



INVESTERINGSFORENINGEN CARNEGIE WORLDWIDE

Kvartalsorientering
4. kvartal 2006



- Ny kvartalsorientering
- Effekten af private equity
 - Forventninger
- Fakta fra de enkelte afdelinger

Ny kvartalsorientering

Indholdsfortegnelse

Effekten af "private equity" på de globale aktiemarkeder	3
Forventninger og risikofaktorer til aktiemarkederne	5
Renteforventninger	6
Forventninger til foreningens afdelinger	7
Globale Aktier	8
Europa	11
Danske Aktier	14
Østeuropa	17
Emerging Growth	20
Danske Obligationer	23
Investeringsforeningen Carnegie WorldWide.	27

Kære Investor

Med denne udgave af foreningens kvartalsorientering præsenterer vi et nyt layout. En væsentlig ændring er, at vi har samlet de tidligere seks individuelle orienteringer i én samlet kvartalsorientering. Dette giver os bedre mulighed for at informere om tendenser og investeringstemaer på tværs af afdelingerne. Artikler herom bliver placeret først i kvartalsorienteringen sammen med et afsnit om vores forventninger til investeringsmulighederne på aktie- og obligationsmarkederne.

Herudover er det visuelle udtryk blevet fornyet, og afdelingsafsnittene indeholder nu blandt andet et fast resumé samt en faktside for hver afdeling. Vi håber, at dette hjælper dig til at få et hurtigere overblik på tværs af afdelingerne - uden at vi går på kompromis med det faglige fokus på investeringerne og vores strategiovervejelser.

2006 blev generelt et godt år for foreningens aktieafdelinger

På trods af et år præget af renteforhøjelser og større usikkerhed om konjunkturudviklingen i USA skabte foreningens aktieafdelinger pæne afkast i 2006, både absolut og i forhold til markedsgennemsnittet. Således fik medlemmerne i afdeling Globale Aktier igen et år med et betydeligt merafkast i forhold til markedet - i 2006 blev merafkastet 5%-point.

Afdeling Danske Aktier og Østeuropa gav i 2006 knap 30% i afkast, mens afdeling Europa gav lige over 20%. Afdeling Globale Aktier steg næsten 13%. Afdeling Emerging Growth havde det svært med et afkast på knap 3%. De stigende obligationsrenter skabte modvind for obligationsinvesteringer, så det kun blev et lille plus til obligationsafdelingerne.

Afdeling Danske Aktier, Østeuropa og Europa vil igen i år udbetale høje udbytter som følge af større realiserede gevinster. Derfor har vi oprettet ex-kupon afdelinger for disse tre afdelinger samt for afdeling Danske Obligationer Privat. Private, som vil investere frie midler, og de fleste selskaber bør ved investering i disse afdelinger anvende ex-kupon afdelingerne frem til foreningens generalforsamling den 18. april 2007.

God læselyst!

Tim Kristiansen

Mikael Randel

Resultat 2006

Afdeling	Afkast	Benchmark	Merafkast
Globale Aktier	12,6%	7,3%	5,3%
Europa	21,3%	19,5%	1,8%
Danske Aktier	28,7%	31,3%	-2,6%
Østeuropa	29,0%	27,7%	1,3%
Emerging Growth	2,6%	2,9%	-0,3%
Danske Obligationer Privat	0,3%	-	-
Danske Obligationer E&P	0,1%	0,0%	0,1%





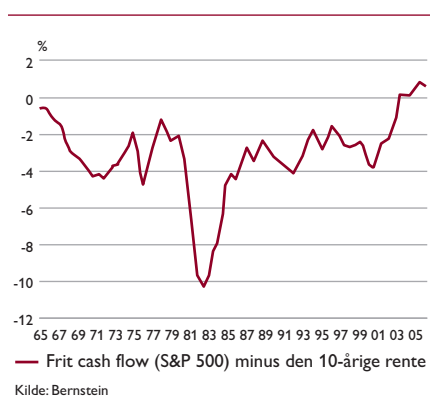
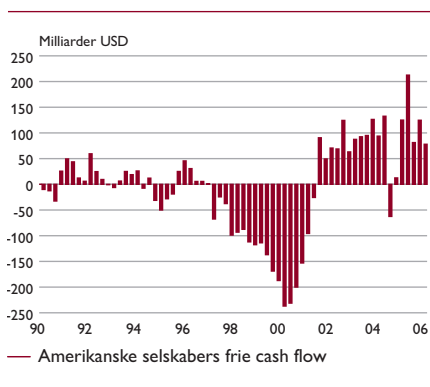
Effekten af "private equity" på de globale aktiemarkeder

I efteråret 2005 markerede opkøbet af TeleDanmark Danmarkshistoriens største virksomhedshandel og en af verdens hidtidigt største virksomhedsovertagelser foretaget med kapital fra private equity fonde (kapitalfonde med fokus på at opkøbe selskaber, herunder børsnoterede selskaber). Siden da er antallet af denne type opkøb af børsnoterede selskaber steget markant, og inden for de sidste 15 måneder har vi på globalt plan oplevet ni af de ti største opkøb i verdenshistorien. Denne tendens ventes at fortsætte og have en positiv indflydelse på verdens aktiemarkeder og Carnegie WorldWides aktieafdelinger i 2007.

Det kan synes lidt specielt, at private equity fondene i stigende grad opkøber og afnoterer børsnoterede selskaber, som jo allerede typisk har let adgang til investorer og yderligere egen- og fremmedkapital.

Vi ser tre primære årsager til denne udvikling:

1. Private equity fondene har oplevet en enorm tilgang af kapital fra særligt institutionelle investorer, der ønsker en større spredning i deres porteføljer. Investorerne i kapitalfondene har givet store frihedsgrader til kapitalfondene ved at binde pengene i op til 10 år. Ligeledes har forskellige typer af långivere været særdeles villige til at låne penge ud til private equity fondene, som derfor har haft stor investeringskapacitet til rådighed. Det er rimeligt at antage, at der findes mere end 250 mia. USD i ikke-gearet kapital ved indgangen til 2007 alene i amerikanske private equity fonde.
2. De børsnoterede selskaber har oplevet en markant indtjeningsfremgang siden starten af dette årti. Mange selskaber har været tilbageholdende med nyinvesteringer efter at have været for aggressive i 90'erne. Som det fremgår af figuren til venstre har dette resulteret i en opsamling af fri kapital i virksomhederne og en (for) lav gældsandel. Dette gør selskaberne til attraktive overtagelseskandidater for private equity selskaberne.
3. De lave realrenter og den rimelige prissætning af aktiemarkedet har i en alternativ betragtning gjort det attraktivt at låne for at investere i det børsnoterede aktiemarked. Dette kan eksempelvis ses ved at sammenligne renten på den amerikanske 10-årige obligation med "renten" på aktiemarkedet målt som frit cash flow i forhold til aktiekursen på de 500 største selskaber i USA som illustreret i figuren. Her ses det, at aktiemarkedet på denne parameter ikke har været billigere de seneste 40 år, end det er i dag.



Figuren øverst på næste side viser den globale opkøbsaktivitet set i forhold til aktiemarkedets samlede størrelse, hvad enten det er private equity selskaber eller andre børsnoterede selskaber, som opkøber konkurrenter. Opgørelsen medregner kun opkøb, hvor selskaberne overtages med kontantbetaling. Herved kan vi altså se, hvor meget aktiemarkedet skrumper som følge af den kontantfinansierede opkøbsaktivitet, samt hvor mange penge der gives tilbage til investorerne til mulig geninvestering. Som det fremgår af figuren, er denne opkøbsaktivitet på det højeste niveau i mere end 20 år, og aktiemarkedet mindskes nu - isoleret set - 4% som følge af disse opkøb. Vi tror, at denne appetit, der er på at købe selskaber op og den afledte udbetaling af kontanter til investorerne, vil være en direkte støtte til aktiemarkedet i 2007.



Private equity fondene søger især efter attraktivt prissatte selskaber med højt stabilt cash flow, således at den højere rentebyrde med stor sikkerhed kan håndteres. Det er derfor denne type af selskaber, som kan ventes at have en god kursudvikling og særligt et segment af markedet, som Carnegie WorldWide har haft fokus på.

Der er en vigtig indirekte effekt af den øgede aktivitet fra private equity selskaberne. En del af værdiskabelsen ved overtagelse af et selskab er at justere på kapitalstrukturen typisk ved at optage større gæld. Ved de nuværende lave realrenter kan det derfor også tænkes, at de børsnoterede selskaber selv inspireres til at øge gældsandelen, mindske kontantandelen og tænke mere ekspansivt. Denne mere ekspansive adfærd kan udmønte sig i opkøb af konkurrenter og dermed yderligere øge efterspørgslen efter aktier.

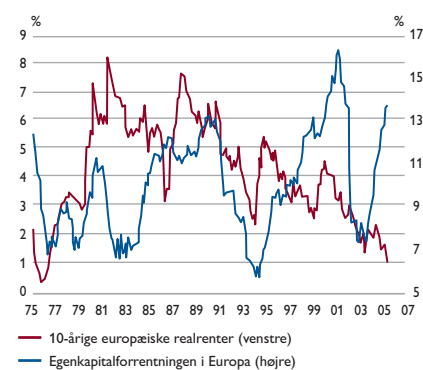


Mentalitetsændring ?

Efter overinvesteringerne særligt inden for IT-området og de kraftige aktiekursfald i starten af dette årti er ekspansiv adfærd logisk nok ikke blevet belønnet af investorerne de senere år. Der har været et stærkt pres fra investorerne i retning af, at selskaberne burde konsolidere sig og tilbagebetale gæld, betale højere udbytter og tilbagekøbe aktier. I tråd med den gunstige økonomiske udvikling og almindelig menneskelig adfærd er det nu sandsynligt, at der er en mentalitetsændring på vej. Denne mentalitetsændring vil nok udmønte sig i, at investorerne i højere grad vil belønne børsnoterede selskaber, som tænker mere ekspansivt og herunder øger deres gældsandel.

Dette vil lede til, at selskaberne udnytter de gunstige globale muligheder for profitable investeringer illustreret i figuren

nedenunder ved en historisk høj forrentning af egenkapitalen og dermed øger deres investeringsgrad. Det er måske mere attraktivt for selskabernes beslutningstagere selv at ekspandere, fremfor at private equity selskaberne skal gøre det for dem ?





Forventninger og risikofaktorer til aktiemarkedene

Det er vores opfattelse, at 2007 kan blive endnu et godt aktieår. Det fordrer dog, at makroøkonomien fortsat udvikler sig fornuftigt og dermed understøtter indtjeningsudviklingen. **Den amerikanske forbruger** har vist svaghedstegn, og det vigtige amerikanske husmarked har været vigende efter en langvarig og stærk stigning. Det er dog vores vurdering, at den amerikanske forbruger klarer en nedgang i huspriserne i USA, så længe beskæftigelsen holder sig på et højt niveau. Her vil vores forventning om stigende ekspansions- og **investeringslyst** understøtte beskæftigelsesudviklingen jævnt af snittet: Effekten af "private equity" på de globale aktiemarkeder. USA er stadig verdens største økonomi. Det er dog positivt for den globale økonomiske udvikling, at både Europa og Japan viser klare tegn på bedring. Ligeledes fortsætter den stærke vækst i Kina og Indien, og en række lande, som går under betegnelsen "Emerging Markets", har nu bedre makroøkonomiske nøgletal end USA. Verdensøkonomien har således flere ben at stå på i dag end for blot få år siden. Det lover godt for fremtiden, såfremt globaliseringen får lov at fortsætte.

De politiske og religiøse spændinger i særligt **Mellemøsten** udgør fortsat en global risikofaktor både politisk og realøkonomisk særligt via risikoen for en markant højere oliepris. Selvom verdensøkonomien har håndteret det første niveauskifte i olieprisen på fornem vis, vil en oliepris på markant højere niveauer end det nuværende øge usikkerheden for selskabernes indtjening og formentligt ryste aktiemarkedene.

