



## Kvartalsorientering 2. kvartal 2010

Tema: Tydelige trends i verdensøkonomien og guld som investeringstema

# Indholdsfortegnelse

Leder	3
Tydelige trends i verdensøkonomien	4
Guld som investeringstema	8
Globale Aktier	12
Europa	15
Danske Aktier	18
Østeuropa	21
Emerging Growth	24
Investeringsforeningen Carnegie WorldWide	27



# Leder

## Kære investor

Som vi skrev i kvartalsorienteringen for første kvartal, var vi nervøse for, at aktiemarkederne var steget lidt for hurtigt. Andet kvartal viste sig da også at blive en udfordring med et fald på aktiemarkederne på 3-5%. Hvor alle økonomiske indikatorer i første kvartal pegede opad, er der nu begyndende tegn på, at det økonomiske opsving aftager i styrke. Dette var baggrunden for de svage aktiemarkeder i andet kvartal. Udviklingen i den globale økonomi er nu den afgørende faktor for aktiemarkederne. Du kan derfor i denne kvartalsorientering læse mere om vores syn på konjunkturuudviklingen. Vores konklusion er, at der er tilstrækkelige drivkræfter til at skabe en fortsat positiv vækst i verdensøkonomien. Dog bliver væksten lav og mere svingende end tidligere. Vi har derfor moderate forventninger til afkastet fra aktieinvesteringer, men vi ser et konkurrencedygtigt afkast, når vi sammenligner med de lave obligationsrenter.

Set i lyset af den negative markedsudvikling i andet kvartal var det positivt, at alle foreningens afdelinger gjorde det bedre end markedsgennemsnittet. Dette betyder, at alle afdelinger i år har skabt positive afkast, der er over markedsgennemsnittet. Du kan læse mere om investeringerne og strategien i de enkelte afdelinger i kvartalsorienteringen.

Vi sætter i denne kvartalsorientering i en temaartikel desuden fokus på guld som et investeringstema. Guld er interessant, fordi efterspørgslen særligt drevet af emerging markets er stigende. Den årlige produktion af guld kan ikke mætte denne efterspørgsel, så historisk har bl.a. salg fra centralbankerne været med til at dække efterspørgslen. Vi ser

nu et ændret mønster, hvor centralbankerne ikke længere er sælgere men nettokøbere af guld. Vi tror, at guldprisen kan stige yderligere, og vi har nu købt et guldmineselskab til afdeling Globale Aktier.

## Fusion af afdeling Emerging Growth

Fusionen af afdeling Emerging Growth med afdeling Globale Aktier som fortsættende afdeling er blevet vedtaget af medlemmerne. Vi afventer nu myndighedernes endelige godkendelse. Vi forventer, at denne godkendelse foreligger inden den foreløbige fastsatte fusionsdato den 8. september. Sidste handelsdag i afdeling Emerging Growth, forventer vi, bliver den 7. september. Medlemmerne i afdeling Emerging Growth behøver ikke foretage sig noget, idet andelene i afdeling Emerging Growth automatisk bliver ombyttet til andele af tilsvarende værdi i afdeling Globale Aktier den 10. september.

Med ønsket om en god sommer.

Tim Kristiansen      Mikael Randel



# Tydelige trends i verdensøkonomien

Af porteføljeforvalter Bo Knudsen

Vi befinder os i kølvandet på en af de største økonomiske nedgange nogensinde. Politikere verden over søger at mindske de negative effekter af kreditkrisen i 2008 gennem kraftig stimulans. Foreløbig har det haft en vis positiv effekt, men væksttakten er nu aftagende. Vores forventning for de kommende år er en lavere global væksttrend med større udsving. Med den naturlige ydmyghed man må have for at se ind i fremtiden på de finansielle markeder, ser vi dog tre tydelige langsigtede trends i verdensøkonomien, som er af væsentlig betydning for den investor, som har en horisont, der måles i år frem for dage.

## ■ Den underliggende vækst i emerging markets, herunder Kina, er fortsat stærk

Den seneste afkøling af vækstraten er et resultat af bevidste politiske indgreb for at bringe væksten ned. Imens fortsætter særligt amerikanske medier deres skizofrene dækning af Kina, som - ifølge dem - den ene måned er på vej til en økonomisk nedsmeltning og næste måned er overophedet. Sandheden er efter vores mening nærmere, at Kina har økonomiske frihedsgrader til at styre økonomien videre med 7-9% indenlandsk drevet vækst de kommende år.

## ■ USA vil på vanlig vis søge at vokse sig ud af problemerne ved ekspansiv penge- og finanspolitik

Det amerikanske samfund er grundlæggende dynamisk med fortsat vækst i befolkningstallet. USA har en gælds- tung økonomi og vil have fordel af højere inflation. USA har den særlige fordel, at US dollars – lettere ramponeret af finanskrisen – fortsat opfattes som reservevaluta nummer et. Forudsat en vis troværdighed i de politiske tiltag fra USA kan inden- og udenlandsk finansiering hjælpe med at finansiere den ekspansive politik. Tiderne, hvor forbruget var drevet af, at man kunne bruge ejendommen som en betalingsautomat og dermed udnytte de stigende ejendomspriser, er ovre. Selvom der er spæde tegn på stabilisering i ejendomsmarkedet, er der ikke styrke nok i denne vigtige sektor til at understøtte økonomien. Banksystemet er dog mere stabilt nu, men politikerne må fortsat understøtte rekapitaliseringen af sektoren og undgå overregulering. Vi

tror, at resultatet er fortsat lav økonomisk vækst drevet af det offentlige forbrug.

