.

Vi vil traditionen tro fortælle om vores syn på de internationale kapitalmarkeder og fremtidens langsigtede investeringstemaer. Herudover sætter vi i år fokus på afdeling Asien og den nye afdeling Globale Aktier med etisk screening. Vi forventer, at udsende invitationer til investormøderne i anden halvdel af februar, hvorefter det vil være muligt at tilmelde sig på foreningens hjemmeside.

Med ønsket om et godt 2011!

Tim Kristiansen

Mikael Randel

Resultat 4. kvartal samt år til dato

Afdeling	Afkast 4. kvrt.	Benchmark 4. kvrt.	Afkast 2010	Benchmark 2010
Globale Aktier	8,1%	10,6%	16,0%	20,7%
Europa	9,2%	6,3%	21,8%	11,3%
Danske Aktier	8,7%	8,5%	25,2%	25,2%
Østeuropa	13,8%	11,4%	29,9%	22,1%



Politik og markedskræfter

Af porteføljeformaler Bo Knudsen

Efter en periode, hvor de finansielle markeder og særligt aktiemarkedet udviser stor usikkerhed, er der brug for en "ledestjerne". For at få tilliden til systemet tilbage. Den "usynlige hånd", som Adam Smith beskrev for mere end 200 år siden forsvandt under finanskrisen, og behovet for en mere synlig og styrende hånd opstod. Ansvar blev taget meget alvorligt af de offentlige myndigheder med Bernanke i spidsen under den akutte finanskrisen. De politiske indgreb i særligt finanssektoren stabiliserede verdensøkonomien og reddede formentligt på kort sigt det finansielle system. Vi befinder os nu i kølvandet af denne krise, og den politiske agenda er fortsat en væsentlig faktor for aktiemarkedet de kommende kvartaler. Her virker særligt den amerikanske centralbank stålsat på at understøtte en positiv udvikling på de finansielle markeder.

"Vi befinder os nu i kølvandet af denne krise, og den politiske agenda er fortsat en væsentlig faktor for aktiemarkedet. Her virker særligt den amerikanske centralbank stålsat på at understøtte en positiv udvikling på de finansielle markeder."

På globalt plan fortsatte det V-formede makroøkonomiske opsving i 2010, og stigningen i de globale aktiemarkeder, der startede i marts 2009, havde fortsat fremdrift ved udgangen af året. Mod manges og vores egen forventning ved indgangen til 2010 valgte myndighederne ikke at begynde en normalisering af pengepolitikken i løbet af året. I stedet lancerede den amerikanske centralbank version 2 af deres aggressive medicinindsprøjtning til den amerikanske økonomi. Det gav de største stigninger til de mere risikofyldte og illikvide dele af aktiemarkedet i USA og over hele verden. Mens de 50 store kontinentaleuropæiske "Blue Chip"-aktier i Euro Stoxx 50 price indekset således faldt med 6% i DKK i 2010, steg mindre aktier i Europa med 28%. Også i Asien havde de største selskaber det svært, og de 40 største kinesiske aktier noteret i Hong Kong steg således med 6% i DKK i år, mens et marked som Indonesien steg med hele 41%. Mere cykliske børser som den svenske og den koreanske børser steg med henholdsvis 41% og 37% i DKK. Denne bemærkelsesværdige difference på over 30%-point



mellem de store aktier i Europa og de små aktier og den cykliske svenske børs målt i DKK fortæller om et år, hvor der ikke var likviditet nok til at drive de store aktier. Ligeledes så mange investorer sig presset til at øge eksponeringen i statsobligationer i kraft af stor usikkerhed på, hvordan de fremtidige kapitalkrav for banker og forsikringsselskaber bliver formuleret.

Med præsident Reagans ord: "Statens forbrug kan sammenlignes med fordøjelsessystemet på en baby: ingen disciplin på vejen ind, ingen disciplin på vejen ud. (no discipline on the way in, none on the way out.)" Faktum er, at den tunge bagage fra finanskrisen og redningspakkerne de seneste par år er enorme statsunderskud og galoperende statsgæld. Disse skal adresseres på et senere tidspunkt. Ligeledes skal der ske en vis normalisering på rentesiden. Efter to års kraftig opgang i aktiemarkedet er risikoen stigende for en negativ effekt, når disse udfordringer adresseres de kommende år. Trods dette er det vores opfattelse, at aktiemarkedet kan fortsætte med at stige i 2011. I løbet af det kommende år vil vi se flere diskussioner og tillidskriser om statsunderskuddet i særligt Europa, Japan og USA. Vi tror dog ikke, at det er nok til at knække opgangen, og vi ser fortsat konstruktivt på store dele af verdensøkonomien, herunder Kina og Indien. Den indenlandske vækst i begge disse lande er fortsat stigende og søgt bremsset i særligt Kina i 2010. Vi venter en mere lempelig politisk indstilling i Kina i 2011 i takt med, at inflationspresset aftager.

Når vi i løbet af det kommende år går ind i 3. år i aktieopgangen, venter vi, at et bestemt historisk mønster gentager sig. Opgangen vil brede sig fra de mindre og cykliske aktier til de større og mere stabile aktier. Særligt i lyset af de makroøkonomiske udfordringer, der ligger og venter. Vi ventede, at denne tendens allerede skulle slå igennem i løbet af 2010. At det ikke skete, øger blot chancen for dette scenarie i 2011. Vi tror, at investorerne vil skele mere til de fundamentale og langsigtede forhold i enkeltaktier i denne senere fase. Dette bliver til fordel for større aktier af høj kvalitet. Det bliver en fordel for Carnegie WorldWides afdelinger i 2011.

"Vi tror, at investorerne vil skele mere til de fundamentale og langsigtede forhold i enkeltaktier. Dette bliver til fordel for større aktier af høj kvalitet."

Bernanke søger stigende aktiekurser

Lederen af verdens centralbank nummer 1 udtrykte sig meget klart i en artikel i Washington Post den 4. november 2010. Her forsvarede han centralbankens aggressive køb af obligationer og fremhævede direkte vigtigheden af stigende aktiekurser (frit oversat): "Højere aktiekurser vil styrke forbrugerens velstand og hjælpe med at øge tilliden, hvilket igen understøtter forbruget. Øget forbrug vil lede til højere indkomster, højere beskæftigelse og profitter, der i en positiv spiral yderligere vil understøtte økonomisk fremgang."

Han følger derfor den gamle Greenspan model, som bygger på, at det handler om at få aktiver som aktier, obligationer og ejendomme til at stige i værdi for at understøtte den økonomiske udvikling. Det er den centrale model, som Bernanke forfølger, og konsekvensen er formentlig lempelig pengepolitik, og det er en del af grunden til, at man skal forvente sig stigninger på aktiemarkedet i 2011. Yderligere viser den nu aflyste skattestigning for mellem- og højindkomstagere i USA, at der er en klar bias mod at støtte vækst fremfor at adressere budgetunderskuddet direkte. En markant skatteforhøjelse lige nu ville skabe store problemer for væksten i USA. Derfor var det bedre at udskyde skattestigningerne til et tidspunkt med mere stabilitet. Strategien er selvsagt risikofyldt, men det er svært at pege på en anden

løsningsmodel lige nu – og balancenummeret kunne jo lykkes.