Store nedgange på aktiemarkedet er typisk ledsaget af stigende **inflation og renter** og stor usikkerhed om de fremtidige forbrugerpriser i samfundet. Vi har i de senere år oplevet den "gode" inflation i form af stigende huspriser, mens de daglige forbrugsvarerpriser har holdt sig nogenlunde i ro. Det er vores opfattelse, at globaliseringsbølgen kombineret med den stigende udbredelse af markedsøkonomien understøtter fortsat høj produktivitet og lave priser på forbrugsgoder. Ligeledes har de teknologiske gennembrud særligt inden for informationsteknologien stadig stor betydning for produktivitetsudviklingen. Disse strukturelle faktorer understøtter fortsat vores forventninger til, at inflationen forbliver under kontrol.

Let adgang til **billig kapital** er en forudsætning for, at private equity og andre investorer fortsat efterspørger investeringsaktiver. En begivenhed, som ryster tilfiden i de globale finansielle markeder og mindsker adgangen til billig kapital, vil derfor naturligvis være et problem for en fortsat gunstig udvikling for de globale kapitalmarkeder.

Renteforventninger

Vi forventer fortsat en blød landing af den amerikanske økonomi med en vækstrate for 2007 på mellem 2-3%. Væksten vil fortsat være negativt påvirket af et svagt boligmarked, som reducerer boliginvesteringer, af lavere vækst i beskæftigelsen og endelig af privatforbruget via lavere udnyttelse af friværdier i boligerne. Omvendt venter vi ikke et egentligt kollaps i privatforbruget, som holdes oppe af positive formueeffekter fra aktiemarkedet, lavere energipriser samt ikke mindst et trods alt robust arbejdsmarked, som støttes af virksomhedernes høje investeringsrater. Den svage dollar er ligeledes godt nyt for eksporten, hvilket også giver et positivt bidrag til væksten. Vi venter, at den amerikanske kerneinflation vil være aftagende, hvilket vil føre til, at den amerikanske centralbank FED

sænker den korte rente i 2. eller 3. kvartal. De lange renter, forventer vi, vil være stabile i lyset af, at obligationsmarkedet allerede har indiskonteret en udvikling med en blød landing af væksten samt en aftagende inflation, således at de lange renter er lavere end de korte. I 1. kvartal forventer vi derfor en 10-årig rente, som vil svinge med op til 0,20%-point om det nuværende niveau på 4,70%.

Den europæiske inflation, venter vi, stiger i 1. kvartal op imod 2,5% som en følge af den tyske momsforhøjelse på 3%-point ved årsskiftet. Vi venter, at inflationen senere igen vil falde ned mod de 2% holdt nede af stærke strukturelle kræfter affødt af globaliseringen, som billig import fra Asien, moderate

lønstigninger, øget produktivitet via ny teknologi samt et øget konkurrencetryk fra en stigende handel via internettet. Vi venter en europæisk vækst for 2007 omkring de 2% eller lidt bedre. Vækstmotoren findes i den tyske økonomi, hvor virksomhedernes investeringer har skabt øget beskæftigelse og en spirende optimisme målt ved en forbrugertillid, som er helt i top. Modsat trækker en forventet lavere global vækst samt en strammere finanspolitik i Tyskland og Italien. Vi venter, at ECB fortsat hæver den korte rente til 3,75%, måske endda 4%. Dette er også, hvad obligationsmarkedet forventer. Ligesom i USA, venter vi også stabile lange renter i Europa omkring det nuværende niveau på 3,95% for den 10-årige tyske rente. Argumenterne herfor er stabile lange amerikanske renter, allerede inddiskonterede stigninger i den korte rente samt udsigten til en europæisk inflation, som vil nærme sig de 2% efter et initialt hop op imod de 2,5% i 1. kvartal.





Forventninger til foreningens afdelinger

Overordnet set forventer vi en positiv udvikling på aktiemarkedene i 2007 drevet af en fortsat pæn udvikling i virksomhedernes indtjening samt et understøttende likviditetsbillede, hvor eventuelle rentesænkninger i USA og en fortsat høj opkøbsaktivitet vil medvirke til en god efterspørgsel på aktier. Overordnet set venter vi en indtjeningsvækst på linie med den nominelle økonomiske vækst, hvilket inklusive udbytter skaber basis for et markedsafkast på omkring 6-8%. Dette forudsætter, at prisfastsættelsen forbliver nogenlunde uforandret. Man skal selvfølgelig huske på, at sådanne forudsigelser er behæftet med relativ stor usikkerhed, da aktiekurserne ikke bevæger sig i en lige linie, og markederne kan blive udsat for uforudsete begivenheder.

Hvis den globale økonomi ikke overrasker negativt, tror vi, at aktierne i ”Emerging Markets” igen i 2007 vil udvikle sig bedre end de mere modne markeder drevet af den højere vækst. Vi er derfor fortsat positive på afdeling **Østeuropa**, om end man som investor skal være opmærksom på, at denne region ikke længere handles med en rabat i forhold i de europæiske markeder. Væksten er dog fortsat høj, hvorfor vi stadig kan finde attraktive selskaber her. Afdeling **Europa** har god medvind fra en meget positiv indtjeningsudvikling i Europa. Vi tror, at denne udvikling fortsætter i 2007. Vi forventer, at det danske aktiemarked og afdeling **Danske Aktier** udvikler sig positivt, om end i noget lavere takt end de foregående år, da markedet ikke længere er undervurderet. Afdeling **Emerging Growth** har afkastmæssigt haft det svært de seneste år, specielt fordi vækstaktierne har stået i skyggen af value-aktier. Investering i denne afdeling kræver fortsat tålmodighed, men vækstaktierne er nu rimeligt prisfastsat, hvilket kan være en mulighed for en langsigtet investor. Afdeling **Globale Aktier** har fokus på store stabile selskaber suppleret med mere vækstorienterede selskaber i bl.a. Emerging Markets. Vi ser disse to segmenter som særligt attraktive, og vi forventer, at disse vil være fundamentet for et afkast i 2007 over gennemsnittet.

I lyset af vores forventninger om nogenlunde stabile obligationsrenter, forventer vi, at afkastet i **de to danske obligationsafdelinger** primært vil komme fra den løbende rentetilskrivning, hvilket giver et forventet bruttoafkast på 3-4% for 2007.

For alle foreningens afdelinger arbejder vi hver dag med stor motivation via vores fokuserede investeringsstrategi på at skabe et merafkast til medlemmerne. Vi håber også, at dette vil lykkes i 2007.

Globale Aktier

Resumé

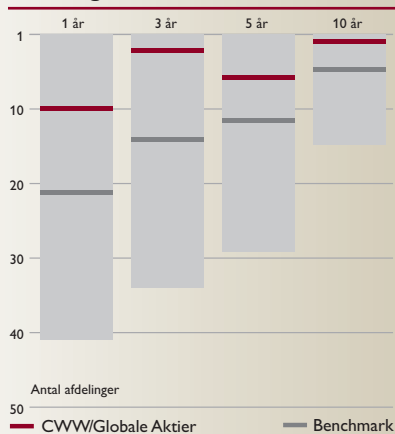
En stærk afslutning på 2006 resulterede i et afkast på 12,6% på året som helhed. Det var 5,3%-point bedre end aktieverdensindekset. Selskaber verden over fortsatte med at vise solid indtjeningsfremgang. Dette var med til at understøtte den positive udvikling i 4. kvartal 2006, hvor afdelingens aktier steg med 6,3%. Svagere nøgletal fra det amerikanske boligmarked havde ikke særlig

gennemslag, og fortsat let adgang til likviditet og pæn vækst i Europa og Asien skabte grundlag for et stærkt marked.

Afdelingen har fortsat en høj vægt i store selskaber med robust cash flow og stabile forretningsmodeller. Vi ser fortsat gode langsigtede muligheder i særligt Asien og Emerging Markets og har fortsat en pæn eksponering til den stærke vækst i disse dele af verden.

Denne eksponering er særligt koncentreret i selskaber noteret på vestlige børser, men med en stor andel af omsætningen i Emerging Markets. Vi forventer, at den globale afdeling igen i år kan levere et kurrencydygtigt afkast i forhold til obligationer over de næste 12 måneder.

Placering i IFR's afkaststatistik



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

Godt afkast i 4. kvartal

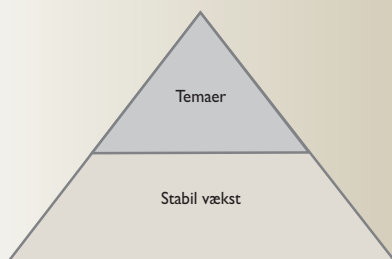
Kvartalet gav et afkast på 6,3%, hvor Morgan Stanleys aktieverdensindeks steg med 4,1%. Målt år til dato er afdeling Globale Aktier steget med 12,6%, hvor Morgan Stanleys aktieverdensindeks er steget med 7,3%. Det var særligt energiselskaberne som Sinopec og Electricite de France, der bidrog positivt til afkastet i kvartalet. På den negative side var det den amerikanske apotekerkæde CVS og den japanske bank MUFG, som trak afkastet ned. Efter at have været det bedste af de store markeder i 2004 og 2005 skuffede det japanske marked som helhed. Dog klarede vores udvalgte aktier sig godt, og selvom MUFG bidrog negativt til afkastet i 2006, blev det mere end opvejet af den gunstige kursudvikling i Canon og Japan Tobacco. Dette fremhæver vigtigheden af aktieudvælgelsen i investeringsprocessen – kernen i Carnegie WorldWides investeringsarbejde.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

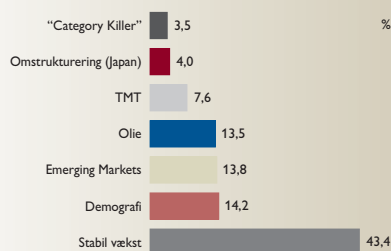
Investeringerne er bygget op omkring en kerne af stabile vækstselskaber, som har et højt og stabilt voksende frit cash flow (pengestrøm), som selskaberne kan bruge til dividender eller attraktive investeringer. Denne kerne af selskaber udgør i dag knapt halvdelen af porteføljen og består bl.a. af tobaksselskaber, fødevarer-selskaber, finans- og sundhedsaktier. Denne kerne af højkvalitets-selskaber skaber et fundament for langsigtet værditilvækst samtidig med, at afdelingens risikoprofil holdes nede. Vi har i løbet af den seneste tid øget denne kerne af stabile vækstselskaber.

Den anden del af investeringerne er investeringstemaer, hvor vi ser et langsigtet attraktivt potentiale. Risikoen kan være lidt højere på disse investeringer end de stabile vækstaktier, men omvendt har vi store forventninger til afkastmulighederne her. Et klart eksempel på dette er den hastige økonomiske udvikling i Asien. Afledt af dette ser vi fortsat gode muligheder for, at oliepriserne vil forblive på et højt niveau i tiden fremover. Det giver selektivt gode muligheder inden for energisektoren. Selvom Japan ikke har gjort det godt i 2006, er vi fortsat optimistiske i kraft af den kraftige stigning i indtjeningsniveauet i japanske virksomheder, og vi har fortsat en betydelig vægt her.

I diagrammet på næste side fremgår fordelingen af selskaber på såkaldte investeringstemaer. Som det kan ses er "Olie" og "Emerging Markets" blandt de stør-



Temaoversigt pr. 31. 12. 2006



Forventninger til Globale Aktier

Afdelingens brede eksponering til store stabile selskaber suppleret med mere vækstorienterede aktier passer godt ind i de omgivelser, vi venter i 2007. Vi ser store kvalitetsselskaber som et segment af markedet, der fortsat er attraktivt prissat. Store kvalitetsselskaber klarer sig typisk godt i perioder med let aftagende global vækst. Samtidig venter vi særligt, at eksponeringen til selskaber i Asien og Emerging Markets vil bidrage positivt til afkastet. Vi venter derfor et solidt resultat for 2007, selvfølgelig afhængigt af den generelle udvikling på markederne.

ste investeringstemaer med en samlet andel på 27%. "Stabil vækst" udgør ca. 43%, men et par af sundhedsaktierne, som er placeret under temaet "Demografi", har også karakter af "Stabil vækst".