## ■ Tyskland driver Europa til en mere restriktiv tilgang til løsning af vækst- og gældsproblematikken

Fordelen ved denne model er, at den giver en enestående mulighed for at gennemtvinge nødvendige justeringer i velfærdsmodeller, som i flere lande længe har været uholdbare uden relation til, hvad der egentlig er råd til. Der er dog ikke vælgeropbakning til store finanspolitiske stramninger i Europa. Den aldrende befolkning i Europa og den veletablerede velfærdsmodel, hvor alle mener, at de har ret til store ydelser fra det offentlige, gør, at der kun er plads til gradvise forandringer. Grækenland bliver interessant at følge i dette perspektiv. Det virkeligt afgørende at følge i Europa er, hvordan den europæiske centralbank håndterer situationen. Som i USA er det afgørende at understøtte den finansielle sektor. En mindre restriktiv ECB vil kunne svække euroen yderligere og skabe tilstrækkelig eksportvækst og økonomisk momentum til at løse problemerne i Europa over de kommende år. Vil Tyskland tillade dette scenarie – vores gæt er ja!

## ”Double dip”?

Mange frygter den store nedsmeltning af kreditmarkederne og en ny recession nu og her med 2008 i klar erindring. Vi er fortsat i gang med det største stimuleringsprojekt verden nogensinde har set efter en - i historisk perspektiv - lang recession. I vores modeller spiller sundhedstilstanden i bank-systemet en væsentlig rolle. Uanset en bedring i kapital-situationen i særligt det vestlige banksystem, er sektoren stadig under pres. Ligeledes er gælds-niveauet i både den private og den offentlige sektor verden over på et højt niveau. Vi har hidtil været overrasket over styrken af det globale opsving, som har haft form af et V. Frygten for et såkaldt double dip eller et W, hvor økonomien meget hurtigt svinger tilbage i recession igen, er nu markant. Det er i vores optik et muligt, men mindre sandsynligt scenarie af tre årsager: 1) den politiske respons vil fortsat være vækstorienteret og 2) den underliggende trendvækst er fortsat stærk i særligt emerging markets og 3) historisk sker et double dip meget sjældent. Tillid er nøgleordet. Såfremt politikerne håndterer ovenstående stimulering troværdigt, vil balancenummeret lyk-



kes, fordi markedet i dette scenarie bevarer et tilstrækkeligt niveau af tillid. Det er fremtidig vækst, der skal løse gældsproblemet. Det er den model, som politikerne søger. Vi befinder os i en verden med en god fysisk og virtuel infrastruktur, som gør, at vi kan handle og udveksle ideer på tværs af landegrænser på en meget effektiv måde. Vi befinder os derfor også i en verden, som er designet til vækst. Verdensøkonomien har en god evne til selvreparation. Således fremhæver Jonathan Wilmot fra Credit Suisse i en interessant analyse, at det såkaldte "double dip" scenarie, hvor økonomien efter første optur hurtigt falder i recession igen, er en sjældenhed. Han påpeger, at siden 1884 har dette scenarie kun udspillet sig i tre tilfælde ud af i alt 38 recessioner. I alle tre tilfælde opstod denne dobbelte nedgang efter, at den initiale recession var mild. Der er således ikke noget eksempel på "double dip" lige efter en kraftig kredittrevet recession, som vi lige har oplevet. Havde Jonathan Wilmot medtaget 1870'erne, havde han også inkluderet den længste recession nogensinde, som varede seks år! Som beskrevet i kvartalsorienteringen for 4. kvartal 2008 fortsatte denne

recession så længe, fordi der ikke var nogen respons på en voldsom global kreditkrise, der ligner den, vi lige har oplevet. Der var ikke nogen finansiel infrastruktur og herunder ingen "lender of last resort" i form af en centralbank. Der var ikke nogen indskydergaranti, så rygter om en bank med problemer ledte til, at kunderne løb til banken for at få pengene ud med katastrofale følger for kreditsystemet. Den amerikanske centralbank blev først etableret i 1913, og den meget vigtige bankindskydergaranti blev indført i 1933 i USA. På tværs af verdensøkonomien er der nu indskydergaranti og centralbanker, som taler sammen. Bekymringen denne gang kan være, at der opstår en situation, hvor centralbankerne ikke samarbejder, eller hvor den egentlige de facto globale centralbank, FED, ændrer adfærd i en retning, som gør, at tilliden til pengesystemet forsvinder. Selvom det er muligt, anses ikke for særligt sandsynligt.

Vi tror, at det politiske system og herunder de store centralbanker forstår, at det er med penge som med elektricitet – stopper strømmen, går lyset ud, og derfor skal strømmen hurtigt genetableres, ellers er konsekvenserne for store. Pengene skal flyde, således at sunde virksomheder, som er afhængige af løbende kreditter, ikke trækkes ned. Derfor er det også centralt, at politikerne lader banksystemet tjene penge og genetablere deres kapitalgrundlag i denne fase, selvom det er fristende fortsat at straffe banksystemet for at stille penge til rådighed i for rigelige mængder i årene op til finanskrisen. Det er nødvendigt med regulering af særligt skyggebanksystemet, som drev kredittivningen fra 2000 til 2008. Det er afgørende, at den rigtige balance rammes, således at banksystemet fortsat kan hjælpe med at smøre de enkelte dele i den globale økonomiske motor.