Europa søger stabilitet efter heftig turbulens

I Europa står bevarelsen af den fælles valuta højt på dagsordenen. 2011 bliver året, hvor landene i Eurosamarbejdet klarere formulerer modellen for, hvordan man mere præcist håndterer lande i økonomiske vanskeligheder. Deauville-aftalen mellem Frankrig og Tyskland, hvor statsobligations-ejere må tage sin del af risikoen i fremtiden, bliver en afgørende del af det fremtidige modelapparat. Problemet består dog i, at de skrøbelige banker i Europa ejer en stor andel af disse statsobligationer. Eksempelvis estimerer Bank of International Settlements, at franske og tyske banker hver har mere end 100 mia. USD i eksponering til kreditter i Grækenland og Irland. Ligeledes er portugisiske banker kraftigt eksponeret til disse lande, hvor det er svært at se en udvej uden gældsrestrukturering. Derfor håber man på et par år med stabile finansmarkeder og opbygning af kapital i banksektoren, som dermed giver bedre mulighed for en mere langsigtet løsning på et senere tidspunkt. Tyskland spiller med sin størrelse og aktuelle økonomiske styrke naturligt en særlig rolle. Arbejdsløsheden er på det laveste niveau i 20 år og både eksportmaskinen, men også det indenlandske forbrug viser tegn på vækst. Tyskland har en stor fordel af et stabilt valutaområde og dermed en bevarelse af Euro-samarbejdet. Tyskland har en konkurrencefordel i forhold til de andre Euro-lande i kraft af effektivitet og lave lønstigninger over de seneste 10 år. Denne konkurrencefordel vil forsvinde, såfremt det igen var muligt for de andre lande at devaluere sig ud af problemerne. Vi venter, at der findes udveje, således at euro-samarbejdet bevares. Konsekvensen er en strammere finanspolitik på tværs af Europa og dermed en markant anden vej ud af krisen end USA. Det bliver afgørende at se forbedringer på statsbudgetterne i både periferilande som Grækenland og Irland, men også i Frankrig, som også har store budgetmæssige udfordringer. Ældrebyrden og mangel på produktiv indvandring ligger på toppen af den store statsgæld og de betydelige budgetunderskud. Vækst løser de fleste problemer. Den egentlige vækstdriver ligger på eksport til nye markeder. Heldigvis er der en stor del af verden med Kina i spidsen, som vokser stærkt også i 2011. Det kan Europa få gavn af.



Kina søger kontrolleret vækst

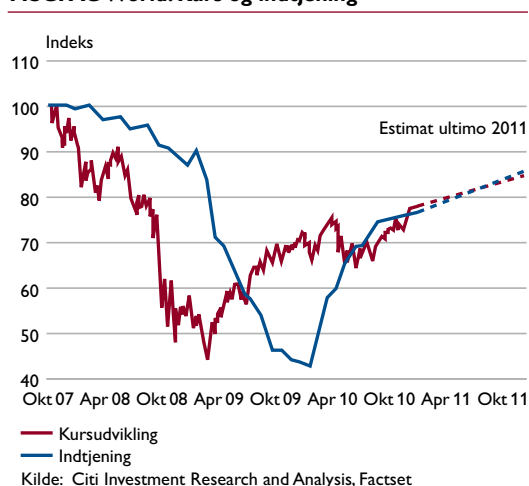
Kina har stærk vækst drevet af en fortsat urbanisering fra land til by. Det kommunistiske parti understøtter denne udvikling på effektiv vis. Det giver flere og flere kinesere en bedre levestandard. Bekymringen er mere en for stærk vækst end en for svag vækst. Kommunistpartiet har brugt det meste af 2010 på at bremse usund vækst i særligt spekulativ låneaktivitet og stigende huspriser efter en voldsom krediteksponering for at modgå krisen i slutningen af 2008 og 2009. Det langsigtede overordnede mål er skabelsen af "det harmoniske samfund", hvor der er mulighed for, at den enkelte kineser kan opnå sine materielle drømme i et bæredygtigt samfund. Inflationen søges holdt under kontrol, men dårligt vejr spillede kraftigt ind på fødevarepriserne i 2010, og det giver høj inflation i 5% niveauet nogle måneder endnu. Vi venter en normalisering af inflationen hen på sommeren og ser, at væksten i Kina fortsat bliver høj i niveauet 7-9%. Væksten vil i stigende grad blive trukket af det indenlandske forbrug. Minimumslønningerne i Beijing bliver sat op med 21% i 2011, og over hele Kina stiger lønningerne markant. Kombinationen af stærk indenlandsk vækst og en fortsat opskrivning af den kinesiske valuta på 5-8% om året vil bidrage til øget import til gavn for resten af verden de kommende år. Normaliseringen af inflationen vil give bedre betingelser for det kinesiske aktiemarked i 2011, efter at dette marked, som tidligere angivet, faldt i 2010.

Indtjening, aktiekurser og likviditet

Indtjeningen og aktiekurser følger hinanden over tid. I de seneste to turbulente år har det dog vist sig, at denne sam-

menhæng er meget arytisk og besværlig at investere efter, som illustreret i figuren nedenfor. Vi passerede bunden i indtjeningscyklen i starten af 2010, og siden da har indtjeningen indhentet aktiekursudviklingen. I marts 2011 går vi formentligt ind i år 3 i dette opadgående marked. Vi venter, ligesom det er illustreret i grafikken, en mere koordineret opgang, hvor aktier og indtjening stiger i samme takt – men under høj volatilitet. Dette giver plads til en mere fundamentalt orienteret og bredere opgang drevet af den underliggende indtjeningsfremgang i selskaberne. Den stærke indtjeningsfremgang i virksomhederne verden over er en væsentlig og positiv faktor, som får for lidt opmærksomhed blandt skeptikere. Det er virksomhederne, som med nye initiativer skal ansætte medarbejdere og skabe vækst. Der er to forudsætninger, der skal være opfyldt, for at disse nye både sættes i søen af virksomhederne. Den ene forudsætning er finansielt råderum. Det er tilfældet på globalt plan. Den anden forudsætning er fornyet tro på fremtiden. Her mangler stadig en del, men der vil være en tilstrækkelig del af verden, som vil have et optimistisk syn på, at verdensøkonomien kan have vækst.

MSCI AC World: Kurs og indtjening



Renteniveauet på verdensplan er lavt. Det har ikke været muligt for centralbankerne i den vestlige verden at hæve renterne fra historisk ekstremt lave niveauer. I et stigende antal markeder er bankerne nu mere villige til at låne penge ud. Det giver mere spekulationskapital, som kan drive markedet op. Vi oplever ligeledes, at eksponeringen til aktier

befinder sig på et forholdsvis lavt niveau på globalt plan, og vi venter et vist skift fra obligationer til aktier i 2011. Vi venter, at store selskaber vil benytte sig af deres attraktive prissætning og stærke balanceposition og låne penge i obligationsmarkedet for at købe deres egne aktier tilbage. Disse faktorer skaber rigelig likviditet til investering i aktiemarkedet.

"Vi venter, at store selskaber vil benytte sig af deres attraktive prissætning og stærke balanceposition og låne penge i obligationsmarkedet for at købe deres egne aktier tilbage. Disse faktorer skaber rigelig likviditet til investering i aktiemarkedet."

Store kvalitetsselskaber – godt, men ikke godt nok i 2010

Figuren nedenfor viser, hvordan amerikanske selskaber med en lavere kreditvurdering har klaret sig i forhold til markedet. Det blev til endnu et år, hvor disse selskaber sammen med små selskaber klarede sig bedst på globalt plan i forhold til resten af markedet. Det rimede desværre ikke med vores forventning om, at store kvalitetsaktier ville komme stærkt tilbage i 2010. Kvalitetsaktierne er typisk kendetegnet ved at være store selskaber inden for stabile forretningsområder med systematisk høj forrentning af kapitalen. Vores tese byggede på, at i tider med stor usikkerhed søger investorer mod det sikre indtil en stærkere økonomisk trend er

etableret. Det blev dog en mere ekstrem bevægelse helt ud af store likvide aktier, hvor investorer i stedet søgte sikkerheden i statsobligationer. Store likvide aktier blev en enkel måde at nedbringe risiko på i 2009 og 2010. I kraft af deres størrelse udgør disse selskaber en stor andel af aktiemarkedet. Det er de samme aktier, som indgår med stor vægt i futures, hvorved det også skabte salgspres. Dette kan eksempelvis illustreres ved, som nævnt i indledningen, at de største selskaber i Europa målt ved Euro Stoxx 50 faldt med 6% mens det europæiske small cap univers målt ved MSCI Europa Small Cap steg med 28%.

Samlet mener vi, at en langsigtet investor tjener flest penge. Der er nu en god mulighed for at købe kvalitetsselskaber til en attraktiv pris. Vi har derfor i dag en kraftig overvægt af disse selskaber i afdeling Globale Aktier. Vi søger at optimere porteføljen på længere tidsperioder, og selvom der kan være mange penge at tjene på at skifte fra høj til lav kvalitet i perioder, kan det være en usikker og dyr disciplin. Vi holder fast i selskaber, som vi tror på, på langt sigt.