Omlægninger i kvartalet

I kvartalet var der fem transaktioner. Singapore banken UOB blev købt til porteføljen, ligesom vi i slutningen af kvartalet købte amerikanske General Electric. Vi foretog en omlægning i form af en nedvægtning af vores østeuropæiske investering via afdeling Østeuropa, hvor vi dog fortsat ser gode langsigtede muligheder. Vi investerede til gengæld provenuet i en lignende specialafdeling med særlig fokus på selskaber i Asien. Endeligt solgte vi CVS efter uvant kort tid i porteføljen. CVS blev solgt, efter at selskabet annoncerede en mulig fusion mellem CVS og Caremark i starten af november måned. Det er uklart for os, hvilke fordele der er i denne lidt overraskende fusion. Og vi mener, at den oprindelige stabile væksthistorie i CVS bliver udvandet ved denne ændring.

UOB er velpositioneret til at drage nytte af den ventede positive udvikling i Singapore. Singapore har et særdeles attraktivt erhvervs-klima med lave skatter og et smidigt bureaukrati, og landet kåres jævnligt som det mest attraktive land i verden at etablere sig i. Samtidig er Singapore naturligvis geografisk særdeles velplaceret i forhold til væksten i Asien de kommende år. 23% af UOB's aktiviteter er direkte placeret i finansvirksomhed uden for Singapore.

UOB er én af tre dominerende banker i Singapore og køres effektivt og konservativt med potentiale for endnu højere forrentning af egenkapitalen de kommende år.



General Electric (GE) er et af verdens største selskaber med et bredt net af aktiviteter over hele verden, som særlig drager nytte af en global stigende investeringsaktivitet. Selskabet er kendt for en meget høj kvalitet af medarbejdere og forretningsområder, og selskabet har den højeste mulige kreditrating i form af AAA. Halvdelen af virksomhedens aktiviteter ligger uden for USA, hvorfor en eventuel dollarsvækkelse kan være til fordel for GE. Aktien handles nu på

niveau med det amerikanske aktiemarked, hvor GE historisk er handlet med en præmie grundet selskabets høje stabilitet og kvalitet. Vi ser derfor GE som et godt eksempel på et stort kvalitetsselskab, som lige nu handles til en rimelig pris. Vi venter derfor en gunstig kursudvikling på aktien den kommende tid.

Investeringsfilosofi - Globale Aktier

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 porteføljeformidlere indgår i et tæt og åbent samarbejde med forvalterne af foreningens øvrige afdelinger.

Nøgletal	31.12.06	30.09.06
Formue (i 1.000 kr.)	7.256.484	6.761.747
Cirkulerende andele stk.	14.087.606	13.960.385
Udbytte	0,00	0,00
Indre værdi	515,10	484,35
Officiel kurs	512,06	492,03

Fondskode	DK0010157965
Afdelingens start:	30.06.1990

Læs mere om Globale Aktier på:

www.cww.dk/ga

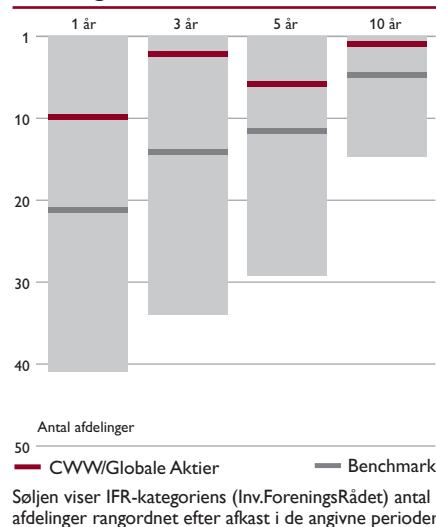
Afkast/Merakfast i %	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Globale Aktier	12,6	72,3	33,2	242,6	13,3
Benchmark*	7,3	44,4	8,1	98,6	7,5
Globale Aktier merakfast/Benchmark*	5,3	27,9	25,1	144,0	5,8

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	10,5	14,1	18,5	17,1
Std.afv. % p.a. benchmark*	7,5	14,3	17,1	16,3
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	1,5	0,2	0,5	0,4

Globale Aktier levetid



Placering i IFR's afkaststatistik



Aktieporteføljen pr. 31.12. 2006

	USA og Canada	Storbritannien	Kontinental-europa	Japan	Øvrige Fjernøsten	"Emerging Markets"	Total	Benchmark*
Energi	ConocoPhillips 3,1		Total 2,8		Sinopec 4,8	Gazprom ADR 2,8	13,5	9,1
Råvarer		Rio Tinto 2,7	Holcim 3,4				6,1	6,0
Industri og service	General Electric 0,6 Praxair 2,6						3,2	10,6
Forbrugsgoder - cykliske					Esprit 3,5		3,5	11,4
Forbrugsgoder - defensive	Altria 3,0	BAT 5,8 Diageo 2,7	Nestlé 5,0	Japan Tobacco 5,9			22,4	8,0
Medicinal			Roche 4,5 Novartis 3,9				8,4	9,2
Finans	Aflac 2,5		Banco Bilbao 2,7 UBS 3,3	MUFG 4,0		HDFC 3,6 United Overseas Bk. 2,2	18,3	26,4
Informations-teknologi	Cisco Systems 3,8			Canon 3,8			7,6	10,4
Telekommunikation							0,0	4,5
Koncessioneret service			E.ON 6,4 Electricite de France 5,3				11,7	4,4
Andet					CWW/Asien 1,8	CWW/Øst. 3,5	5,3	0,0
Total	15,6	11,2	37,3	13,7	15,9	6,3	100,0	-
Benchmark*	52,3	11,3	21,6	10,8	4,0	0,0	-	100,0

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

Europa

Resumé

4. kvartal 2006 blev et godt kvartal for afdelingen med et afkast på 8,8%. For hele 2006 blev afdelingens afkast hele 21,3%, hvilket var bedre end europa-indeksets 19,5%. Mange stabile vækstselskaber bidrog til det gode resultat.

Grundet den tiltagende vækst i de største kontinentaleuropæiske lande har vi

foretaget yderligere investering i Tyskland ved køb af Allianz.

Afdelingen har fortsat en stor kerne (60%) af store stabile vækstselskaber med høje og stabile pengestrømme (cash flow). Der er stadig en høj eksponering til oliesektoren og Østeuropa, selvom vægten er blevet reduceret til 18% og 10%.

De tre støtter til de positive aktiemarkeder i Europa er fortsat intakte. Det drejer sig om høj indtjeningsevne i erhvervslivet, mange virksomhedsovertagelser samt en rimelig prisfastsættelse af aktiemarkedet. Det nye element er på den makroøkonomiske front, hvor der er sket en klar bedring – især i Tyskland.

Godt afkast i 4. kvartal

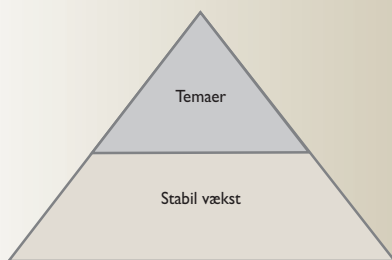
Det blev et særdeles godt kvartal for afdelingen med et afkast på 8,8%. Morgan Stanleys Europa indeks steg med 7,0%. Målt år til dato er afdeling Europa steget med hele 21,3%, sammenlignet med Morgan Stanleys Europa indeks, som steg 19,5%. Afdelingen drog fordel af eksponeringen til mange velperformende selskaber. Inden for energisektoren bidrog Prosafe, Centrica, Gazprom og BG Group positivt, til trods for sektorens generelt dårlige afkast. En række spanske selskaber bidrog væsentligt takket være et godt selskabsvalg og et boomende spansk aktiemarked. Bedste aktie i 2006 var den italienske cementproducent Buzzi Unicem. Der var ingen større skuffelser i året, men GarantiBank, Rio Tinto og Novartis levede ikke op til forventningerne.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

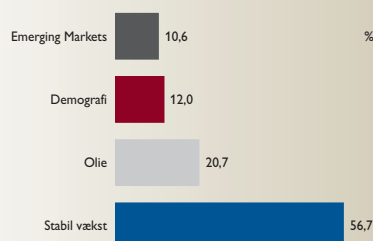
Investeringerne er bygget op omkring en kerne af stabile vækstselskaber, som har et højt og stabilt voksende frit cash flow (pengestrøm), som selskaberne kan bruge til dividender eller attraktive investeringer. Denne kerne af selskaber udgør i dag omkring 60% af porteføljen og består bl.a. af selskaber inden for forbrugsgoder som fødevarer, spiritus, tobak samt inden for finans- og sundhedssektoren. Denne kerne af højkvalitetselskaber skaber et fundament for langsigtet værditilvækst, samtidig med at afdelingens risikoprofil holdes nede.

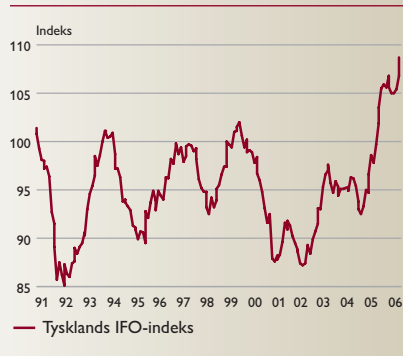
Afdelingen har siden lanceringen haft en stor overvægt af selskaber, som er hjemmehørende i en række hastigt voksende randområder som Norden, Østeuropa samt i Spanien og Irland. Disse hastigt voksende økonomier har naturligvis skabt ideelle forhold for lokale selskaber, hvilket afdelingen har draget stor nytte af. Overvægten i randområderne har været balanceret med en undervægt i lande med lavere vækst blandt andet Tyskland og Italien. Væksten i disse lande er nu i bedring, hvorfor flere investeringer i disse lande begynder at se interessante ud – herunder afdelingens nyindkøbte Allianz. Omvendt har vi nedbragt vægten i Spanien. Mange spanske selskaber er på storindkøb i resten af Europa, hvilket er et varsel for, at de meget gode spanske tider med høj vækst og et boomende boligmarked, måske er ved at løje af. Hertil kommer, at EU's strukturfonde i årene fremover vil tilgodese Østeuropa på bekostning af blandt andet Spanien.

Foruden kernen af stabile vækstselskaber består porteføljen af en række investeringer i diverse investeringstemaer, hvor vi ser et langsigtet attraktivt potentiale.



Temaoversigt pr. 31.12. 2006





Forventninger til Europa

De tre støtter til de positive aktiemarkeder i Europa er fortsat intakte. Det drejer sig om høj indtjeningssevne i erhvervslivet, mange virksomheds-overtagelser samt en generelt rimelig prisfastsættelse af aktiemarkedet (p/e 13x). Det nye element er på den makroøkonomiske front, hvor der er sket en klar bedring – især i Tyskland.

Selvom det altid er svært at fremskrive nuværende høje vækstrater, er det vores opfattelse, at de nuværende meget lave forventninger til væksten i Centraleuropa for 2007 vil overraske positivt. Dette vil yde støtte til pæn salgs- og indtjeningsvækst i Europa. Det er værd at bemærke, at den tyske erhvervstillid (IFO-indekset) er på det højeste niveau i 16 år.

Det er vores opfattelse, at de største risici ikke har ændret sig, og primært kommer fra et svagere amerikansk forbrug, dollarfald og geopolitisk ustabilitet.