### **Global vækst er politisk topprioritet**

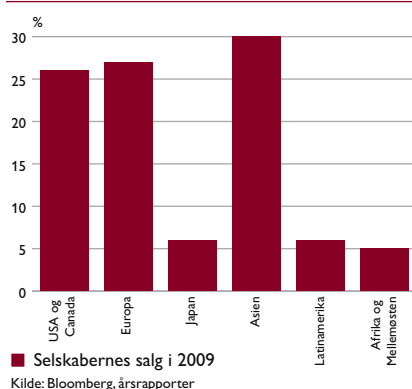
Rangordenen i verdensøkonomien er fastlagt. Emerging markets med Kina er den ledende og drivende kraft på aktiemarkederne og den makroøkonomiske front med USA som en klar nummer 2 og Europa på 3. pladsen. Nyheden i midten af juni om, at Kina genoptager den gradvise opskrivning af deres valuta, yuan'en, er meget positiv og viser den pragmatiske indstilling, som Kina har til omverdenen. Selvom Europa (læs Tyskland) nok hellere vil spare frem for at forbruge, er hele verdens politikerne enige om en overordnet ting: økonomisk vækst er på toppen af agendaen. For at realisere dette mål skal befolkningen have optimis-

men tilbage og dermed have samme vækstprioritet. Sult er en afgørende drivkraft for vækst. Vi befinder os i en verden, hvor der fortsat er gode muligheder for underliggende vækst. Sulten i befolkningen for økonomisk vækst er størst i emerging markets efterfulgt af USA og Europa.

Dette afspejles i vores globale portefølje, hvor den underliggende eksponering til emerging markets er 40% (Asien er 30%), når der måles på, hvor vores selskaber har deres salg, som det fremgår af figuren nedenfor. Vi ser denne dimension som værende vigtig, når fremtidsmulighederne for vækst i porteføljens aktier skal vurderes.

#### CWW/Globale aktier:

##### Selskabernes geografiske eksponering

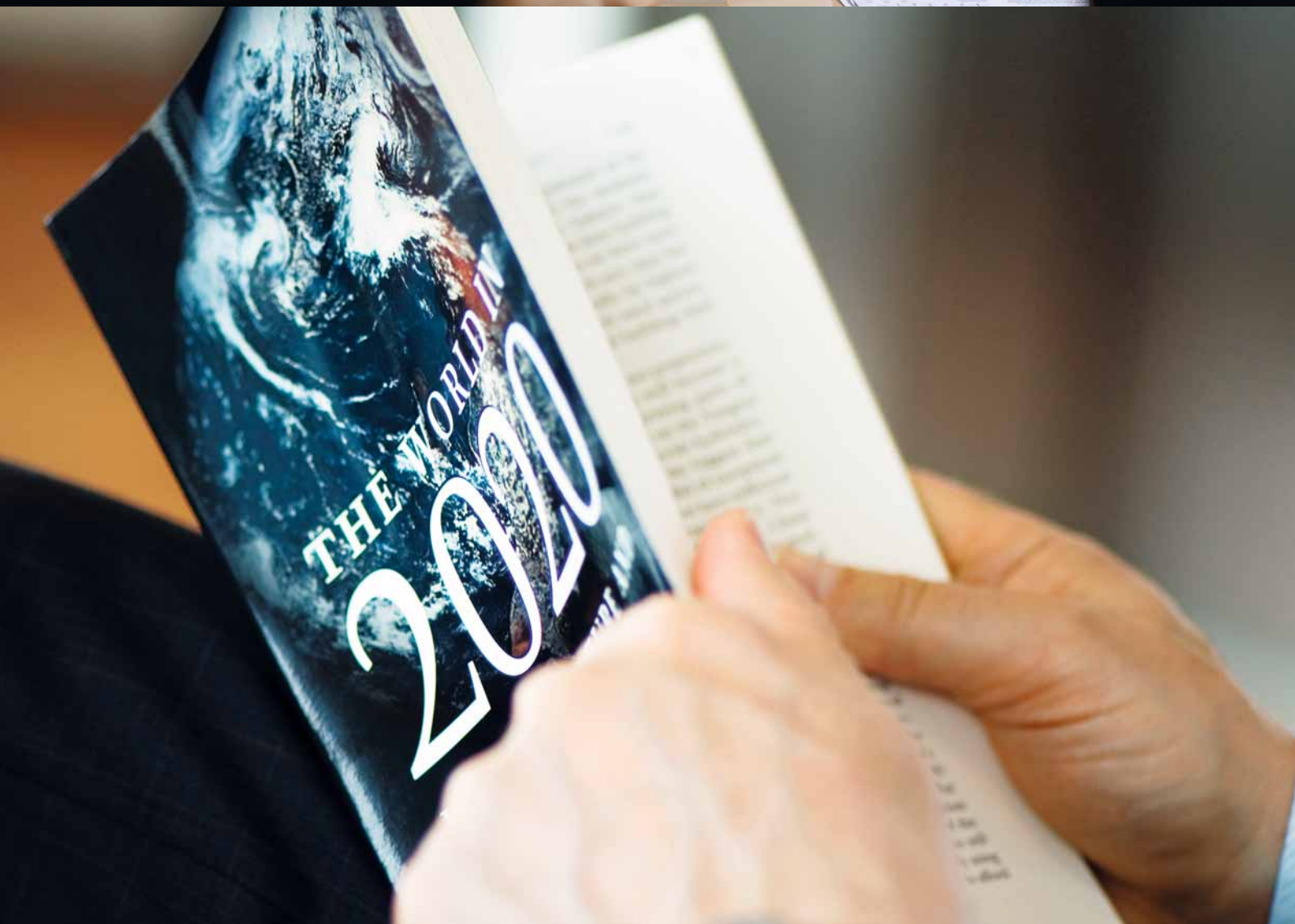


Uanset de åbenlyse politiske og økonomiske forskelle mellem verdens regioner er der et yderligere fællestræk. Politikerne har større økonomisk indflydelse i dag, og politisk analyse skal dermed også fylde mere, når generelle trends diskuteres, og aktieinvesteringer foretages. Mere regulering og indgreb i markeds kræfterne er en dagsorden, vi må vænne os til som konsekvens af den store recession, vi lige har oplevet.