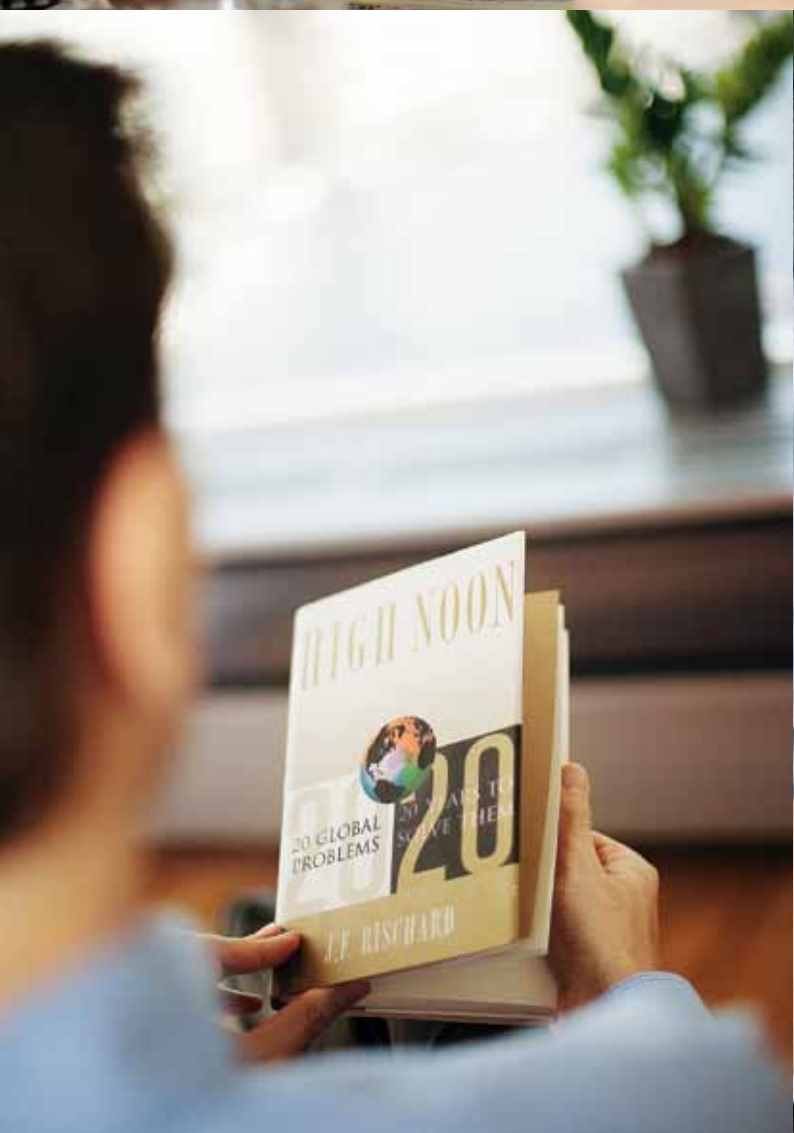
"Der er nu en god mulighed for at købe kvalitetsselskaber til en attraktiv pris. Vi har derfor i dag en kraftig overvægt af disse selskaber i afdeling Globale Aktier."

Relative årlige afkast: Lavkvalitetsselskaber



Afslutning

Den fortsatte bedring af det makroøkonomiske billede vil dog fortsat flytte penge fra obligationer til aktier. Rimelig vækst i indtjeningen, lave renter og et allokeringsskifte fra obligationer til aktier i takt med en fortsat makroøkonomisk bedring er grundlag nok for et fornuftigt aktieår. Den største risikofaktor på de finansielle markeder de kommende par år er den vestlige verdens håndtering af de store statslige gælds niveauer og den tilknyttede normalisering af de lave renter. Risikoen for politiske fejlbeslutninger er stor både i den vestlige og den østlige del af verden i et miljø, hvor den politiske agenda i perioder dominerer "den usynlige hånd". Men markedet skal helst have noget at bekymre sig om, og vi tror, at markedet indtil videre kan fortsætte med at stige. Vi foretrækker dog at have eksponeringen til aktier med en moderat risikoprofil, og til aktier vi kan lide på tre til fem års sigt.



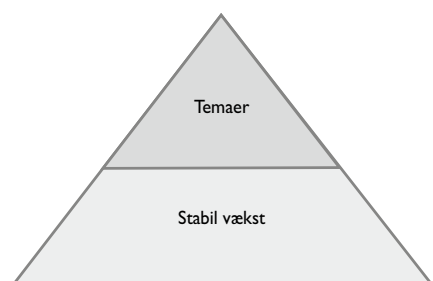


Globale Aktier

Resumé

Det blev en stærk afslutning på 2010. 4. kvartal endte med et afkast i afdelingen på 8,1%, hvor verdens aktiemarkeder steg med 10,6%. Det var ligesom i hele året de mere økonomisk følsomme aktier, som gjorde det bedst. De lave renter og yderligere ekspansion af den amerikanske centralbanks balance i 4. kvartal understøttede den mere risikobetonede del af markedet.

Alle taler om afkast, og kun få taler om den risiko, man har eksponeret sig til. Afdeling Globale Aktier har deltaget i de seneste par års opgang, men vi har siden finanskrisens start i sommeren 2007 haft en lavere risikoprofil som følge af den ekstreme situation verdensøkonomien har befundet sig i. Afkastet er skabt med markant lavere udsving end det generelle marked. Vi så og ser det bedste langsigtede forhold mellem afkast og risiko i de store og sikre aktier i markedet. Vi ser eksempelvis det stabile teknologiselskab Hewlett-Packard som meget attraktivt prissat på p/e under 8. Den cykliske eksponering er koncentreret i teknologi-sektoren samt i mere sencykliske selskaber som Holcim og ABB. Der udestår fortsat betydelige makroøkonomiske udfordringer. Dette inviterer i vores optik kun til selektiv risikotagning.



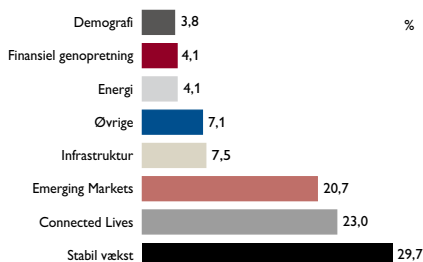
Stærkt marked i kvartalet

Aktiemarkederne sluttede årets sidste kvartal stærkt. Afdeling Globale Aktier steg 8,1%, mens verdensindekset steg med 10,6%. De mere cykliske aktier i porteføljen gjorde det godt i et kvartal præget af bedre makroøkonomiske data fra både USA og Europa. Aktiemarkedet ignorerede problemerne i obligationsmarkederne i særligt Irland og Sydeuropa, og vores aktier som Peabody Energy, Samsung Electronics og Holcim steg med henholdsvis 33%, 24% og 19% i danske kroner. Bank of America, som blev solgt i kvartalet, samt den engelske storbank Standard Chartered faldt i kvartalet og bidrog negativt. Et par af de store positioner i porteføljen, engelske BAT og indiske HDFC steg kun marginalt i kvartalet. Når markedet så rejser sig med 10,6%, giver det et negativt bidrag i forhold til markedet.

For hele 2010 blev afkastet i afdeling Globale Aktier 16%, hvilket målt i kroner og ører må betegnes som et tilfredsstillende aktieafkast. Set i forhold til verdensindekset, som steg 20,7%, er dette dog under vores forventninger og målsætningen om at skabe afkast højere end markedet. En af forklaringerne på det lavere resultat er, at vi siden finanskrisen start har holdt en lav porteføljerisiko som følge af den ekstreme situation verdensøkonomien har befundet sig i.

For året som helhed efterspurgte investorerne – som beskrevet i temaartiklen – ikke de store selskaber. Afdeling Globale Aktier har en klar drejning mod de store selskaber, idet den gennemsnitlige markedsværdi på selskaberne i porteføljen er på mere en 90 mia. USD. Denne faktor bidrog ligeledes til det lavere relative afkast i 2010.