Risikoen kan være lidt højere på disse investeringer end på de stabile vækstaktier, men omvendt har vi store forventninger til afkastmulighederne. De temaer, vi i øjeblikket fokuserer på, er den hastige økonomiske udvikling i nye markeder, herunder Østeuropa, og på energisektoren, hvor vi forventer, at olie og gaspriserne vil forblive på et højt niveau i tiden fremover.

Vi har tidligere på året reduceret eksponeringen til Østeuropa som følge af den strammere globale likviditetssituation og den knap så attraktive prisfastsættelse efter de seneste meget kraftige kursstigninger. Vi er fortsat langsigtet positive på Østeuropa, og vi ser et godt afkastpotentiale for vores selektive investeringer inden for den østeuropæiske gas- og raffinaderisektor samt inden for bygge- og ejendomssektoren.

I diagrammet på forrige side fremgår fordelingen af selskaber på såkaldte investeringstemaer. Som det kan ses er "Olie" og "Emerging Markets" blandt de største investeringstemaer med en andel på 21% og knap 11%. Teknologi-, Medie- og Telesektoren (TMT) er fortsat undervægtet.

Omlægninger i kvartalet – reduktion af energiaktierne

Der var i 4. kvartal relativt få omlægninger. Vi købte yderligere i de to stabile vækstaktier franske EDF og Allied Irish Bank, hvilket blev finansieret ved salget af BG Group. Herved blev olieeksponeringen reduceret yderligere til nu en moderat overvægt. BG Group havde inden salget haft en meget tilfredsstillende kursudvikling, trods energisektorens meget ringe afkastudvikling i 2006.

Den tidligere omtalte opvægtning af tyske aktier skete ved købet af Allianz og på bekostning af Banco Popular samt Aguas de Barcelona. Begge spanske selskaber havde haft en meget tilfredsstillende kursudvikling med stigninger på 40-50% i 2006. Ved salget blev der også plads til en mindre eksponering i et af Grækenlands mest interessante vækstelskaber, Pireaus Bank.

Allianz er et af Europas førende skades- og livsforsikringselskaber. Selskabet har foruden sin dominerende position i Tyskland også en stærk position i blandt andet Frankrig og Italien. Allianz' ledelse er blevet langt mere aktionærvenlig og taler nu om højere udbytte og tilbagekøb af egne aktier. Dette kan betyde, at de gode tider inden for forsikringsbranchen ikke fører til irrationel konkurrence, således at indtjeningssevnen forbliver rekordhøj. Hertil kommer et større indtjeningspotentiale ved omkostningsbesparelser i hele koncernen.

Piraeus Bank er Grækenlands fjerdestørste bank. Banken er ligeledes velpositioneret i Ægypten og i en række sydøsteuropæiske lande, herunder Albanien, Bulgarien, Rumænien og Serbien. Piraeus Bank har i de seneste fem år investeret i mange nye bankfilialer, hvilket vil drive den organiske vækst med omkring 20% om året i de næste 3-5 år. Ledelsen fokuserer især på profitable områder som detailkunder samt små og mellemstore selskaber.



Investeringsfilosofi - Europa

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.

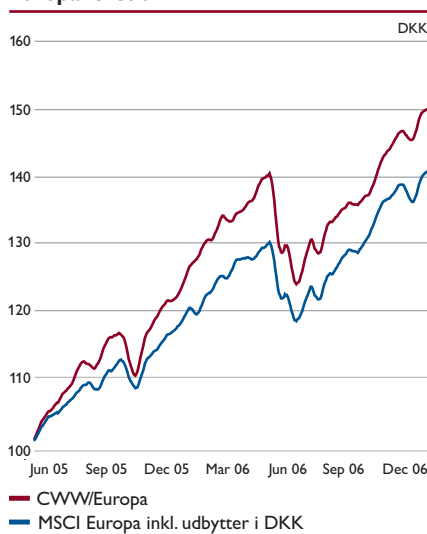
Nøgletal	31.12.06	30.09.06	Fondskode	DK0010312529
Formue (i 1.000 kr.)	658.543	582.995	Afdelingens start:	23.05.2005
Cirkulerende andele stk.	4.475.880	4.310.480		
Udbytte	0,00	0,00		
Indre værdi	147,13	135,25		
Officiel kurs	149,80	137,51		

Læs mere om Europa på:
www.cww.dk/eu

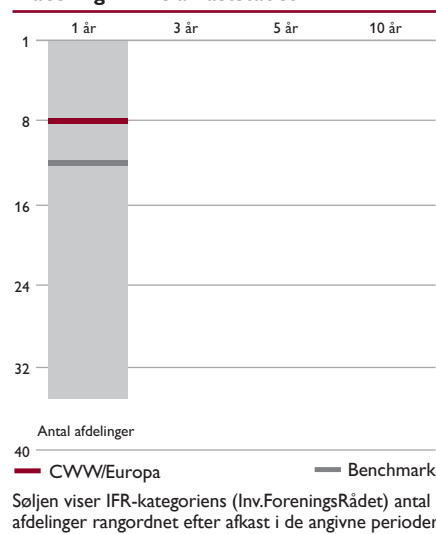
Afkast/Merakfast i %	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Europa	21,3	-	-	-	29,1
Benchmark*	19,5	-	-	-	24,2
Europa merakfast/Benchmark*	1,8	-	-	-	4,9

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	-	-	-	-
Std.afv. % p.a. benchmark*	-	-	-	-
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	-	-	-	-

Europa levetid



Placering i IFR's afkaststatistik



Aktieporteføljen pr. 31.12. 2006

	Norden	UK og Irland	Centraleuropa	Sydeuropa	Østeuropa	Total	Benchmark*
Energi	Fred. Olsen Energy 2,9	Centrica 4,8	Total 3,3		MOL 3,4 Gazprom ADR 3,1	17,5	9,8
Råvarer		Rio Tinto 2,4	Holcim 3,1	Buzzi Unicem 4,8		10,3	7,4
Industri og service			Wienerberger 3,7 Vallourec 3,2			6,9	9,2
Forbrugsgoder - cykliske						0,0	9,6
Forbrugsgoder - defensive		BAT 5,7 Enterprise Inns 3,9 Diageo 3,5	Nestlé 4,6			17,7	9,1
Medicinal			Novartis 3,7 Roche 2,2			5,9	8,1
Finans	Swedbank 3,3	Allied Irish Bank 4,1 Royal Bank 4,2	UBS 2,0 Immoeast 2,8 Allianz 4,2	Piraeus Bank 2,0 Banco Bilbao 2,9 UniCredito Italiano 4,3	GarantiBank 1,7	31,5	30,4
Informationsteknologi						0,0	3,8
Telekommunikation						0,0	6,5
Koncessioneret service			Electricite de France 4,9	Cintra 5,3		10,2	6,1
Andet						0,0	0,0
Total	6,2	28,6	37,7	19,3	8,2	100,0	-
Benchmark*	8,4	35,6	43,1	12,9	-	-	100,0

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

Danske Aktier

Resumé

I 4. kvartal 2006 fortsatte de pæne stigninger på aktiemarkedet. Afdæmpningen af den amerikanske økonomi giver nervøsitet omkring de cykliske aktier,

men holder til gengæld obligationsrenterne nede. Vi ser fortsat et konkurrencedygtigt afkastpotentiale i det danske aktiemarked, om end det må forventes at blive på et noget lavere niveau

i 2007. Vi forventer den bedste performance fra de ikke-konjunkturfølsomme og undervurderede aktier.

Godt afkast i 4. kvartal

Afdeling Danske Aktier gav et afkast på 14,0%. Benchmark gav i samme periode et afkast på 12,4%. Det høje afkast blev bl.a. skabt af følgende positioner i porteføljen: 1) Vestas (+47%), der overraskede alle ved i 3. kvartal at levere det lovede resultat og nærmest "chokerede" investorerne ved at hæve deres overskudsgrad for 2008 til 10-12%. De gode eksterne markedsbetingelser samt strategiplanen "The Will to Win" ser nu ud til at bære frugt. 2) Bavarian Nordic (+70%), der steg voldsomt, efter at de amerikanske myndigheder meddelte, at Acambis var blevet diskvalificeret til at byde på den 900 mio. dollar store koppevaccineordre. Bavarian er nu i gang med de afsluttende forhandlinger om at blive eneleverandør til de amerikanske myndigheder. 3) FLSmidth (+30%), der steg som følge af en overraskende stor og vedvarende ordreindgang til såvel cement, men især mineraldivisionen grundet de høje råvarepriser. Der er således udsigt til rekordindtjening i de kommende år, og det er samtidig ikke umuligt, at FLS kan hæve deres langsigtede overskudsgrad som følge af stigende outsourcing af produktionskapacitet til Kina og Indien. Afdelingens afkast i 2006 blev på 28,7%.

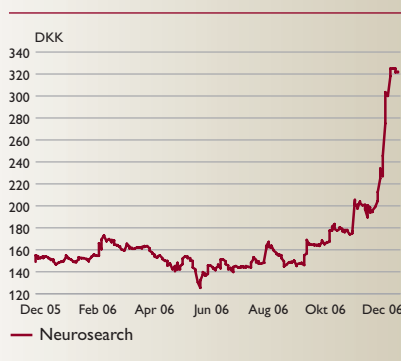
Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

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 trods alt er, vil det altid være en konkret 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 omkring en række solide og velindtjenende selskaber med en gennemprøvet forretningsmodel, der skal skabe en solid performance i såvel gode som mindre gode tider. Porteføljen er diversificeret på tværs af brancher, men også inden for de enkelte brancher er investeringerne diversificeret mht. forskellige forretningsstrategier – dog med en vægt 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. Den langsigtede investeringsstrategi er yderst vigtig i en globaliseret verden, hvor størrelse, kritisk masse og global konkurrencekraft er kritisk for på sigt at kunne opretholde en profitabel forretningsmodel.

Aktuelt har vi fokus på selskaber med en mindre konjunkturfølsom indtjening, idet den igangværende konjunkturafdæmpning giver risiko for negative indtjeningsoverraskelser i 2007 inden for de cykliske sektorer.





Forventninger til Danske Aktier

Vi forventer, at det danske aktiemarked udvikler sig positivt om end ikke i samme takt som tidligere, da markedet ikke længere er undervurderet. Afkastet vil således udelukkende være bestemt af den fremtidige indtjening i selskaberne, da vi forventer en relativt stabil rente. Vi venter fortsat, at indtjeningen vil udvikle sig gunstigt som følge af en moderat konjunkturudvikling i 2007 og en fortsat stram styring af omkostningerne. Volatiliteten på markedet kan blive højere, ligesom afkastene vil blive mere individuelt baseret og således stille større krav til udvælgelsen af selskaberne for at skabe god performance. Vi fokuserer på selskaber med en gunstig indtjeningsudvikling, men hvor der fortsat er potentiale for positive overraskelser.

Vi venter, at værdifastsættelsen af selskaberne bliver et vigtigt redskab til skabelsen af performance i 2007, idet det forventede markedsafkast vil ligge i niveauet 6-10%, forudsat at aktiemarkedet forbliver neutralt vurderet. Porteføljen er eksponeret til selskaber, som er rimeligt prisfastsat og har en stabilt voksende forretning, hvor afkastet ikke er følsomt over for en negativ revurdering. Porteføljen er også eksponeret til selskaber, hvor forretningsmodellen ikke er helt færdigudviklet og/eller forstået af markedet, hvilket giver mulighed for større positive revurderinger af selskabets værdi i takt med, at selskabet udvikler sig over tid. Vækst til rimelige priser er også en integreret del af porteføljen, og endelig er porteføljen eksponeret mod undervurderede selskaber.