Vi tror på moderate afkast og lav volatil økonomisk vækst grundet en mere politisk styret og gældstung verdensøkonomi. Vi ser konkurrencedygtige afkast på aktiemarkedet i forhold til de lave renteniveauer på obligationsmarkedet. Vi ser ikke en "double dip" udvikling – med mindre en ny voldsom negativ faktor rammer verdensøkonomien - og vi tror, at den langsomme healingsproces fortsætter. I perioder med vækstnedgang vender ekspansiv pengepolitik og

finanspolitik tilbage på dagsordenen. Der vil de kommende år være en bias til at løse gælds- og vækstproblemet med inflationære politikker i særligt gældstunge lande med "inflationssikre" aktiver som huse og aktier i USA og Storbritannien.

I dette scenarie tror vi, at store kapitalstærke og helst dividendebetalende selskaber med bias til emerging markets er bedst positionerede i et miljø, hvor det betaler sig at have kontrol over sin egen skæbne, mere end at være i hænderne på andres. Disse selskaber befinder sig hovedsageligt i medvind af de klare trends i en usikker verden.



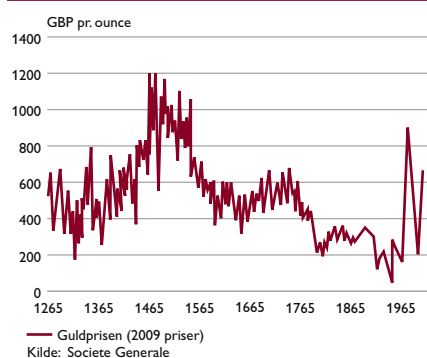
# Guld som investeringstema

**”Guld bliver gravet op af jorden et sted i Afrika – eller et andet sted. Derefter bliver det omsmeltet, vi graver et andet hul og lægger det der og betaler nogle vagter for at passe på det. Guld har ingen anvendelse (utility). Enhver der ville observere dette fra Mars, ville klø sig i hovedbunden af bar forundring”.** *Warren Buffett.*

*Af porteføljeforvalter Morten Springborg*

Guld er et forunderligt metal. Guld har ingen industriel anvendelse af betydning, som f.eks. kobber, bly eller nikkel, og alligevel er guld blevet efterspurgt gennem tiderne. Guld har nemlig gennem alle tider opfyldt et formål, det at være opfattet som den ultimative værdifaste investering. Således er den reelle guldpris i dag den samme, som den der var gældende i 1265, om end guldprisen har været meget volatil gennem årene. Baggrunden for, at gullet er værdifast over tid, er, at guld er svært at finde og udvinde. Det, at prisen på guld stiger, betyder ikke, at der vil blive udvundet mere. F.eks. er guldproduktionen siden 2001 faldet fra 2.650 tons til 2.350 tons i 2009, mens guldprisen er steget fra 250 USD/oz til i dag lidt over 1.200 USD/oz. Guldproduktion fra eksisterende miner er i dag meget profitabelt. Men start af nye miner er risikabelt, og det tager op mod 10 år fra, at reserverne er fundet til udvinding kan påbegyndes. Hertil kommer, at de store guldforekomster bliver mindre og mindre, mens udvindingen fra eksisterende miner falder i takt med, at minerne bliver ældre. Vi forventer ikke, at verden vil være i stand til at udvinde betydeligt mere guld, end hvad der allerede er udvundet.

**Guldprisen siden 1200-tallet**



Efterspørgslen efter guld er på omkring 4.000 tons om året. Mineproduktion står således kun for ca. 60% af det samlede udbud, og dermed er der i dag en strukturel underproduktion af guld.

Forskellen mellem mineproduktion og efterspørgsel bliver tilfredsstillet ved dels genanvendelse (scrap) af guld, og dels gennem centralbankernes salg af guld over de seneste ca. 20 år.

Det helt specielle ved guld er, at langt det meste af det guld, der er blevet udvundet gennem tiderne, fortsat er til rådighed. Guld forsvinder ikke, da det jo som bekendt er værdifuldt! Gennem tiderne er der blevet udvundet ca. 161.000 tons guld, og med en massefylde på 19,3 kan al historisk udvundet guld faktisk placeres i en kube med en dimension på 20\*20\*20 meter, og således f.eks. ”let” placeres på en tennisbane. Denne mængde vokser ca. 1,5% om året. Derfor er den årlige mineproduktion ikke vigtig i relation til guldprisen. Det er vigtigere at vurdere, hvor stort et salg (scrap) der kommer fra ejere af guld i udviklingsøkonomierne, der gennem alle tider har brugt guld som værdiopbevaring, samt at vurdere efterspørgslen på guld som investeringsobjekt blandt vestlige investorer og forbrugere. Endelig er centralbankernes køb og salg af guld vigtigt, da de er verdens største samlede ejere af guld.

Scrap salg afhænger af guldprisen, men har gennemsnitligt været omkring 1.300 tons de sidste tre år. Indien er et specielt vigtigt guldmarked (25% af verdens guldsmykkemarked og 20% af møntmarkedet), men også Mellempøsten, Kina og Tyrkiet er store guldmarkeder, hvorfra man indimellem ser betydeligt tilbagesalg, når guldprisen stiger meget over en kort periode. Det må dog forventes, at udviklingsøkonomierne over tid vil efterspørge mere guld i takt med, at deres købekraft stiger.