Temaoversigt pr. 31.12.2010



Når vi ser på afkastudviklingen på de enkelte investeringer i 2010, var der flere selskaber end sædvanligt, som kursmæssigt ikke indfrie vores forventninger. Eksempler på dette var Nokia, Bank of America, Monsanto og Transocean. Der var dog lyspunkter i 2010, som bør fremhæves. Den indiske realkreditbank HDFC var igen en af årets positive bidragsydere med et samlet afkast på næsten 53%. Apple blev årets bedste aktie med et afkast på 63% målt i danske kroner.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Afdelingens grundlæggende strategi er at købe og holde aktierne i lang tid. Det giver en bias mod en konservativt sammensat portefølje med en positiv bias til væksten i emerging markets. I takt med at vækstudsigterne har forbedret sig, er den økonomisk følsomme del af porteføljen øget med primært teknologiske selskaber. Vi foretrækker eksponering til Kina og emerging markets gennem mere stabile forbrugs- og industriselskaber primært noteret i den vestlige verden. Den forholdsvis konservativt sammensatte portefølje skal ses i sammenhæng med de betydelige udfordringer, som den vestlige verden står over for. De store ubalancer på staternes budgetter løser ikke sig selv. Ligeledes udestår stadig en normalisering af renteniveauerne. Indtil videre er der dog tilstrækkelig makroøkonomisk momentum til at understøtte aktiemarkedet. Vi ser selve aktieudvælgelsen som særlig central de kommende 12 måneder for at skaffe et godt afkast.

Forventninger til Globale Aktier

Indtjeningsdrevet marked i 2011

Den politiske faktor er fortsat en central drivkraft i markedet. Stærke politiske kræfter sikrer fortsat lave renter og forholdsvis let adgang til likviditet. Det skaber en positiv undertone. Den ekspansive penge- og finanspolitik har dog omkostninger, og særligt den vestlige verden skubber nogle alvorlige offentlige gældsproblemer foran sig. I sådanne omgivelser foretrækker vi en mere moderat risikoprofil, hvor vækstdelen af porteføljen er koncentreret i teknologi og indirekte eksponering til emerging markets. Vi ser indtjeningsvækst drevet af kombinationen af en veltrimmet virksomhedssektor og god global makroøkonomisk vækst. Det giver grundlag for et acceptabelt aktieafkast i 2011.

Det er meget vigtigt at fokusere på selskaber, som har mulighed for at sætte prisen op på de produkter, de sælger. Vi har fortsat en betydelig kerne af selskaber, som betaler et godt udbytte og som primært består af nydelsesmiddelselskaber og fødevarerelskaber.

Den finansielle sektor er fortsat udfordret af stramninger og regler, og det bliver svært for finansselskaberne at opnå en egenkapitalforrentning på niveauet fra før finanskrisen. Vi har primært finansseksponering i Asien samt nøje udvalgte markeder i Europa.

Omlægninger i kvartalet

I kvartalet solgte vi Japan Tobacco og købte i stedet Philip Morris. Vi anser det for vigtigt, at selskaberne har fokus på aktionærens behov og her rangerer Philip Morris højere end Japan Tobacco i forhold til udbyttens niveau og tilbagekøb af aktier. Samtidig er Philip Morris med deres stærke Marlboro mærke aktiv i markeder med væsentligt højere vækst i forhold til Japan Tobacco. Mindre positioner i afdeling Østeuropa, Bank of America og Monsanto blev solgt, og i stedet købte vi mere i vores positioner i Vodafone og Samsung Electronics. Disse omlægninger er begrundet i bedre udsigter og lavere risiko for indtjeningen i de købte i forhold til de solgte positioner på tre års sigt. Vi har ligeledes købt en position i DnB, Norges største bank. I en verden med store budgetubalancer og galoperende statsgæld står norsk økonomi som en bastion og som en af verdens stærkeste økonomier. Huspriserne stiger, og der er god underliggende vækst godt hjulpet af olieprisen. DnB er en eksponering til denne stærke norske økonomi. Aktien handler på linje med det generelle bankmarked og giver et højt udbytte og står langt stærkere fundamentalt. Vi venter, at aktien kommer til at give et solidt afkast de kommende år med lav risiko i takt med en fortsat stærk norsk økonomi.

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.

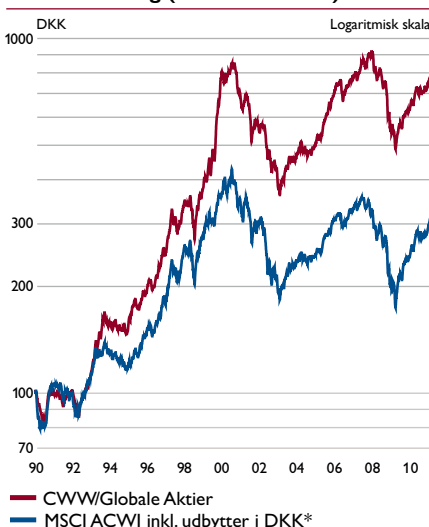
Afdelingen investerer i børsnoterede selskaber og har ingen geografiske eller sektormæssige afgrænsninger. Afdelingens ansvarlige porteføljeforvaltere indgår i et tæt og åbent samarbejde med forvalterne af foreningens øvrige afdelinger.

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

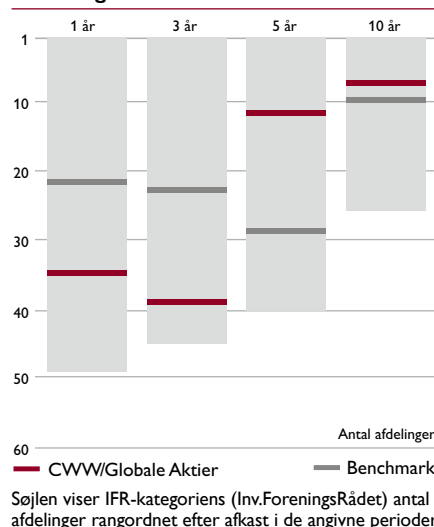
Afkast/Merafkast i %	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Globale Aktier	16,0	-15,4	10,7	5,0	10,5
Benchmark*	20,7	-5,4	-0,1	-12,3	5,6
Globale Aktier merafkast ift. benchmark*	-4,7	-10,0	10,8	17,3	4,9

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	16,8	14,7	15,3	16,8
Std.afv. % p.a. benchmark*	18,4	15,3	15,9	16,4
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	-0,5	-0,1	-0,2	0,3

Afkastudvikling (start indeks 100)



Placering i IFR's afkaststatistik



Aktieporteføljen pr. 31.12.2010

	USA & Canada	Storbritannien	Kontinental-europa	Japan	Øvrige Fjernøsten	Emerging Markets	Total	Benchmark*
Energi	Peabody Energy 4,1				Sinopec 2,5		6,6	11,4
Råvarer	Newmont Mining 2,9		Holcim 4,5				7,4	9,3
Industri og service	Praxair 4,4		ABB 3,0				7,4	10,8
Forbrugsgoder - cykliske			Daimler 4,2				4,2	9,9
Forbrugsgoder - defensive	Lorillard 2,9 Philip Morris Intl. 3,1	BAT 8,2 Diageo 2,6	Nestlé 8,3				25,1	9,4
Medicinal			Roche 3,8				3,8	8,1
Finans		Standard Chartered 3,6	DnB NOR 0,2 Allianz 4,1		China Life Insurance 1,7 HDFC 7,8 ICBC 2,8		20,2	20,7
Informations-teknologi	Hewlett-Packard 3,2 Apple 3,5 Google 4,1			Canon 3,6	Samsung Electronics 4,0		18,4	11,9
Telekommunikation		Vodafone 4,6					4,6	4,6
Koncessioneret service							0,0	3,9
Andet					CWW/Asien 2,3		2,3	0,0
Total	28,2	19,0	28,1	3,6	19,1	0,0	100,0	-
Benchmark*	46,8	8,4	16,6	8,7	5,3	14,2	-	100,0

* Benchmark er pr. 1.1.2010 ændret fra MSCI aktieverdensindeks til MSCI All Country aktieverdensindeks inkl. geninvesterede nettoudbytter omregnet til DKK. Tallet bagved navnet på aktien angiver i procent andelen af Carnegie WorldWide/Globale Aktiers aktiebeholdning.



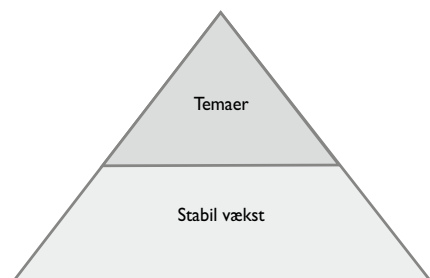
Europa

Resumé

Året sluttede med en stigning i den indre værdi på 9,2% i 4. kvartal, hvilket var bedre end Morgan Stanleys europæiske aktieindeks, der steg 6,3%. For hele 2010 blev afdelingens afkast markant bedre end benchmark, 21,8% mod 11,3%. Det gode afkast kan henføres til en lang række af afdelingens stabile vækstaktier.