Omlægninger i kvartalet

Der har været ganske få omlægninger i løbet af kvartalet. Ny aktie i porteføljen er **NeuroSearch**, Danmarks ældste børsnoterede bioteknologiselskab. Aktien indgår i porteføljen med en beskedent andel på 0,7%, hvilket afspejler den risiko, som der uvilkårligt er ved en bioteknologiinvestering. NeuroSearch er interessant for den langsigtede, tålmodige og risikovillige investor, idet selskabet har opbygget en bred portefølje af lægemiddelkandidater inden for CNS-sygdomme. Bioteknologiselskaber med en bred pipeline er generelt blevet et højt skattet aktiv, i takt med at patenterne på flere af de større og betydningsfulde globale produkter udløber, og pharmaselskaberne ikke selv har været dygtige nok til at frembringe nye innovative produkter. NeuroSearch står umiddelbart foran at indgå en større aftale med et stort medicinalselskab på et eller flere af selskabets potentielle lægemidler, og vi forventer gode betingelser for en sådan aftale. Porteføljens beholdning af Bavarian Nordic er reduceret for at finansiere købet af NeuroSearch. Reduktionen har fundet sted, efter at aktien er steget med næsten 70%, som følge af at **Bavarian Nordic** nu, efter udelukkelsen af Acambis, har monopol på leveringen af 3. generations koppevaccine til de amerikanske sundhedsmyndigheder. Vi er fortsat optimistiske omkring Bavarian Nordics muligheder for at hjemtage hele den store amerikanske ordre, men synes blot at det i nogen grad er afspejlet i aktiekursen.

Jyske Bank indgår igen i porteføljen og nu med en vægt på 2,5%. Selskabet har været igennem en "investeringsperiode", hvor omkostninger til reovering af filialnettet har medført betydelige meromkostninger, der har belastet selskabets bundlinie. Jyske Bank står nu over for en længere periode, hvor indtægterne vil vokse betydeligt hurtigere end omkostningerne, og samtidig er der udsigt til en engangstilbageførelse af de gruppebaserede hensættelser, som ikke længere accepteres af myndighederne. Jyske Bank vil på den baggrund kunne generere et betydeligt frit cash flow, som selskabet traditionelt har sendt tilbage til aktionærerne via aktietilbagekøb. Finansieringen af købet er sket via et salg af **Sydbank**, som vi p.t. vurderer som mindre attraktiv end Jyske Bank.



Investeringsfilosofi - Danske Aktier

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 porteføljeformidlere indgår i et tæt og åbent samarbejde med forvalterne af foreningens øvrige afdelinger. Afdelingen investerer fortrinsvis i selskaber noteret på Københavns Fondsbørs.

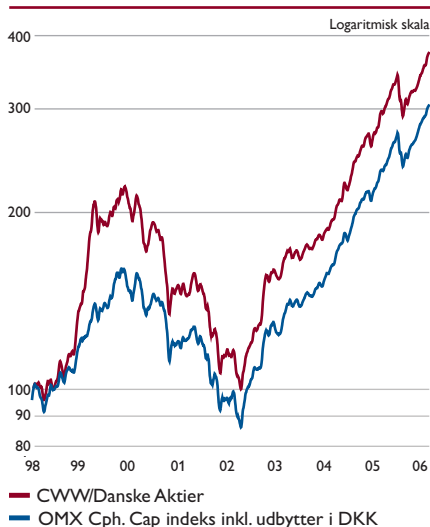
Nøgletal	31.12.06	30.09.06	Fondskode	DK0010249655
Formue (i 1.000 kr.)	594.940	520.064	Afdelingens start:	23.12.1998
Cirkulerende andele stk.	2.269.019	2.261.218		
Udbytte	0,00	0,00		
Indre værdi	262,20	229,99		
Officiel kurs	261,65	227,81		

Læs mere om Danske Aktier på:
www.cww.dk/da

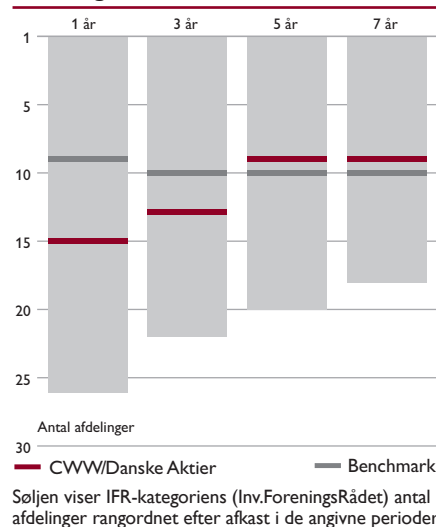
Afkast/Merakfast i %	1 år	3 år	5 år	7 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Danske Aktier	28,7	140,0	151,3	151,1	18,1
Benchmark*	31,3	145,3	150,8	150,5	15,1
Danske Aktier merakfast/Benchmark*	-2,6	-5,3	0,5	0,6	3,0

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	11,4	17,3		19,6
Std.afv. % p.a. benchmark*	9,8	15,2		15,8
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	2,4	0,7		0,7

Danske Aktier levetid



Placering i IFR's afkaststatistik



Aktieporteføljen pr. 31.12. 2006

	Cyklisk vækst	Stabil vækst	Strukturel vækst	Total	Benchmark*
Energi				0,0	1,3
Råvarer		Rockwool 1,4	Novozymes 4,2	5,6	3,1
Industri og service	A.P. Møller -Mærsk 3,8 FLSmidth 4,2 DSV 4,3	Group 4 Securicor 7,4	Vestas Wind Systems 8,7	28,4	25,5
Forbrugsgoder - cykliske	Bang & Olufsen 3,9 Søndagsavisen 4,2			8,1	3,4
Forbrugsgoder - defensive	IC Company 2,9	Danisco 2,4		5,3	7,6
Medicinal			Bavarian Nordic 3,9 Coloplast 3,9 NeuroSearch 0,7 Novo Nordisk 10,0	18,5	21,7
Finans	TK Development 1,0	Codan 2,4 Danske Bank 8,6 Nordea 4,8 Topdanmark 4,2 Alm. Brand 0,4 Jyske Bank 2,8 TrygVesta 3,1		27,3	32,3
Informationsteknologi			Thrane & Thrane 1,9	1,9	1,2
Telekommunikation			RTX 0,6 GN Store Nord 4,3	4,9	3,8
Koncessioneret service				0,0	0,1
Andet				0,0	0,0
Total	24,3	37,5	38,2	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

Gennem 4. kvartal 2006 fortsatte den positive udvikling på aktiemarkederne i Østeuropa. Årets afkast blev på 29%, mens benchmark til sammenligning har givet et afkast på 27,7%.

Afdelingen har fortsat strategien om at flytte investeringer mod mindre udviklede markeder i Øst, og vi vil på kort sigt være afventende med hensyn til

det tyrkiske marked, der sandsynligvis vil være svagere end resten af regionen som følge af politisk usikkerhed op til præsident- og parlamentsvalgene i 2007.

De vigtigste parametre for udviklingen i regionen er fortsat eksterne forhold som det amerikanske boligmarked, olieprisen og udsigterne for inflationsudviklingen i den globale økonomi. Vi

forventer ikke, at disse parametre vil udvikle sig i udpræget negativ retning for regionens aktiemarkeder, men det må omvendt forventes, at der i løbet af 2007, som følge af forhold der i dag er ukendte, vil opstå fornyet usikkerhed og deraf svækkede markeder. Dette er sket i hvert af de seneste 6 år – enten i 1. eller 2. kvartal – og vil være en glimrende købsmulighed for den langsigtede investor.



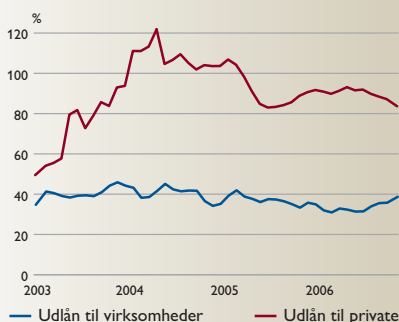
Godt afkast i 4. kvartal

Kvartalet gav et afkast på 15,9%, hvor Morgan Stanleys modificerede Østeuropa-indeks steg med 15,2%. Målt år til dato er afdeling Østeuropa steget med 29%, hvor Morgan Stanleys modificerede Østeuropa er steget med 27,7%. Det var særligt det kazakstanske uran mineselskab Urasia Energy (+92%) og Sberbank (+52%), der bidrog positivt til afkastet i kvartalet, men generelt klarede de fleste af afdelingens aktier sig godt gennem kvartalet. Kun én aktie, Peter Hambro Mining, oplevede betydelige kursfald (-15%), nemlig som følge af øget politisk risiko, idet russiske embedsfolk truede med at inddrage selskabets licenser som følge af påståede overtrædelser af miljølovgivningen. Selskabet er efterfølgende blevet renset for alle påstande om lovovertrædelser, men aktiekursen har endnu ikke rettet sig fuldt ud.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Hovedtemaet i investeringsstrategien har alle år været at drage fordel af, at den discount, som regionens aktier historisk er handlet med, gradvist vil mindskes, i takt med at landene i øst bliver tættere knyttet til EU. Da denne discount specielt i de mere udviklede markeder i Østeuropa nu er reduceret markant, har strategien siden 2005 været gradvist at flytte investeringer fra de mest udviklede markeder mod øst og syd, dvs. mod Rusland, de tidligere sovjetstater og Tyrkiet. Vi vurderer overordnet set, at disse markeder har et større potentiale end f.eks. aktiemarkederne i Polen, Tjekkiet og Ungarn.

Årlig udlånsvækst i Rusland



Det væsentligste tema i porteføljen er i dag eksponeringen til privatforbrug i regionen. Købekraften blandt almindelige forbrugere i regionen har udviklet sig eksplosivt de senere år, og regionen byder i dag på nogle af de højeste vækstrater inden for f.eks. bankvæsen, medicinalforbrug, reklameforbrug og ejendomsinvesteringer i verden. Baggrunden herfor er, at i modsætning til f.eks. den vestlige verden, hvor man har haft disse forbrugsmuligheder i en menneskealder, er dette helt nye markeder i de fleste østeuropæiske lande, og der er derfor et kolossalt ”opsparet” efterspørgselsbehov, der nu bliver udløst, da regionens indkomstniveau nu muliggør dette forbrug. Afdelingen har derfor bl.a. investeret i banker i Tyrkiet, Rusland og Kazakstan, banker der alle øger deres forretningsomfang mange gange hurtigere end tilsvarende banker i f.eks. Vesteuropa. Ligeledes har



afdelingen investeret betydeligt i udvikling af ejendomsprojekter i Baltikum, Polen, Rusland og Ukraine. Baggrunden herfor er igen, at der er et kolossalt opspareret behov for forbedret boligmasse, der i disse år bliver imødekommet, og at selskaber, der er i stand til at gennemføre komplekse ejendomsprojekter i disse år, vil være i stand til at tjene overnormale profitter, da efterspørgslen langt overgår udbuddet.

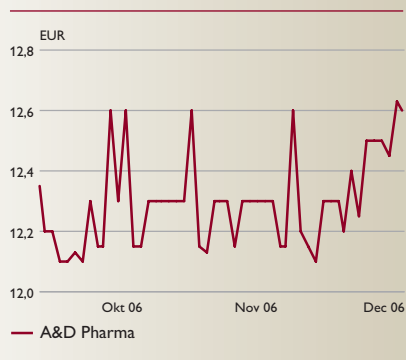
Et andet tema er energi, hvor afdelingen først og fremmest har fokus på gasmarkedet, specielt gennem afdelingens store investering i Gazprom, men også gennem betydelige investeringer i lillebroren inden for russisk gasproduktion, Novatek. Begge investeringer er foretaget med en forventning om, at de unormalt lave russiske gaspriser over de kommende tre år vil normalisere sig hen imod niveauerne i Vesteuropa, og at både Gazprom og Novatek derfor vil opleve en markant indkomstfremgang.