Centralbankerne har de sidste ti år haft en aftale om salg af 400 tons om året, men reelt er der kun solgt ca. 200 tons, og i 2009 blev centralbankerne nettokøbere. Mens de vestlige centralbanker typisk har en stor andel af deres reserver placeret i guld, USA har f.eks. 70% af valutareserverne i guld, Tyskland 66% (Danmark desværre kun 3-4% eller 66,5 tons), har udviklingsøkonomierne meget små guldbeholdninger. Kinas guldbeholdning udgør 1,6% af valutareserverne, mens Indiens guldræsere udgør 7,5%. I 2009



købte Indien godt 200 tons fra IMF, der sælger guld for at finansiere sine støtteaktioner af svage økonomier i Europa. Siden 2003 har Kina i det skjulte stille og roligt fordoblet sine guldreserver ved at købe stort set alt kinesisk udvundet guld. Dette sker da udviklingsøkonomiernes valutaeserver i disse år stiger meget kraftigt samtidig med, at der er usikkerhed om stabiliteten af vestlige valutaer, som Kina ellers hovedsageligt investerer i. Der er derfor et naturligt ønske om at sprede sine investeringer for at reducere risikoen. Skulle centralbankerne i Kina og Indien og andre udviklingsøkonomier ønske at øge guldreserverne vil det have markant indflydelse på guldmarkedet. Såfremt Kina øgede investeringen i guld til 10% af landets valutaeserver, ville Kina skulle købe 5.500 tons guld, eller mere end 2 års global guldproduktion.

Yderligere er der inden for de senere år kommet en ny køber på guldmarkedet, nemlig ETF'er (Exchange Traded Funds), der er fonde, der investerer i fysisk guld. Det er specielt formuende privatpersoner og institutionelle investorer, der køber disse produkter, og interessen herfor afspejler en usikkerhed om stabiliteten af de finansielle systemer i vesten. ETF'er ejer i dag omkring 1.800 tons guld, svarende til en investering på 70 mia. USD.

Allokeringen til guldinvesteringer estimeres i dag til omkring 1% af den samlede værdi af forvaltet kapital i verdensøkonomien. Heraf udgør værdien af alle verdens guldmineselskaber kun ca. 300 mia. USD (stort set svarende til olieselskabet Exxon Mobil's markeds kapitalisering). Hvordan efterspørgslen fra finansielle investorer vil udvikle sig, afhænger af den økonomiske udvikling fremover, men det er vores vurdering, at investorer i årene fremover vil investere mere i guld for at diversificere opsparingen.

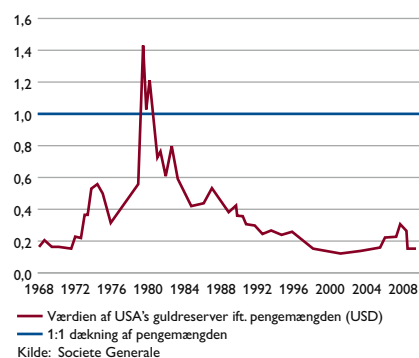
## Hvorfor tror vi guldprisen kan stige yderligere?

Verdensøkonomien befinder sig i en udfordrende situation. I den vestlige verden er gældsætningen i både den private og den offentlige sektor for høj. Dette har ført til en ny opsparingsadfærd i den private sektor, og regeringer i hele verden har reageret ved at implementere store krisepakker, der har betydet yderligere gældsætning. Flere lande, i særdeleshed USA og England, har iværksat en såkaldt kvantitativ lempelse, hvor disse landes centralbanker opkøber værdi-

papirer, enten statsobligationer, realkreditobligationer eller andre strukturerede produkter for dermed at hjælpe med finansieringen af statsbudgetter og for at afhjælpe banksektorens balanceproblemer. Dette er en avanceret form for at lade seddelpressen løbe, og dette har svækket centralbankernes egne balancer. Det er centralbankernes balancer som i sidste ende er garant for værdien af den cirkulerende pengemængde.

Gennem det meste af historien har betalingsmidlet i vores økonomier på en eller anden måde været relateret til guld eller andre metaller som f.eks. sølv. Først med kollapset af Bretton Woods-systemet i 1971 overgik vi til et system baseret på såkaldt "Fiat Money", dvs. et legalt betalingsmiddel garanteret af en regering, men uden nogen bagvedliggende fysisk sikkerhedsstillelse. Siden da – og specielt siden begyndelsen af 1990'erne – er den cirkulerende pengemængde i de vestlige økonomier steget meget kraftigt. Hvor der tidligere var en 1 til 1 dækning af pengemængden, har de amerikanske guldreserver i dag kun en værdi på ca 15% af den cirkulerende pengemængde (værdien af Fort Knox guld er 320 mia. USD, mens pengemængden i dollar er 2.000 mia. USD). Bemærkelsesværdigt, men forholdet mellem guldreserver og pengemængden på tidspunktet for den sidste guldmania i 1980, hvor guldprisen nåede 850 USD, var 1,4, som det ses af figuren nedenfor. Skulle de amerikanske guldreserver igen være i paritet med pengemængden, ville dette indebære en guldpris på 7.600 USD/oz, hvilket ikke er en prognose, men omvendt en indikation på, at guld kan stige ganske meget, før det igen bliver urimeligt dyrt.

USA's guldreserver og pengemængde



## Hvordan økonomien forløber herfra er afgørende for guldprisen

Et scenarie for den økonomiske udvikling i vesten er, at vi fortsat har lav eller ingen vækst, og at den offentlige gælds-krise, som Grækenland er et eksempel på, fortsætter. Den Europæiske Centralbank ECB er blevet presset til at opkøbe statsobligationer, men den har indtil videre holdt sig tilbage fra egentlig gældsmonetarisering. Det er sandsynligt, at ECB i tilfælde af en forværring af den europæiske gælds-krise vil blive presset til at foretage egentlig kvantitativ lempelse, og populært sagt lade seddelpressen køre, hvilket er meget positivt for guld.