EU's ledere har udtrykt vilje til med alle midler at redde euroen, men desværre har de ingen planer, og fremtiden afhænger af tyskernes velvilje. Vi forventer derfor, at de europæiske markeder i 2011 vil byde på store udsving, men det ændrer ikke på, at mange europæiske selskaber stadig er attraktive langsigtede investeringer.

Vi har investeret i tre nye selskaber i kvartalet. Det tyrkiske ejendomsselskab IS Reit, den tyske engros- og detailhandelskæde Metro samt guldmineselskabet Avocet Mining. Købene er finansieret ved at tage profit i Garanti Bank og Jeronimo Martins.



Afkast i 4. kvartal

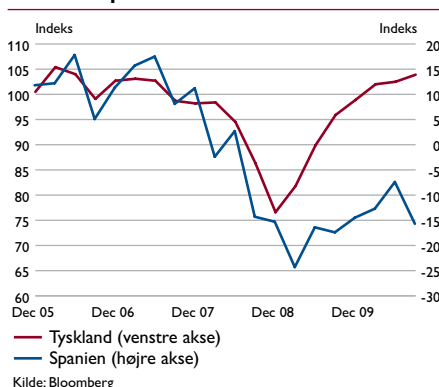
Året sluttede af med manér og fortsatte de gode takter fra tredje kvartal. Afdelingens indre værdi steg med 9,2%, hvilket var godt sammenlignet med Morgan Stanleys europæiske aktieindeks, der steg 6,3%. For hele 2010 blev afdelingens afkast markant bedre end benchmark, 21,8% mod 11,3%. Det gode afkast kan henføres til en række af afdelingens stabile vækstaktier, der bidrog signifikant, især Novo Nordisk, Jeronimo Martins, Temenos, BAT og Swedish Match er værd at nævne.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

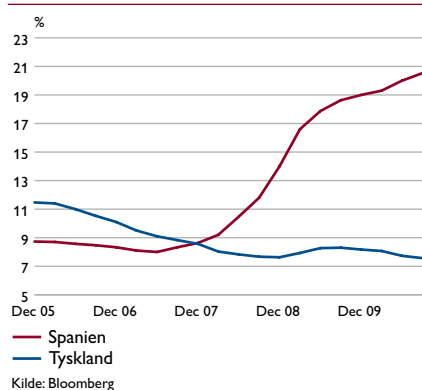
Selvom det er svært at se af det positive aktiemarked, så er Europa i krise. Aldrig har kontrasterne og spændingerne været større internt i Euroland, og det er berettiget at tvivle på, om euroen kan overleve i den nuværende form. Tyskland og lande, der ligner, som Holland, Østrig og de nordiske lande, er i en favorabel position med stærk produktionsbase og god konkurrenceevne – se blot på optimismen i det tyske erhvervsliv. Tyskland har uden tvivl været den nation i EU, som har haft størst gavn af Europas frihandelszone og euroen, men er det derfor også rimeligt, at de skal betale for redningen af Sydeuropa med flere?

Der er desværre ikke et enkelt svar, for Tyskland har atter genvundet sin tidligere tiders styrke efter mange år med lav vækst og stillestående forbrug, som fulgte efter bristen af "genforeningsboblen" i slutningen af halvfemserne. Konkurrenceevnen blev genskabt ved løntilbageholdenhed og fokus på væksten uden for Europa. Resten af Europa må nu gennemgå samme kur, hvilket bliver en hård "rejse", for udgangspunktet er ikke godt. Store statsunderskud og høj ar-

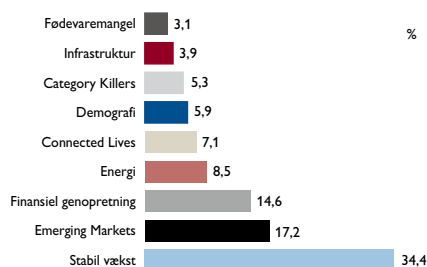
Erhvervsoptimisme



Arbejdsløshed



Temaoversigt pr. 31.12.2010



Forventninger til Europa

EU's ledere har udtrykt vilje til at redde euroen med alle midler, men desværre har de ingen planer, og fremtiden afhænger af tyskernes velvilje. Vi forventer derfor store udsving i 2011, men det ændrer ikke på, at mange europæiske selskaber stadig er attraktive langsigtede investeringer.

Den lave rente og en svag euro har positive indvirkninger på væksten i Europa, men de finanspolitiske stramninger i mange lande vil trække i modsat retning. Samlet set vil væksten i den europæiske økonomi være lav i 2011 og i årene fremover.

bejdsløshed tvinger landene til reformer, som i en længere årrække vil gøre ondt værre og meget tænkeligt vil blive politisk uholdbart. Der er derfor en høj sandsynlighed for, at et eller flere lande må forlade euroen, mens resten holder fast i Den Europæiske Monetære Union med Tyskland som anker.

Afdelingen vedbliver derfor med at have en meget lille eksponering til Portugal, Irland, Grækenland og Spanien, mens en høj andel i stabile vækstselskaber fastholdes. Vækstselskaberne er store multinationale selskaber, som er hjemmehørende i Tyskland, England, Schweiz og Skandinavien – ofte med betydeligt salg i emerging markets. Deres stærke balancer og høje stabile pengestrømme samt lav prisfastsættelse gør dem til meget interessante langsigtede investeringer.

Foruden kernen af stabile vækstselskaber består porteføljen af en række investeringer inden for diverse væksttemaer. De største temaer p.t. er eksponeringen til væksten i emerging markets og råvarer. Foruden den førnævnte indirekte eksponering gennem multinationale selskaber, så er den direkte eksponering primært til den boomende tyrkiske økonomi (5% af porteføljen). Eksponeringen har ændret sig i kvartalet, hvilket fremgår af efterfølgende afsnit. Afdelingens eksponering til guld er øget til 6% ved køb af endnu et guldmineselskab.

Omlægninger i kvartalet

Kvartalet bød på to større omlægninger. Først blev den succesfulde investering i tyrkiske Garanti Bank afhændet (kursen er steget 53% i år). Garanti Banks rentemarginal vil i 2011 være under pres, hvilket vil lægge låg på kurspotentialer. Salget gav plads til at købe yderligere i TSKB (tyrkisk investeringsbank) og en aktiepost i IS Reit, der begge vil drage fordel af et lavere renteniveau.

IS Reit er et selskab, der investerer i og udvikler ejendomsprojekter, som overvejende er kontorudlejningsejendomme i Istanbul, men også detailhandelsejendomme, hoteller og jord. Det er vores forventning, at IS Reit i de kommende år vil drage fordel af den meget gunstige udvikling, som tyrkisk økonomi gennemgår. I takt med at økonomien tilpasser sig et lavere renteniveau, vil IS Reit opleve en markant opjustering af værdien af ejendomsporteføljen. Ligeledes har selskabet store muligheder for at udvikle sine investeringer i jord med nye ejendomsprojekter.

Vi solgte halvdelen af investeringen i den portugisiske/polske detailhandelskæde, Jeronimo Martins, efter en stigning på knap 80%. Vi investerede i stedet i tyske, **Metro**. Metro er især kendt for deres engroskæde "Cash & Carry", som henvender sig til små og mellemstore forretningsdrivene, der køber stort ind til lave priser. Metro er markedsledende i Europa og har en stærk position i Tyskland og Østeuropa, begge områder med gode vækstudsigter. Hertil kommer en stærk position inden for salg af elektronik. Vi forventer, at et ambitiøst rationaliseringsprogram vil løfte indtjeningsmarginalerne.

Endelig foretog vi investering i et af Europas mindre guldmineselskaber, **Avocet Mining**. Selskabet har interessante mineområder i bl.a. Burkina Faso, hvilket vi forventer vil blive synliggjort ved et igangværende ambitiøst boreprogram. Herudover vil et frasalg af selskabets miner i Fjernøsten være positivt og være med til at drive kursudviklingen.