Omlægninger i kvartalet – reduktion af energiaktierne

Der var i 4. kvartal kun få omlægninger i porteføljen. A&D Pharma og Kazkommertsbank er nye investeringer.

A&D Pharma er Rumæniens største kæde af apoteker, der opererer under navnet Sensiblu og er ligeledes landets største medicinalgrossist, hvor selskabet opererer under navnet Mediplus, der med 12 logistikcentre er landsdækkende og forsyner 3.500 apoteker med medikamenter. Sensiblu består i dag af over 200 apoteker i over 50 byer i Rumænien og er ligeledes markedsledende. Samlet set vurderer vi, at A&D Pharma i de kommende år vil vokse kraftigt, dels som følge af en generel stigning i medicinalforbruget fra et meget lavt niveau i dag, dels ved fortsat at tage markedsandele i et meget fragmenteret marked.

Kazkommertsbank (KKB) er Kazakhstans største bank og har historisk haft sin fokus på store erhvervskunder, men i takt med at banksektoren i landet modnes, har fokus gradvist skiftet over mod små og mellemstore erhvervskunder og specielt detailsegmentet. Udlånsvæksten er p.t. over 40%, primært drevet af detailsegmentet, der er boomende som følge af den meget stærke kazakhstanske økonomi, der gennemsnitligt er vokset 10% om året de seneste fem år. Vi forventer, at den økonomiske udvikling i landet også i de kommende år vil være stærk, understøttet af politisk stabilitet og fornuftig økonomisk politik, hvorfor vi venter, at banksektoren, og herunder KKB, fortsat vil opleve meget høj indtjeningsvækst i en længere årrække.



Forventninger til Østeuropa

Vi forventer, at eksogene forhold som f.eks. usikkerheden om den økonomiske vækst og strammere likviditet vil give højere volatilitet på de østeuropæiske aktiemarkeder på kort sigt. Vi forventer dog konkurrencedygtige afkast på de østeuropæiske aktiemarkeder de kommende 12 måneder. Vi arbejder hver dag på, at afdelingens fokuserede investeringsstil kan bidrage til et bedre afkast end markedet.



For at finansiere ovennævnte er Urals Energy og Philip Morris CR solgt.

Investeringsfilosofi - Østeuropa

Afdelingens målsætning er at skabe en langsigtet høj værditilvækst, der overstiger afkastet af 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.

Nøgletal	31.12.06	30.09.06	Fondskode	DK001594516-6
Formue (i 1.000 kr.)	2.005.578	1.832.019	Afdelingens start:	07.11.1996
Cirkulerende andele stk.	4.648.881	4.922.706		
Udbytte	0,00	0,00		
Indre værdi	431,41	372,16		
Officiel kurs	431,64	369,09		

Læs mere om Østeuropa på:

www.cww.dk/cee

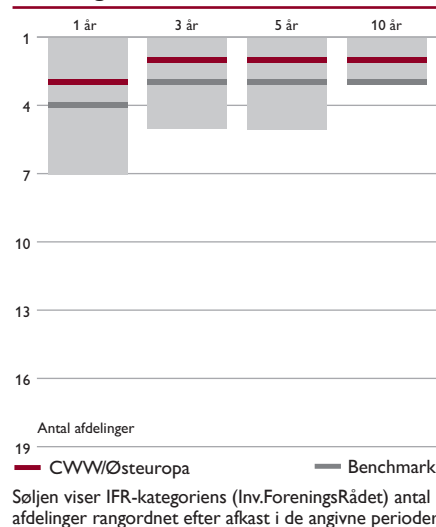
Afkast/Merakfast i %	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Østeuropa	29,0	192,5	266,4	347,0	16,9
Benchmark*	27,7	184,1	262,3	336,5	16,7
Østeuropa merakfast/Benchmark*	1,3	8,4	4,1	10,5	0,2

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	19,4	19,3	28,8	28,6
Std.afv. % p.a. benchmark*	21,0	22,7	20,5	32,2
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	1,7	1,2	0,4	0,4

Østeuropa levetid



Placering i IFR's afkaststatistik



Aktieporteføljen pr. 31.12. 2006

	Ungarn	Tjekkiet	Polen	Rusland	Andre lande	Total	Benchmark*
Energi	MOL 4,2			Gazprom ADR 8,7 Lukoil 2,0 NovaTek 4,7 Vostok Nafta 2,6	Dragon Oil 2,7 Urasia Energy 4,2	29,1	50,4
Råvarer				Norilsk Nickel 3,6 Polyus Gold 1,4 Peter Hambro 2,8	Akcansa Cimento 1,7	9,5	7,1
Industri og service			Budimex 2,3	Open Investments 6,5	Baltic Property 1,6 XXI Century Investments 1,7	12,1	0,1
Forbrugsgoder - cykliske	Danubius Hotel 2,0			CTC Media 2,7	CME 2,8	7,5	2,0
Forbrugsgoder - defensive					Efes Breweries Int. 1,6	1,6	0,4
Medicinal	Gedeon Richter 5,2				Acibadem 2,1 A&D Pharma 2,2	9,5	2,3
Finans				Sberbank 9,9	Akbank 1,3 Kazkommertsbank 0,7 Financ. Inst. Expl. Fund 3,2 GarantiBank 1,7	16,8	18,8
Informationsteknologi						0,0	0,4
Telekommunikation				North-West Telecom 4,2 Sibirtelecom 3,1		7,3	11,5
Koncessioneret service		CEZ 4,8			Tallinna Vesi 1,8	6,6	7,0
Andet						0,0	0,0
Total	11,4	4,8	2,3	52,2	29,3	100,0	-
Benchmark*	12,0	8,9	19,1	60,0	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

Trods et godt afkast i 4. kvartal blev 2006 endnu et magert år for investorerne i vækstaktier. Efter 6 år med lave afkast på vækstaktier set i forhold til det generelle marked og i særdeleshed i forhold til afkastet på value aktier, er

spørgsmålet, om glasset er halvt fuldt eller halvt tomt for vækstaktier. En rimelig prisfastsættelse af vækstaktier samt muligheden for rentesænkninger i USA i løbet af 2007 peger i retning af, at glasset er halvfylt for vækstaktier, og at afkastforskellene skal mindskes i 2007.

Afdelingens investeringer i Emerging Markets var også i 4. kvartal en positiv faktor bag afkastet, og afdelingen har fortsat en høj andel af investeringerne i dette tema.

Godt afkast i 4. kvartal

Kvartalet gav et afkast på 7,3%, mens Morgan Stanleys vækstindeks steg med 3,3%. År til dato blev afkastet 2,6%. Morgan Stanleys vækstindeks gav et afkast på 2,9%. Trods det gode afkast i årets sidste kvartal var der således tale om endnu et magert år for investorer i vækstaktier. Afkastet i 4. kvartal var særligt påvirket af afkastet på investeringerne i Emerging Markets, der bidrog positivt til det samlede afkast. Omvendt bidrog afdelingens japanske aktier negativt til resultatet. Raffles Education, der udbyder privatundervisning i primært Kina, steg med 39% i kvartalet og er med en stigning på over 100% årets bedste investering. Den dårligste aktie i kvartalet var Corning, der blandt andet fremstiller glas til LCD-tv. Corning faldt med 26% i kvartalet, efter selskabet nedjusterede forventningerne til salget i 4. kvartal. Vi er fortsat positive på den langsigtede udvikling for selskabet og har derfor bibeholdt investeringen.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

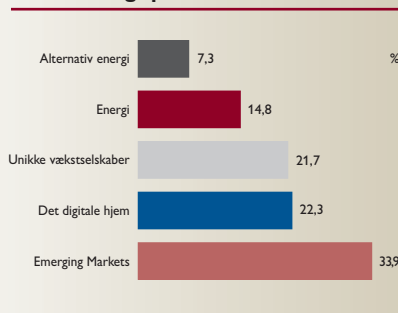
Afdelingen har koncentreret sine investeringer inden for få strukturelt voksende temaer. Temaerne vil skifte over tid, eksempelvis på grund af en for høj pris eller faldende vækstrater, eller når nye temaer byder på bedre afkastudsigter. Vi investerer på tværs af selskabernes livscyklus, og kun en mindre del af investeringerne er i selskaber i den tidlige vækstfase, hvor risikoen er højest. Hovedparten af investeringerne er i selskaber, som har vundet fodfæste på markedet og kan finansiere sin vækst via driften.

Afdelingen er p.t. investeret i følgende temaer: ”Emerging Markets” (34%), ”Energi” (15%), ”Unikke vækstsekskaber” (22%), ”Det digitale hjem” (22%) og ”Alternativ energi” (7%).

Emerging Markets er afdelingens største investeringstema med 34%. Fortsætter den nuværende økonomiske udvikling, samt de politiske og økonomiske reformer, vil lande som Kina og Indien om 30 år i økonomisk størrelse overgå USA. Denne udvikling byder på mange interessante investeringsmuligheder i mange år fremover.

Energi. En fortsat stigende efterspørgsel fra de hurtigt voksende økonomier i blandt andet Asien, stigende omkostninger til efterforskning og udvinding af olie samt politisk ustabile regimer i de fleste olierige lande vil sikre en høj oliepris i årene fremover og dermed også en høj indtjening for selskaber, der opererer i denne sektor. På kort sigt vil en mild vinter samt lavere økonomisk vækst bidrage til usikkerhed omkring indtjeningen i energisekskaberne.

Temaoversigt pr. 31. 12. 2006





Forventninger til Emerging Growth

Efter 6 år med afkast på vækstaktier, som har ligget under det generelle marked, og i særdeleshed under det afkast investorer i value aktier har opnået, er spørgsmålet, om glasset er halvt fuldt eller halvt tomt for vækstaktier. Med en prisfastsættelse af vækstaktier, der nu er kommet ned på et rimeligt niveau og forventninger om en lavere global vækst, hvor selskaber med høj vækst typisk bliver handlet op i pris af investorerne samt muligheden for rentesænkninger i USA, peger det i retning af, at glasset er halvt fyldt for vækstaktier, og at de store afkastforskelle, vi har set, skal mindskes i 2007.

Alternativ energi. Fortsat høje energipriser, et ønske om at frigøre sig fra afhængigheden af de olierige, men ofte politisk ustabile og uroplagede lande, primært i Mellemøsten, samt en stigende forståelse for de miljømæssige konsekvenser, udledningen af CO₂ har, vil sikre gode vækstbetingelser for selskaber i denne sektor i årene fremover.

Det digitale hjem. En lang række lande ophører med at transmittere tv-signaler i analog form i de kommende år, hvilket betyder, at forbrugerne i blandt andet USA, Europa og en række asiatiske lande vil være tvunget til at udskifte deres gamle tv-apparater med nye LCD- og plasmafladskærme. Denne udvikling sikrer producenter og forhandlere af forbrugerelektronik gode vilkår i de kommende år.

Unikke vækstelskaber består af selskaber med særligt attraktive vækstprofiler, som dog ikke umiddelbart passer ind i afdelingens øvrige investeringstemaer.

Omlægninger i kvartalet – øget vægt i Emerging Markets

Der er i kvartalet foretaget yderligere investeringer inden for Emerging Markets temaet med købet af Holcim, TSCM og UOL.

Holcim (Tema: Emerging Markets) har halvdelen af sit salg i Emerging Markets, mens den anden del af omsætningen knytter sig til primært Europa og sekundært til Nordamerika. God prisfleksibilitet kombineret med en solid vækst i særligt Emerging Markets gør selskabet til en attraktiv langsigtet investering.

TSMC (Tema: Det digitale hjem) har base på Taiwan og producerer chips til pc-, kommunikations- og forbrugerelektronikindustrien. Stigende kompleksitet i produktionen af chips kræver stadig større investeringer i teknologi og produktionsapparatet. Et stigende antal selskaber ønsker derfor ikke at binde kapital i et kostbart produktionsapparat og vælger derfor at flytte produktionen til selskaber som TSMC.