Hvis vi omvendt får et mere normalt konjunkturforløb, er det sandsynligt, at centralbankerne vil være meget tilbageholdende med at hæve renterne, fordi økonomierne er meget gældsatte og ikke kan klare for store rentebetalinger. Risikoen for at svække banksystemet taler ligeledes mod højere renter. På sigt vil inflationsforventningerne stige, hvilket igen er positivt for guld.

Under alle omstændigheder er det rimeligt at antage, at pengepolitikken i Europa vil være meget lempelig, mens finanspolitikken vil blive strammet – netop som vi ser i denne tid.

Den største trussel for guldprisen er stigende renter. Dette skyldes, at guld ikke genererer noget cash flow (der er ingen rentebetaling for at holde guld), hvorfor guld bliver mindre attraktivt, når renten på alternative placeringer stiger. Vi vurderer, at der kun er en meget lille sandsynlighed for, at renterne i den vestlige verden skulle komme over 2% i reale termer (altså efter inflation). Dette niveau har historisk været grænsen for, hvad guld har kunnet klare uden at falde i værdi.

Samlet set er det svært at se et scenarie, hvor efterspørgslen efter guld falder inden for overskuelig tid. Dels er der ikke udsigt til, at nogen vestlig hovedvaluta vil være stærk på grund af den meget lempelige pengepolitik. De markante offentlige budgetunderskud vil på sigt medføre stigende inflation, hvilket vil medvirke til øget allokering til guldinvesteringer blandt finansielle investorer. Samtidig sker der en stor velstandsforøgelse i udviklingsøkonomierne, som historisk har haft stor appetit for guld. Endelig har vi endnu ikke set mineselskaberne reagere på de høje guldpriser og udvinde mere guld, hvilket for os er et tegn på, at guldet



ikke ligger og flyder i jorden og bare venter på at blive udvundet. Det er svært at udvinde guld, og det er i særdeleshed svært at øge udvindingen kraftigt.

Vi har derfor i afdeling Globale Aktier valgt at investere i verdens næststørste guldmineselskab Newmont. Newmont tilbyder ikke en høj vækst i udvindingen, men selskabet vil være i stand til at opretholde en stabil udvinding på omkring 5,5 mio. oz per år i mange år fremover, og hvert år generere et betydeligt frit cash flow, som vil komme aktionærerne til gode. I afdeling Europa og afdeling Østeuropa har vi gennem en længere periode været investeret i Petropavlovsk, der er et guldmineselskab med miner i det østlige Rusland. Selskabet har nogle af verdens laveste omkostningsproducenter, og selskabet kan som noget relativt unikt blandt guldmineselskaber fordoble guldproduktionen over de næste 3-4 år. Endelig har afdeling Østeuropa i 2. kvartal investeret i Anatolia Minerals, et canadisk mineselskab med guldminer i Tyrkiet. Selskabet er nærmere beskrevet i afsnittet for afdeling Østeuropa.



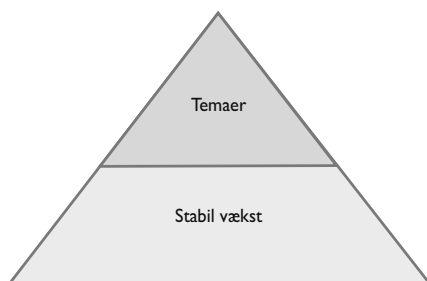


# Globale Aktier

## Resumé

Globale Aktier klarede sig noget bedre end de generelle aktiemarkeder verden over med et afkast på -1,4% mod et resultat på verdens aktiemarkeder, som faldt med -2,9%. Det ellers stærke økonomiske opsving siden marts 2009 aftog i styrke, og det gav plads for nogle af de mere stabile aktier til at gøre det godt i særligt juni måned. På året som helhed er afdeling Globale Aktier steget 6,5%, hvilket er på niveau med de generelle aktiemarkeder.

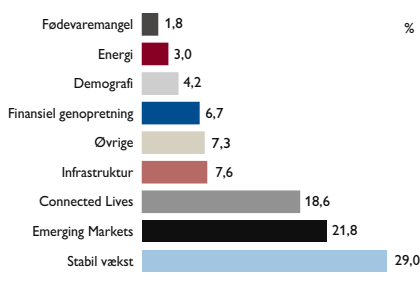
Megen fokus på at verdensøkonomien er på vej tilbage i recession gav en negativ undertone i kvartalet. Vi anerkender de store gældsproblemer i særligt den vestlige verden, men vi er af den opfattelse, at emerging markets med Kina i spidsen vil dæmpe og måske endda trække os ud af denne vækstnedgang senere på året. I dette miljø koncentrerer vi os om de enkelte selskaber i porteføljen, hvor stor makrosikkerhed også giver større udsving end normalt på enkeltaktierne.



## Svært at undgå det generelle markedsfald

Det samlede resultat for 2. kvartal var et tab på -1,4%, mens Morgan Stanleys All Country verdensindeks tabte -2,9%. På året som helhed er afdeling Globale Aktier steget 6,5%, hvilket er på niveau med de generelle aktiemarkeder. Kvartalet var igen præget af store kursudsving. Vi klarede os markant bedre end markedet særligt i slutningen af kvartalet. Indiske HDFC var den største bidragsyder i kvartalet sammen med Nestlé, når vægten af positionen regnes ind. De to højdespringere i kvartalet var forholdsvis nyindkøbte Daimler og Apple, som steg med henholdsvis 20% og 18%. På den negative side var der desværre store nedgange i tre af vores positioner, nemlig Monsanto, Transocean og Nokia. Monsanto faldt på grund af fortsat skuffende indtjening og hård konkurrence i Round Up divisionen. Transocean, som uheldigvis er involveret i olieudslippet i Den Mexikanske Golf som underleverandør til BP, faldt på grund af dette, og aktien blev solgt i kvartalet. Nokia skuffede med manglende produktlanceringer og blev også solgt i kvartalet. Mere om dette senere i kvartalskommentaren.