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	21,8	-16,0	3,0	-	4,4
Benchmark*	11,3	-17,7	1,1	-	3,2
Europa merafkast ift. benchmark*	10,5	1,7	1,9	-	1,2

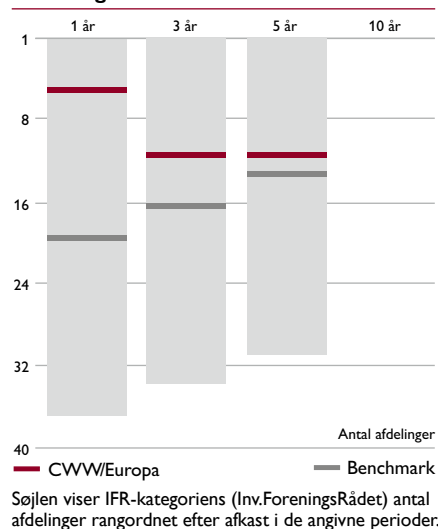
Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	20,4	17,0	-	16,5
Std.afv. % p.a. benchmark*	21,1	17,4	-	16,8
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	-0,4	-0,1	-	0,1

Afkastudvikling (start indeks 100)



Nøgletal	31.12.10	30.09.10
Formue (i 1.000 kr.)	157.130	151.101
Cirkulerende andele stk.	1.434.663	1.506.463
Udbytte	0,00	0,00
Indre værdi	109,52	100,30
Officiel kurs	110,11	100,43

Placering i IFR's afkaststatistik



Aktieporteføljen pr. 31.12.2010

	Norden	UK og Irland	Centraleuropa	Sydeuropa	Østeuropa	Total	Benchmark*
Energi		BG Group 4,2 Tullow Oil 4,3				8,5	10,9
Råvarer		Avocet Mining 2,3 Eurasian Natural Resources 2,9 Petropavlovsk 4,4	Holcim 2,4 Syngenta 3,1			15,1	11,0
Industri og service	DSV 5,3			Prysmian 1,5		6,8	11,3
Forbrugsgoder - cykliske			Metro 3,0	Ebro Puleva 5,1		8,1	8,9
Forbrugsgoder - defensive	Swedish Match 5,2	BAT 6,6 Diageo 2,7	Nestlé 6,5	Jeronimo Martins 2,7		23,7	12,4
Medicinal	Novo Nordisk 3,8		Roche 2,1			5,9	9,7
Finans		Prudential 2,7 Standard Chartered 3,2	Allianz 3,5 Zurich Financial Services 3,8		IS Reit 1,6 Türkiye Sinai Kalkınma Bankası 2,8	17,6	21,0
Informationsteknologi			SAP 2,6 Termenos Group 4,6			7,2	2,9
Telekommunikation		Vodafone 4,8	Koninklijke KPN 2,3			7,1	6,5
Koncessioneret service						0,0	5,4
Andet						0,0	0,0
Total	14,3	38,1	33,9	9,3	4,4	100,0	-
Benchmark*	9,7	33,9	46,4	10,0	-	-	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

Resumé

Afdeling Danske Aktier gav et afkast på 8,7% i 4. kvartal 2010, hvilket var lidt over afkastet på det danske aktiemarked. For 2010 blev afkastet på 25,2%, hvilket var på linje med afkastet på benchmark, som gav 25,2%. Pandora og TDC er nye aktier i porteføljen. Vi forventer en fortsat gunstig indtjeningsfremgang i de danske børsnoterede selskaber. Vi forventer, at aktiemarkedet vil kunne udvikle sig gunstigt grundet en forventning om en moderat økonomisk fremgang samt en attraktiv prisfastsættelse.

Afkast i 4. kvartal

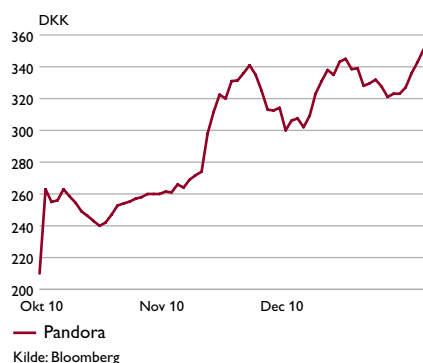
Afdeling Danske Aktier gav et afkast på 8,7% og outperformede derved marginalt det generelle danske aktiemarked med 0,2%-point i kvartalet.

Årets sidste kvartal udviklede sig bedre, end vi havde ventet, og var karakteriseret ved en stigende trend kun afbrudt af mindre korrektioner. "Kampen" mellem de negative og positive temaer var i høj grad en kamp mellem de makroøkonomiske temaer (lavt forbrug & høj arbejdsløshed) og den positive selskabsspecifikke udvikling (god indtjening).

Lav vækst, store offentlige underskud og høj arbejdsløshed gav ikke meget grund til optimisme, men omvendt er inflationen lav, og de meget lave renter sammenholdt med en rigtig god indtjeningsudvikling hos de børsnoterede selskaber gjorde aktierne interessante og ikke mindst relativt billige i forhold til andre investeringsalternativer.

Det danske aktiemarkeds implicitte risikopræmie (det forventede merafkast i forhold til obligationer) var historisk højt ved indgangen til kvartalet, men faldt en anelse i løbet af årets sidste tre måneder. Det nuværende niveau på 7% er dog fortsat højt og muliggør således yderligere stigninger på aktiemarkedet alene som følge af en lavere risikovurdering. En normaliseret risikopræmie burde ligge i niveauet 4-5%.

Kursudvikling Pandora



For 2010 blev afkastet på 25,2%, hvilket var på linje med afkastet på benchmark, som gav 25,2%. 2010 blev et rigtigt godt aktieår, men med relativ høj volatilitet forårsaget af modsatrettede tendenser med en dårlig udvikling i økonomien i USA og Europa på den ene side og gode regnskabstal fra de børsnoterede selskaber på den anden side. I Danmark blev NovoNordisk (+92%), GN Store Nord (+83%) og Coloplast (+62%) de helt store vindere, og disse var de bærende kræfter til den gode udvikling på det danske aktiemarked. Blandt de negative overraskelser var Vestas (-44%), Tryg (-21%) og ALK (-20%).

Forventninger til Danske Aktier

Vi forventer en stigende tendens på det danske aktiemarked i den kommende tid. Markedet vil dog fortsat være præget af høj volatilitet, da der stadigvæk er store økonomiske ubalancer, ikke mindst i Europa.

Verdensøkonomien er langsomt i bedring, og det bør give såvel lavere risikopræmier (højere vurdering) på aktier som bedre indtjening i selskaberne.

Vi forventer, at de danske selskaber generelt vil præsentere pæne regnskaber for 4. kvartal, men da det allerede er forventet, er det i langt højere grad selskabernes forventninger til indtjeningen i 2011, der er vigtige for aktiekurserne. Vi forventer, at selskaberne vil melde om en forsigtig optimisme. Således kan der godt opstå kursudsving lige omkring selskabsmeddelelserne.

Det danske aktiemarked er fortsat attraktivt prisfastsat og vil således kunne stige i takt med, at den makroøkonomiske usikkerhed aftager. Specielt inden for de cykliske sektorer synes der at være interessante muligheder for at købe billigt ind. De defensive aktier, er derimod generelt fair prisfastsat, så her er det vigtigt at være mere selektiv.

Vi forventer i 2011 flere børsnoteringer, dels af gamle kendinge som ISS og Falck, men også af nye selskaber. Vi ser det som en positiv udvikling for det danske aktiemarked, da det vil øge dybden og diversiteten af markedet og derved gøre det mere interessant som investeringsunivers.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Porteføljen er fortsat overvægtet i de cykliske sektorer/aktier, eftersom vi fortsat tror på en moderat økonomisk fremgang, som disse selskaber generelt vil få gavn af. Ligeledes er de cykliske aktier fortsat billige såvel absolut som relativt til de defensive aktier, som performende rigtigt stærkt i 2010.

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 forstøt af markedet, hvilket giver mulighed for større positive revurderinger af selskabets værdi i takt med, at selskabet udvikler sig.

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.

Omlægninger i kvartalet

Der er købt to nye aktier, men overordnet er porteføljens profil uændret.

Pandora blev købt i forbindelse med børsnoteringen af selskabet, og det har allerede været en attraktiv investering. Pandora er et forholdsvist ungt selskab med en interessant forretningsmodel. Selskabet har en særdeles høj indtjeningsmarginal grundet en industrialiseret tilgang til at producere smykker. Risikoen i selskabet er primært forbundet med deres evne til at fortsætte den globale ekspansion af deres meget populære armbånd og charms.