Gammon Lake Resources (Tema: Unikke vækstelskaber) er en hurtigt voksende canadisk guldproducent med produktion og miner beliggende i Mexico. Selskabet har en hastigt voksende produktion og gode muligheder for yderligere fund, hvilket sammen med lave produktionsomkostninger i Mexico gør selskabet til en interessant investering.

UOL (Tema: Emerging Markets) er et ejendomsselskab med base i Singapore. Vi forventer, at ejendomsmarkedet i Singapore i de kommende år vil gennemleve en positiv udvikling blandt andet drevet af en voksende tilflytning fra Hong Kong, hvor livskvaliteten stadig forringes på grund af en stigende forurening.

Macrovision (Tema: Det digitale hjem) er en amerikansk softwarevirksomhed med en dominerende position inden for copyright beskyttelse af film, spil og software på DVD'er, videokassetter og CD'ere. Uautoriseret kopiering af film, spil, musik og software er et stort og stigende problem for rettighedshaverne. Macrovision, der i dag har aftaler med alle de førende filmselskaber, er godt positioneret til at drage fordel af ønsket om at stoppe denne uautoriserede kopiering.

Investeringsfilosofi - Emerging Growth

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 vækstsektorer, 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 porteføljeformere indgår i et tæt og åbent samarbejde med forvalterne af foreningens øvrige afdelinger.

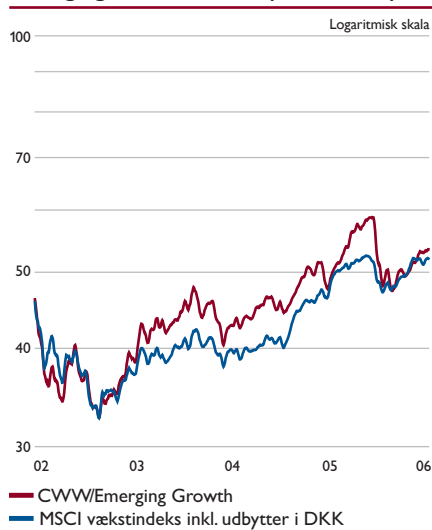
Nøgletal	31.12.06	30.09.06	Fondskode	DK0010256007
Formue (i 1.000 kr.)	143.556	146.827	Afdelingens start:	30.08.1999
Cirkulerende andele stk.	2.674.135	2.935.335	Ændring til vækstunivers:	18.06.2002
Udbytte	0,00	0,00		
Indre værdi	53,68	50,02		
Officiel kurs	53,13	49,48		

Læs mere om Emerging Growth på:
www.cww.dk/eg

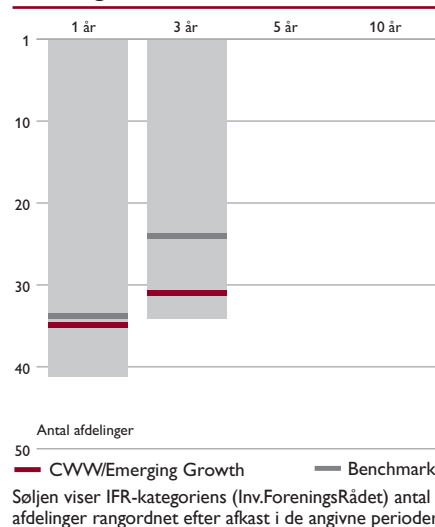
Afkast/Merafkast i %	1 år	3 år	5 år	7 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Emerging Growth	2,6	27,5	-13,0	-70,3	-8,1
Benchmark*	2,9	33,8	-	-	-
Emerging Growth merafkast/Benchmark*	-0,3	-6,3	-	-	-

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	14,6			18,6
Std.afv. % p.a. benchmark*	8,1			13,0
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	0,4			0,1

Emerging Growth levetid (vækstaktier)



Placering i IFR's afkaststatistik



Aktieporteføljen pr. 31.12. 2006

Fase Penetrationsgrad	Innovationsfasen 0-10%	Tidlig vækstfase 10-25%	Tidligt massemarked 25-50%	Sent massemarked 50-75%	Total	Benchmark*
Energi	SolarWorld 2,8		Suncor Energy 4,1 Sinopec 7,3		14,2	5,9
Råvarer	Gammon Lake 3,6		Novozymes 4,5	Holcim 3,0	11,1	7,4
Industri og service		Open Investments 2,7 Raffles Education 5,3 Sunrice Senior Living 3,8	Chiyoda Corp. 3,4 All America Latina 5,2	Keppel 3,9	24,3	11,7
Forbrugsgoder - cykliske		Pantaloon Retail 2,2 Aeon Mall 4,1	Yahoo! 3,5		9,8	14,7
Forbrugsgoder - defensive					-	11,1
Medicinal					-	12,7
Finans		United Overseas Bank 4,2	Shinsei Bank 3,7	UOL Group 3,5	11,4	13,1
Informationsteknologi		Macrovision 3,0	Corning 3,9 Taiwan Semiconductor 2,6	Cisco Systems 4,7 Microsoft 4,3 Amdocs 3,8	22,3	18,3
Telekommunikation			Bharti Airtel 6,9		6,9	2,3
Koncessioneret service					-	2,8
Andet					-	-
Total	6,4	25,3	45,1	23,2	100,0	100,0

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

Danske Obligationer

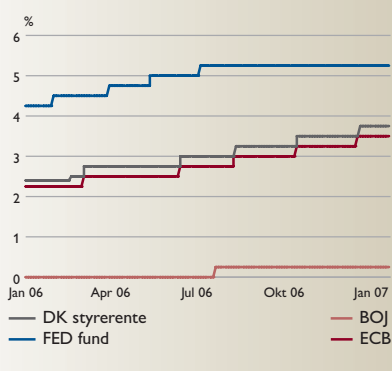
Resumé

2006 blev præget af stigende centralbank- og obligationsrenter, som indebar afkast lige over nul for begge obligationsafdelinger. Afkastet blev dermed lidt bedre end afkastet for sammenlig-

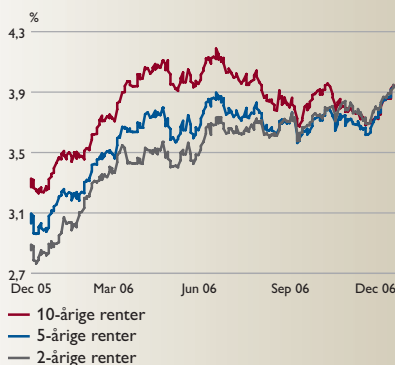
ningsgrundlaget for Danske Obligationer Erhverv & Pension. For 2007 venter vi mere stabile renter og dermed et afkast i niveauet 3-4%. En forventet implementering af nye såkaldte "særligt dækkede obligationer" venter vi vil give

nye muligheder for at forbedre afkastet i obligationsafdelingerne.

Centralbankstyrede korte renter



Danske renter



Obligationsmarkedet i 2006

Den europæiske centralbank (ECB) hævede den korte rente fem gange med 0,25%-point fra 2,25% til 3,50%. Nationalbanken i Danmark fulgte efter og hævede den korte rente fra 2,40% til 3,75%. ECB's renteforhøjelser er et ønske om at normalisere den korte rente for at holde inflationsforventningerne i ro, og på mellemlangt sigt forhindre inflationen i at stige. Det er faktorer som stigende europæisk vækst, høj pengemængdevækst, høj vækst af kreditgivning, som har fået ECB til at reagere. I lyset af en pæn økonomisk vækst og en inflation over nul afsluttede den japanske centralbank (BOJ) perioden med nulrentepolitikken siden 2001. I første omgang ændrede BOJ sin politik fra en målsætning om en bestemt mængde likviditet hos bankerne til igen at styre pengepolitikken ved at ændre på sin korte styrerente. I forlængelse heraf reducerede BOJ likviditeten hos japanske banker samt hævede den korte rente fra 0% til 0,25%. Den amerikanske centralbank (FED) fastholdt den korte rente på 5,25% i 3. og 4. kvartal og stoppede således sin serie af renteforhøjelser på 17 gange 0,25%-point. FED argumenterede med, at styrerenten var normaliseret - specielt i lyset af udsigten til en lavere vækstrate for samfundsøkonomien samt aftagende inflation.

De amerikanske obligationsrenter steg med 0,40%-point for 2-årige obligationer til 4,80% og 0,30%-point for 10-årige obligationer til 4,70%. I Europa steg obligationsrenterne også, primært på grund af renteforhøjelser fra ECB, som var højere end forventet. Således steg den danske 2-årige obligationsrente med 1,10%-point til 3,95% og 0,65%-point for den 10-årige obligationsrente til 3,95%.

Aktuel investeringsstrategi

Kursrisikoen eller rentefølsomheden er her i starten af 2007 reduceret i begge afdelinger fra 6,3% i 3. kvartal til 5,5%. Det svarer til, at porteføljernes værdi falder med ca. 5,5% ved en generel rentestigning på 1%-point og tilsvarende stiger ved et generelt rentefald på 1%-point.

Kursfølsomheden er reduceret i forlængelse af forventningen om stabile renter og en såkaldt flad rentekurve, hvor renteforskellen mellem obligationer med kort og lang løbetid er lille. Den flade rentekurve betyder, at den traditionelle merrente/risikopræmie på lange obligationer er væk, hvilket i sagens natur gør lange obligationer mindre attraktive.

I Danmark er der ny lovgivning på vej i forlængelse af en ny EU-lovgivning. Således er lovforslaget omkring "Særligt dækkede obligationer" i øjeblikket i høring, og lovforslaget ventes at træde i kraft pr. 1. juli 2007. I det foreløbige lovforslag

Forventninger til Obligationsmarkedet

Vi forventer fortsat en blød landing af den amerikanske vækst med en vækstrate for 2007 på mellem 2-3% samt en aftagende kerneinflation. Vi tror, at den amerikanske centralbank sænker den korte rente i 2. eller 3. kvartal. De lange renter, forventer vi, vil være stabile i lyset af, at obligationsmarkedet allerede har inddiskonteret en blød landing af væksten i USA samt en aftagende inflation. I Europa venter vi også en periode med stabile lange renter omkring det nuværende niveau på 3,95% for den 10-årige rente. Argumenterne herfor er stabile lange amerikanske renter, allerede inddiskonterede stigninger i den korte rente samt udsigten til en europæisk inflation, som vil nærme sig 2%.

Medlemmerne i de to danske obligationsafdelinger kan under disse forudsætninger se frem til et bruttoafkast på mellem 3-4% i 2007.

findes nye skærpede betingelser i forhold til eksisterende realkreditlån mod en forventet bedre kurs og dermed lavere lånerente for udstederne af obligationerne. Som noget nyt åbnes der op for, at bankerne kan yde boligejerne lån mod pant i ejendommen ved at udstede "særligt dækkede obligationer".

I lovforslaget lægges op til en fremtidig todeling af boligfinansieringen. Ved det ene alternativ vælger låntager en finansiering, der i store træk minder om de nuværende muligheder. Obligationerne kan enten udstedes med udgangspunkt i de nye regler, hvorefter obligationerne bliver betegnet som "særligt dækkede obligationer", eller obligationerne kan udstedes som rene realkreditobligationer, der ikke opfylder de nye krav til "særligt dækkede obligationer". Alternativt kan låntager vælge et mere individuelt designet lån, dvs. et lån, der mere får karakter af en direkte aftale mellem kunden og det pågældende kreditinstitut/bank. Hermed bliver linket til finansieringen brudt, da det nuværende strenge balancprincip ikke er et krav. Således kan udstedelsen ske, hvor instituttet finder det mest hensigtsmæssigt, og udstedelsen er således ikke afhængig af låntagers valg af lån.