## Temaoversigt pr. 30.06.2010



## Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Vores investeringsstrategi er fortsat lagt an på forventninger om lav global økonomisk vækst. Gælden i den vestlige verdens økonomier skal fortsat ned fra historisk høje niveauer, uanset politikernes markante initiativer for at skabe fornyet vækst. De har kun en afbødende effekt på den generelle økonomiske nedgang. Politikernes tiltag øger risikoen for inflation på langt sigt.

Afdelingen har en høj andel af multinationale selskaber, som vil nyde godt af en global vækst drevet af emerging markets, og afdelingens amerikanske investeringer har en behersket eksponering til det amerikanske privatforbrug.

Den indirekte og direkte salgseksponering til emerging markets ligger på 40%, og vi tror, at meget af væksten i salg og indtjening skal komme herfra. Vi ser stærk vækst i den såkaldte virtuelle eller parallelle verden og senest er tilgængeligheden til denne verden gjort lettere af de såkaldte smartphones, som vi forventer, vil vokse stærkt de kommende tre til fem år.

### Omlægninger i kvartalet

Vi købte Newmont Mining i kvartalet. Newmont Mining er et af verdens ledende guldmineselskaber. Vi ser gode muligheder for, at guldprisen skal fortsætte med at stige, som vi beskriver det i en temaartiklen i denne kvartalsorientering. Vi ser Newmont som en stabil guldproducent med en attraktiv prisfastsættelse. Vi har længe haft en konstruktiv holdning til prisen på guld, men værdiansættelsen af guldaktierne har været for høj. Efter en lang periode med stigninger i prisen på guld har guldaktierne ikke kunnet følge med, og det, sammen med den operationelle gearing, der ligger i et guldmineselskab, har gjort, at flere guldaktier og herunder Newmont Mining nu er købsværdige.

Vi finansierede købet af Newmont Mining ved at sælge Transocean og Nokia.

Transocean er verdens ledende leverandør af dybvandsrigge. Stort set alle oliereserver, der befinder sig uden for OPEC, er på vand frem for på land. De store fund gøres på enorme havdybder på 2-5 km og kræver meget avanceret udstyr. Derfor er Transoceans udstyr så værdifuldt. Vi tror, at man fortsætter med at bore efter olie på store dybder. Usikkerheden som aktionær i Transocean er dog efter vores opfattelse for stor, selv på den nu lavere aktiekurs. Usikkerheden ligger i fremtidige sagsanlæg mod Transocean fra særligt BP. Transocean kan i særlige scenarier for, hvad der foregik i forbindelse med ulykken 20. april 2010, blive holdt ansvarlig, og den risiko ønsker vi ikke at tage.

Vi har en langsigtet positiv holdning til væksten i smartphone-markedet og ønskede mere eksponering til denne trend. Vi købte derfor Nokia-aktien efter lang tids svaghed og med troen på, at selskabet ville komme med et stærkt smartphone-produkt i mellemsegmentet. Nokia har desværre ikke levet op til denne forventning og er truet både i det dyre segment af Apple, som vi ejer i porteføljen og af kinesiske producenter i den billigere ende med Android software. Googles Android softwareplatform udgør en tung trussel over for Nokias egen software og skaber lettere adgang for nye producenter i særligt emerging markets.

### Forventninger til Globale Aktier

Efter et meget svingende forår bliver sommeren ligeledes turbulent for de globale aktiemarkeder. Manglende tillid til den økonomiske udvikling i både Kina, Europa og USA har lagt låg på aktiekurserne. I den private sektor er det gamle dyder som højere opsparring og lavere gæld som dominerer. Modsat søger den offentlige sektor over hele verden at fastholde positionen som den afgørende drivkraft for vækst. Balancenummeret kan lykkes ved dygtig politisk håndtering, men nettoeffekten af dette er en længere periode med lav global vækst og først lav inflation, med risiko for væsentligt højere inflation på længere sigt. Kina kommer igen først ud af denne krise til gavn for hele verden.

Vi har moderate forventninger til resten af 2010. Vi forventer, at afdeling Globale Aktier kommer til at klare sig bedre end den generelle udvikling på verdens aktiemarkeder. Vi venter, at de store stabile kvalitetsaktier vil outperforme i 2010, hvorfor vi fastholder en høj andel af denne type selskaber.

## Investeringsfilosofi

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

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

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

Nøgletal	30.06.10	31.03.10
Formue (i 1.000 kr.)	5.428.019	5.617.185
Cirkulerende andele stk.	12.102.530	12.244.125
Udbytte	4,00	0,00
Indre værdi	448,50	458,77
Officiel kurs	450,51	455,50

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

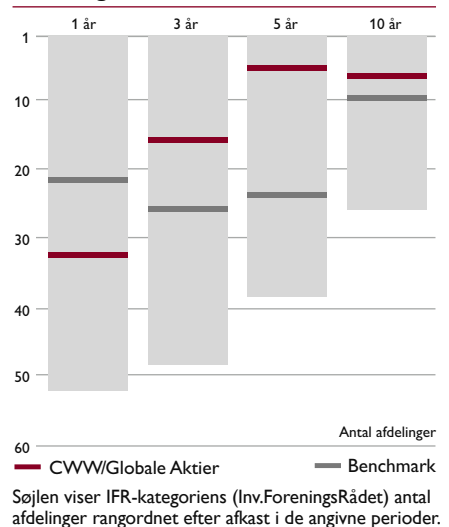
Afkast/Merafkast i %	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Globale Aktier	25,2	-18,6	21,9	-10,1	10,3
Benchmark*	26,9	-23,0	-0,4	-29,1	5,1
Globale Aktier merafkast ift. benchmark*	-1,7	4,4	22,3	19,0	5,2