TDC er købt til porteføljen i forbindelse med kapitalfondenes frasal. TDC befinder sig i bedste fald på et stagnerende dansk telemarked og vil derfor have svært ved at øge indtjeningen på langt sigt. TDC råder imidlertid over et attraktivt aktiv i form af YouSee, som bør kunne øge indtjeningen i de kommende år. Vi vurderer derfor, at TDC som helhed kan fastholde deres indtjeningsevne, og da selskabet har som målsætning at udbetale det frie cash flow til aktionærerne, er aktien en interessant udbytteaktie.

Vi har valgt at reducere beholdningerne i hhv. Coloplast og Novozymes, da begge aktier har udviklet sig gunstigt i 2010, og aktiekurserne nu til fulde afspejler potentialet i selskaberne. Provenuet er brugt til at øge positionen i hhv. DSV og William Demant. DSV besidder fortsat et stort kurspotentiale, mens William Demant, efter at have udviklet sig markant dårligere end f.eks. Coloplast i 2010, igen er blevet fornuftigt prisfastsat.

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 investorers adfærd.

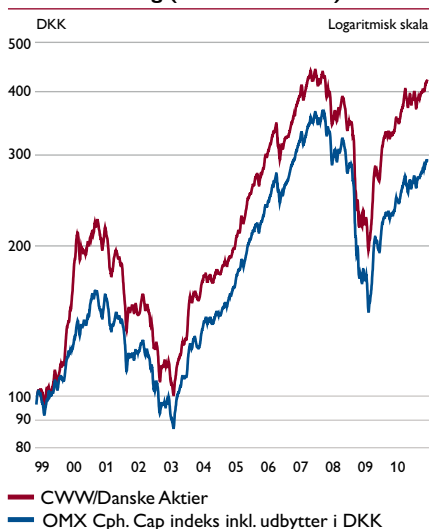
Erfaringerne fra afdeling Globale Aktier har vist, at en portefølje med få aktier giver mulighed for et mere indgående kendskab til hver enkelt aktie. Risikoen i porteføljen kan kvalitativt holdes på et lavt niveau, når det sikres, at kvaliteten er høj i hver enkelt aktie. Disse erfaringer drager vi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

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

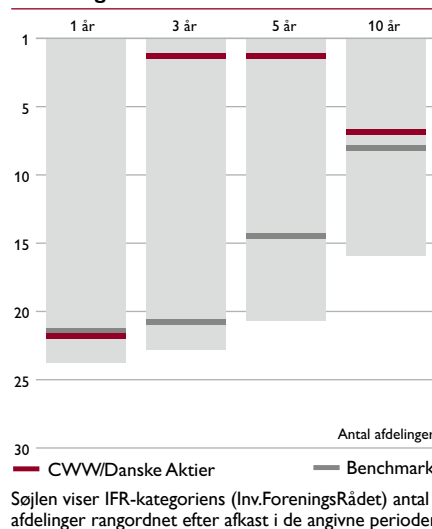
Afkast/Merafkast i %	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Danske Aktier	25,2	5,3	42,9	114,2	12,7
Benchmark*	25,2	-12,0	24,7	103,2	9,3
Danske Aktier merafkast ift. benchmark*	0,0	17,3	18,2	11,0	3,4

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	27,1	22,5	21,6	21,3
Std.afv. % p.a. benchmark*	26,4	21,9	19,9	18,9
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	0,0	0,2	0,2	0,4

Afkastudvikling (start indeks 100)



Placering i IFR's afkaststatistik



Aktieporteføljen pr. 31.12.2010

	Cyklisk vækst	Stabil vækst	Finansiell vækst	Total	Benchmark*
Energi				0,0	0,4
Råvarer		Novozymes 2,7		2,7	6,5
Industri og service	A.P. Møller-Mærsk 9,6 Vestas Wind Systems 4,9 FLSmidth 4,8 NKT 2,3 G4S 4,5 DSV 6,3			32,4	26,6
Forbrugsgoder - cykliske	North Media 1,5 IC Companys 1,2 Pandora 2,8			5,5	6,3
Forbrugsgoder - defensive		Carlsberg 4,7 Chr. Hansen Holding 4,7 Danisco 3,1		12,5	12,5
Medicinal		Novo Nordisk 9,8 Coloplast 3,6 William Demant 2,9 GN Store Nord 5,2		21,5	20,8
Finans			Danske Bank 9,6 Topdanmark 1,4 Jyske Bank 5,0 Tryg 1,8 Sydbank 3,3	21,1	22,0
Informationsteknologi	SimCorp 3,0			3,0	0,8
Telekommunikation		TDC 1,3		1,3	4,0
Koncessioneret service				0,0	0,1
Andet				0,0	0,0
Total	40,9	38,0	21,1	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.



Østeuropa

Resumé

Aktiemarkedene gjorde det godt gennem fjerde kvartal, og de østeuropæiske markeder var ingen undtagelse. Afdeling Østeuropa steg 13,8%, mens afdelingens benchmark steg 11,4%. For hele 2010 sluttede afdelingen pænt foran markedet, primært pga. af en række gode investeringer i Rusland og Tyrkiet. Afkastet i 2010 blev 29,9%, mens benchmark steg 22,1%.

På kort sigt skal man nok være forsigtig med nye investeringer, da markedsstemningen i øjeblikket er meget positiv, og markederne derfor virker overkøbte, men på længere sigt er regionen meget attraktiv med nogle af de billigste aktiemarkeder i verden.

Fremgang for de østeuropæiske aktiemarkeder

De globale aktiemarkeder fortsatte den stigende trend i 4. kvartal, og de østeuropæiske markeder fulgte med. Således steg afdeling Østeuropa 13,8%, mens afdelingens benchmark steg 11,4%. I hele 2010 steg afdelingen 29,9% i forhold til en stigning i benchmark på 22,1%.

Afdelingens merafkast i kvartalet kan primært henføres til to aktier. Uranium One steg mere end 70% i kvartalet (106% for året) drevet af dels stigende uranpriser, men mere vigtigt udsigterne til at selskabet får en ny dominerende hovedaktionær i form af det russiske atomselskab ARMZ. Uralkali steg 65% (83% for året) som følge af dels stigende priser på potaske, og dels udsigterne til at Uralkali kan overtage et andet russisk potaske selskab, Silvernit, til en attraktiv pris, og dermed skabe en mastodont inden for global gødningsproduktion.

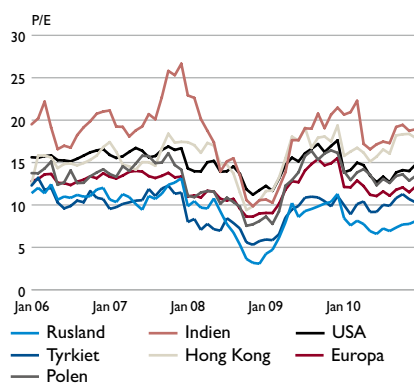
Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Afdelingens investeringer er gennem de seneste kvartaler blevet justeret mere i tematisk retning – i 4. kvartal bl.a. ved købet af IS Reit og Emlak, der begge er investeringer i den tyrkiske ejendomssektor. Sberbank er igen kommet i porteføljen, idet det er vores forventning, at vi står foran en langvarig opgang i udlån i Rusland.

Strukturen i porteføljen kan kort skitseres som eksponering til indenlandsk efterspørgsel i Rusland og Tyrkiet, eksponering til øget råvareefterspørgsel, et tema vi har opvægtet med køb af Mechel, samt investering i guldelskaber, der bl.a. er en forsikring mod fortsat finansiell ustabilitet.

Grundet tilstedeværelsen af gode selskaber til attraktive priser fastholder vi en høj vægtning i Tyrkiet og Rusland. Grafen til venstre viser tydeligt, hvor billige regionens aktiemarkeder er, særligt i forhold til vækstmarkedene i Østen. Den vigtigste parameter for fremtidigt afkast er, at man ikke køber for dyrt, og der er masser af muligheder for at købe billige og attraktive selskaber i Østeuropa.