De eksisterende danske realkreditobligationer udstedt indtil december 2007 vil få betegnelsen "særligt dækkede obligationer", selvom de ikke lever op til de nye regler. Det er derfor sandsynligt, at åbne serier vil lukke ultimo 2007 i stedet for den ordinære lukning i efteråret 2008. Vi forventer, at en del låntagere vil vælge at skifte fra det nuværende kendte realkreditsystem til de nye lånemuligheder, blandt andet på grund af mere fleksible lånetyper som eksempelvis længere afdragsfri perioder og løbetid. Konsekvensen vil være, at omfanget af førtidsindfrielse og opkøb af obligationer stiger. Den største kursmæssige effekt (læs relative kursstigning) vil være på lange konverterbare obligationer med forholdsvis lav kupon og inkonverterbare obligationer.

Begge obligationsafdelinger er i høj grad sammensat, så de drager fordel af en sådan positiv udvikling på realkreditobligationer. Afdeling Danske Obligationer Erhverv & Pension har investeret 18% i statsobligationer, som vi har reduceret yderligere i starten af 2007.

Afkastet i 4. kvartal

Afkastet for afdeling Danske Obligationer Erhverv & Pension blev i 4. kvartal svagt negativ på -0,13% på niveau med sammenligningsgrundlaget J.P. Morgan Danske Obligationer. Det negative afkast skyldes de stigende obligationsrenter og dermed faldende obligationskurser. God performance fra afdelingens 2%-obligationer samt realkreditobligationer sikrede et afkast på niveau med sammenligningsgrundlaget på trods af en højere kursfølsomhed end benchmark. Afkastet i 2006 blev 0,10%. Dette skyldes faldende obligationskurser, som reducerede afkastet fra niveauet på markedsrenterne på 3,5-4%. Til sammenligning blev afkastet på benchmark 0,01%.

Afdeling Danske Obligationer Privat opnåede et afkast på -0,14% i 4. kvartal og samlet 0,32% for hele 2006. Specielt en god performance for obligationer med 2% og 3% i pålydende rente i det danske obligationsmarked var positivt for afdelingen, fordi porteføljen udelukkende har obligationer i dette segment.

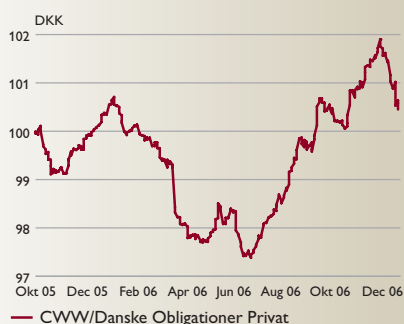
Nøgletal	31.12.06	30.09.06
Formue (i 1.000 kr.)	74.554	79.616
Cirkulerende andele stk.	749.766	799.515
Udbytte	0,00	1,00
Indre værdi	99,44	99,58
Officiel kurs	100,28	100,39

Læs mere om

Danske Obligationer Privat på:

www.cww.dk/dop

Danske Obligationer Privat levetid



Danske Obligationer Privat

Porteføljen

Porteføljen er sammensat af obligationer med 2% og 3% i pålydende rente, da disse giver højst muligt afkast efter skat for private investorer. Da kursgevinster er skattefrie, og en obligation udløber i kurs 100, investerer vi i obligationer med en kurs så langt under kurs 100 som muligt. For en obligation med en given løbetid bliver kursen lavere, jo lavere pålydende rente den har. Derfor er porteføljen sammensat med 71% i realkredit- og erhvervsobligationer med 2% i kuponrente og med 29% i tilsvarende obligationer, hvor kuponrenten er 3%.

I forbindelse med et opkøb til en førtidsindfrielse har afdelingen solgt det meste af beholdningen i 2% Kommunekredit med udløb i 2008. Obligationen blev solgt til en markedsrente på 2,40%. Dette svarer til en ekstra kursgevinst på ca. 1,40 kurspoint. Dette var afdelingens eneste salg i 4. kvartal.

Mindsterenten blev i 4. kvartal igen fastsat til 3%. Mindsterenten afgør satsen for den pålydende rente ved nyudstedelsen af obligationer. Udbuddet af nye obligationer er således med 3% i pålydende rente. Ved årsskiftet udløb der 2%-obligationer for ca. 300 milliarder kroner, hvoraf ca. 50 milliarder kroner hidrører fra private investorer. 2%-obligationer, specielt dem med kort til mellemlang løbetid, er fortsat optimalt for den private investor. Eksempelvis kan en privat investor med 59% i beskatning se frem til et merafkast på ca. 0,75%-point efter skat ved at investere i en 2% RD 2011 i forhold til 4% RD 2011. Denne ventede efterspørgsel kombineret med et ikke-eksisterende udbud er godt nyt for 2%-obligationerne. På den konto har 2% RD 2011 opnået en bedre kursudvikling på 0,80 kurspoint i løbet af 2006 i forhold til en tilsvarende obligation fra RD med 4% i pålydende rente. Dette misforhold mellem udbud og efterspørgsel af skatteoptimale obligationer for den private investor har været til stor fordel for afdelingen.

Privat

Navn	CWW/Danske Obligationer Privat
Fondskode	DK0060012110
Målgrupper	Privatpersoner, der investerer frie midler uden for pensionsopsparing
Investeringsunivers	Danske obligationer – Pt. primært med pålydende kuponrente på 2% samt udvalgte indeksobligationer
Målsætning	Bedst muligt og stabilt nettoafkast efter skat for privatpersoner
Rentefølsomhed	Mellemlang
Investeringsfilosofi	Afdelingens målsætning er at skabe en langsigtet stabil formue til vækst ved aktiv investering på det danske obligationsmarked med fokus på de langsigtede trends på de globale kapitalmarkeder.

Obligationsporteføljen pr. 31.12. 2006

	Obligation	Procent	Total
Statsobligationer	Ingen	0,0	0,0
Realkreditobligationer - konverterbare	3,00% BRF Kredit 2028	5,9	28,8
	3,00% Realkredit Danmark 2023	2,8	
	3,00% Nykredit 2028	9,4	
	3,00% Unikredit 2028	10,7	
Realkreditobligationer - inkonverterbare	2,00% Danmarks Skibskreditfond 2015	6,9	51,1
	2,00% Kommunekredit 2008	1,2	
	2,00% BRF Kredit 2011	7,6	
	2,00% BRF Kredit 2009	8,6	
	2,00% Realkredit Danmark 2011	16,6	
	2,00% Nykredit 2011	10,2	
Erhverv	2,00% Kalvebod 2016	8,8	18,5
	2,00% Storebæltsforbindelsen 2023	9,7	
Indeksobligationer	Ingen	0,0	0,0
Likviditet	Likviditet	1,6	1,6
Total		100,0	100,0

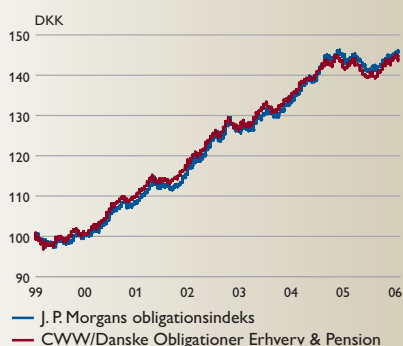
Nøgletal	31.12.06	30.09.06
Formue (i 1.000 kr.)	138.602	139.281
Cirkulerende andele stk.	1.387.741	1.392.741
Udbytte	0,00	0,00
Indre værdi	99,88	100,01
Officiel kurs	100,62	100,73

Læs mere om

Danske Obligationer E&P på:

www.cww.dk/doep

Danske Obligationer E&P levetid



Danske Obligationer Erhverv & Pension

Porteføljen

Porteføljen er bygget op i fire dele. I bunden af porteføljen er der investeret 9,5% i en obligation udstedt af Carlsberg med udløb i 2009, som tilfører porteføljen en merrente på ca. 0,60%-point.

I 2. lag er der investeret 22% i lange konverterbare 4%-obligationer, som tilfører porteføljen et forventet merafkast på ca. 0,35%-point i forhold til statsobligationer, og disse nyder godt af de ekstra kursgevinster, der er udsigt til ved indførelsen af særligt dækkede obligationer, som beskrevet på side 6 i afsnittet ”Renteforventninger”. 4%-obligationerne udgør ca. 30% af renterisikoen.

Dernæst findes et lag af 2%- og 3%-obligationer, hvor vi håber at opnå en ekstra kursgevinst i forlængelse af det misforhold, der er mellem udbud og efterspørgsel af skatteoptimale obligationer for den private investor, som beskrevet under afdeling Danske Obligationer Privat. Obligationen 2% Kalvebod tilfører ligeledes porteføljen en merrente på ca. 1,50%-point i forhold til en tilsvarende statsobligation.

I sidste lag findes inkonverterbare stats- og realkreditobligationer. Disse obligationer tilfører porteføljen let omsættelighed. De inkonverterbare realkreditobligationer tilfører desuden en merrente på ca. 0,25%-point samt sandsynligvis medvind ved indførelsen af lovgivning om ”særligt dækkede obligationer”, som kan give opkøb i disse realkreditobligationer.

Omsætningen i afdelingen har været lav i 4. kvartal. Der er kun lagt om for 3,5% af porteføljen værdi fra 6% Danske Stat 2001 til 3% RD 2018. Denne omlægning har flere fordele: 1. Et lavt udbud af 3% RD 2018 i løbet af 2006 har gjort de bagvedliggende betalingsstrømme attraktive. 2. Medvind fra indførelsen af lovgivning af ”særligt dækkede obligationer” samt efterspørgsel til geninvestering fra udløb af 2%-obligationer, som ikke mødes med et nyt udbud af 2%-obligationer.

Erhverv & Pension

Navn	CWW/Danske Obligationer Erhverv & Pension
Fondskode	DK0016017924
Målgrupper	Privates pensionsopsparing A/S og ApS Fonde og Foreninger Kommuner
Investeringsunivers	Danske obligationer
Målsætning	Bedst muligt og stabilt bruttoafkast
Rentefølsomhed	Mellemlang
Investeringsfilosofi	Afdelingens målsætning er at skabe en langsigtet stabil formue til vækst ved aktiv investering på det danske obligationsmarked med fokus på de langsigtede trends på de globale kapitalmarkeder.

Obligationssporteføljen pr. 31.12.2006

	Obligation	Procent	Total
Statsobligationer	4,00% Danske Stat 2010	0,1	17,9
	4,00% Danske Stat 2015	2,9	
	5,00% Danske Stat 2013	0,1	
	6,00% Danske Stat 2011	3,2	
	7,00% Danske Stat 2024	11,6	
Realkreditobligationer - konverterbare	3,00% Realkredit Danmark 2018	3,5	25,3
	4,00% Unikredit 2035	9,2	
	4,00% BRF 2035	3,4	
	4,00% Nykredit 2035	6,0	
	4,00% Realkredit Danmark 2035	3,2	
Realkreditobligationer - inkonverterbare	2,00% Nykredit 2011	12,3	40,0
	2,00% Realkredit Danmark 2011	9,1	
	4,00% BRF Kredit 2015	11,1	
	4,00% Realkredit Danmark 2009	7,5	
Erhverv	4,875% Carlsberg 2009	9,3	16,6
	2,00% Kalvebod 2016	7,3	
Indeksobligationer	Ingen	0,0	0,0
Likviditet	Likviditet	0,2	0,2
Total		100,0	100,0

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 top motivation, 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 24.000 medlemmer, der har valgt Carnegie WorldWide.

Alle foreningens afdelinger har fravalgt den tryghed, det er, 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 12. januar 2007. Kvartalsorienteringen for 4. kvartal er offentliggjort på www.cww.dk den 19. januar 2007 og udsendt til alle medlemmer den 31. januar 2007.

INVESTERINGSFORENINGEN CARNEGIE WORLDWIDE

Dampfærgevej 26 · DK-2100 København Ø
Tlf: +45 35 46 35 46 · Fax: +45 35 46 36 00
www.cww.dk