P/E værdier



Kilde: ING

Forventninger til Østeuropa

Efter markante stigninger på aktiemarkederne det seneste halve år er der grund til at udvise en vis forsigtighed. Markederne er prisfastsat til en fortsat gunstig konjunkturudvikling, og der er risiko for tilbagefald som følge af f.eks. fornyet usikkerhed om svage vesteuropæiske økonomier og euroens fremtid, hvilket kan have negativ indvirkning på de globale aktiemarkeder. Denne usikkerhed modvirkes af meget aggressive monetære lempelser i den vestlige verden, en lempelig pengepolitik, der giver pengeregulering, hvilket er positivt for kapitalmarkederne. I modsætning til de kriseramte vestlige økonomier fremstår de østeuropæiske økonomier langt stærkere. Specielt de mindre gældsplagede økonomier som Tyrkiet, Rusland og Polen forventes at komme styrket gennem krisen.

Langsigtet vurderer vi, at de østeuropæiske aktiemarkeder vil være attraktivt prissat, 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 markedets.

Omlægninger i kvartalet

Gennem kvartalet er den kazakhstanske bank Halyk samt EOS blevet solgt, og vi har købt fire nye aktier.

IS Reit er et selskab, som investerer i og udvikler fast ejendom. Det er vores forventning, at IS Reit i de kommende år vil drage fordel af den meget gunstige udvikling, som den tyrkiske økonomi gennemgår. Inflationen er reduceret kraftigt, hvilket har muliggjort et markant rentefald, noget vi forventer, vil fortsætte. I takt med at økonomien tilpasser sig et lavere renteniveau, vil et selskab som IS Reit opleve en markant opjustering af værdien af ejendomsporteføljen. Ligeledes har selskabet store muligheder for at udvikle sine investeringer i jord med nye ejendomsprojekter, noget vi forventer, vil addere meget værdi til selskabets aktionærer i de kommende år.

Emlak er Tyrkiets største ejendomsselskab og har en unik position i Tyrkiet, idet selskabet er kontrolleret af den tyrkiske stat, og som følge af dette kan købe jord af staten til attraktive priser uden at skulle i konkurrence med andre private selskaber. Herudover får selskabet meget lettere de nødvendige byggetilladelser. Som følge af at selskabet modtager forudbetalinger for købte boliger, har selskabet en negativ arbejdskapital. Denne arbejdskapital investeres løbende i køb af nye landarealer til brug for fremtidig boligudbygning. Denne model muliggør et meget højt afkast på investeret kapital. Selskabet har et stort antal projekter, der vil blive færdiggjort over de kommende par år, og samtidig har selskabet en endnu større portefølje af landarealer, der vil blive udviklet med nye boligområder i årene fremover. Emlak er derfor i en unik position til at drage nytte af den meget unge og hurtigt voksende tyrkiske befolkning, der har et kraftigt stigende boligbehov.

Mechel er et af de største russiske stål- og mineselskaber. Selskabet er blandt de største leverandører af stål til den russiske byggeindustri, og desuden er selskabet en af de største kulproducenter i Rusland. Selskabet vil i de kommende år drage nytte af en ny konjunkturstigning i den russiske byggeindustri. Men endnu vigtigere er det, at selskabet over de kommende år vil vokse kraftig inden for minesegmentet. Selskabet er en stor producent af såkaldt coking coal – kul til stålproduktion, hvilket er en råvare, der globalt er stor knaphed på som følge af væksten i stålproduktion i Kina. Mechel købte i 2009 coking coal produktion i USA, og dette kombineret med vækst i produktionen fra miner i Kuzbassområdet og endnu vigtigere opstart af en af verdens største kulminer – Elga – i det østlige Rusland vil gøre Mechel til en af de absolut største coking coal producenter i verden.

Sberbank er den største bank i Rusland med over 20.000 filialer. Banken er kontrolleret af den russiske Centralbank, og banken kontrollerer over 50 procent af de samlede indlån i det russiske banksystem. Vi forventer et gradvist opsving i udlånsvæksten gennem 2011, og vi forventer desuden, at Sberbank over de kommende år fortsat vil drage stor fordel af sin markedsposition. Dette giver banken lavere finansieringsomkostninger end de øvrige banker, og derfor vil banken i lang tid fremover have bedre marginaler end konkurrenterne. Dette kombineret med betydelige rationaliseringsgevinster på længere sigt og en ledelse, der vil blive belønnet for omkostningseffektivitet, giver tro på god lønsomhedsudvikling i årene fremover.

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.

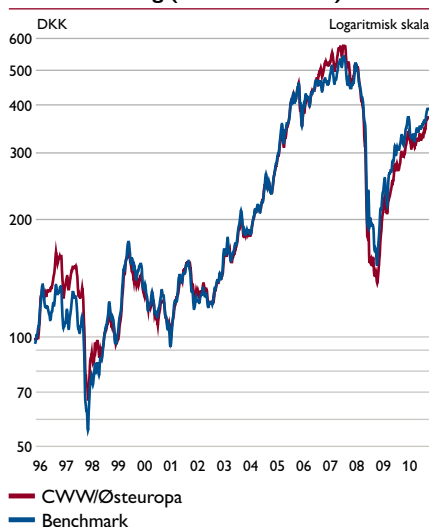
Afdelingen investerer i østeuropæisk konvergens, herunder i den strukturelle forandring, der finder sted i de mindre udviklede økonomier mod øst og sydøst som eksempelvis de tidligere sovjetstater og Tyrkiet.

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

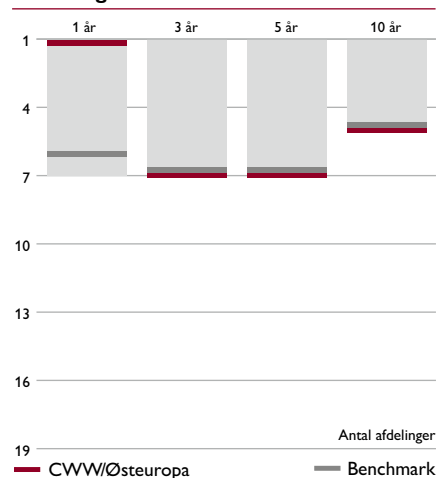
Afkast/Merafkast i %	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Østeuropa	29,9	-36,2	0,6	204,1	9,8
Benchmark*	22,1	-26,9	6,4	219,9	10,2
Østeuropa merafkast ift. benchmark*	7,8	-9,3	-5,8	-15,8	-0,4

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	39,9	33,1	27,6	30,8
Std.afv. % p.a. benchmark*	36,4	30,6	28,3	32,4
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	-0,4	-0,1	0,3	0,2

Afkastudvikling (start indeks 100)



Placering i IFR's afkaststatistik



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

Aktieporteføljen pr. 31.12.2010

	Ungarn	Tjekkiet	Polen	Rusland	Andre lande	Total	Benchmark*
Energi	MOL Magyar 3,6			Gazprom 7,4 Lukoil 4,2	Dragon Oil 7,7 Kazmunaigas Exp. 2,8	25,7	37,7
Råvarer				Uralkali 6,0 Petrovavlovsk 8,6 Mechel Spons 3,4	Uranium One 4,2 Eurasian Natural Resources 4,0 Anatolia Minerals 4,5	30,7	13,4
Industri og service			Budimex 2,3	Globaltrans Investment 4,4	Reysas Logistics 1,9	8,6	0,3
Forbrugsgoder - cykliske				Magnit 5,3		5,3	0,7
Forbrugsgoder - defensive				Central Euro Distribution 4,7		4,7	2,4
Medicinal						0,0	1,3
Finans				Sberbank 4,8	GarantiBank 2,6 Türkiye Sinai Kalkinma Bank 4,3 IS Reit 2,9 Emlak 3,4 Sinpas Gayrimenkul 2,2	20,2	27,0
Informationsteknologi						0,0	0,5
Telekommunikation				MTS 4,8		4,8	6,7
Koncessioneret service						0,0	10,0
Andet						0,0	0,0
Total	3,6	0,0	2,3	53,6	40,5	100,0	-
Benchmark*	6,5	5,9	29,2	58,4	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.

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 ca. 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 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 13. januar 2011. Kvartalsorienteringen for 4. kvartal 2010 er offentliggjort på www.cww.dk den 14. januar 2011 og udsendt til alle medlemmer den 29. januar 2011.

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.

Vi fokuserer på det,
der holder i længden.

INVESTERINGSFORENINGEN CARNEGIE WORLDWIDE

Dampfærgevej 26 · DK-2100 København Ø

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

www.cww.dk