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	16,8	15,3	15,8	17,0
Std.afv. % p.a. benchmark*	18,3	15,4	16,3	16,6
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	-0,6	0,1	-0,3	0,3

### Afkastudvikling (start indeks 100)



### Placering i IFR's afkaststatistik



### Aktieporteføljen pr. 30.06.2010

	USA & Canada	Storbritannien	Kontinental-europa	Japan	Øvrige Fjernøsten	Emerging Markets	Total	Benchmark*
<b>Energi</b>	Peabody Energy 3,0				Sinopec 2,5		7,3	10,5
<b>Råvarer</b>	Monsanto 1,8 Newmont Mining 3,5		Holcim 4,8				8,3	8,2
<b>Industri og service</b>	Praxair 4,1		ABB 2,8				6,9	10,5
<b>Forbrugsgoder - cykliske</b>			Daimler 3,8				3,8	9,5
<b>Forbrugsgoder - defensive</b>	Lorillard 3,0	BAT 8,1 Diageo 2,6	Nestlé 8,2	Japan Tobacco 3,0			24,9	10,0
<b>Medicinal</b>			Roche 4,2				4,2	9,0
<b>Finans</b>	Bank of America 2,6	Standard Chartered 3,3	Allianz 4,1		China Life Insurance 2,2 HDFC 7,1 ICBC 3,3		22,6	21,1
<b>Informationsteknologi</b>	Cisco Systems 3,5 Apple 3,3 Google 3,7			Canon 3,1	Samsung Electronics 2,4		16,0	12,1
<b>Telekommunikation</b>		Vodafone 2,6					2,6	4,8
<b>Koncessioneret service</b>							0,0	4,3
<b>Andet</b>					CWW/Asien 2,4	CWW/Øst. 1,0	3,4	0,0
<b>Total</b>	28,5	16,6	27,9	6,1	19,9	1,0	100,0	-
<b>Benchmark*</b>	47,5	8,3	16,6	9,1	4,9	13,6	-	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.



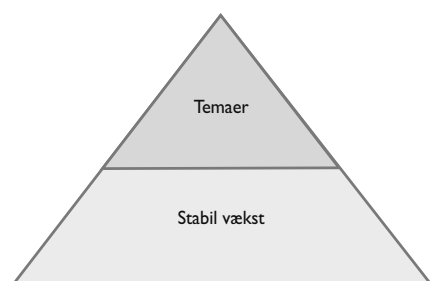
# Europa

## Resumé

I kvartalet faldt afdelingens indre værdi 1,7%, hvilket var 4,6%-point bedre end Morgan Stanleys europæiske aktieindeks. Herved har investorerne fået et afkast på 6,1% i første halvår, mens benchmark tabte 2,3%. Afdelingens stabile vækstaktier samt investeringerne i råvareselskaber stod bag den gode performance.

Vi venter fortsat, at 2010 vil være præget af svingende aktiemarkeder, indtil der er større vished om styrken af det økonomiske opsving i Europa og resten af verden. Den lave rente og svækkelsen af euroen har en positiv indvirkning på væksten i Europa, hvorimod de finanspolitiske stramninger trækker i modsat retning.

Den generelt svage efterspørgsel efter gas i Europa har fået os til at sælge Gazprom. Herudover er Nokia blevet solgt efter nedjustering af indtjeningsforventningerne og udskydelse af produktlanceringer. Vi har i stedet valgt at købe Temenos, der er et af Europas mest interessante softwareselskaber.



## Afkast i 2. kvartal

Kvartalet bød på svingende og faldende markeder, men det lykkedes afdelingen at begrænse tabet. I kvartalet faldt afdelingens indre værdi med 1,7%, hvilket var 4,6%-point bedre end Morgan Stanleys europæiske aktieindeks, som faldt 6,3%. Herved har afdelingens investorer fået et afkast på 6,1% i første halvår, mens de europæiske markeder tabte 2,3%. Den gode udvikling kan fortsat tilskrives en række af afdelingens stabile vækstaktier, hvor især Novo Nordisk, Nestlé, Swedish Match og BAT udmærkede sig. Guldmineselskabet Petropavlovsk og ferrochrome-producenten ENRC har også haft en gunstig kursudvikling, mens Nokia har været den største skuffelse.

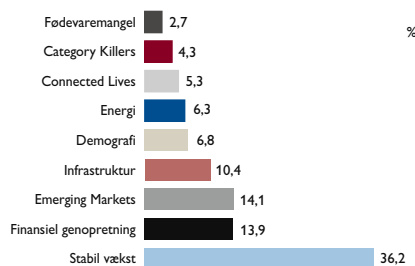
## Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

De store lande i EU er nu i gang med at gennemføre store økonomiske stramninger, som skal rette op på landenes budgetunderskud. De europæiske politikere ser ud til at stå sammen. Dette taler for, at krisepakkerne skal afvikles, og at der skal fokuseres på en nedbringelse af underskud og gæld. Der vil være tale om store besparelser på de offentlige udgifter, og der vil også blive skruet op for skatterne. I Storbritannien vil der blive fokus på reform af det offentlige løn- og pensions-system, og der vil formentlig blive indført skat på kapitalgevinster ved salg af bolig samt introduktion af en ny skat på bankernes indtjening. Det er værd at bemærke, at banksektoren også vil have modvind fra politisk side med risiko for stigende regulering. Afdelingen har derfor stadig en meget lille eksponering til sektoren.

## EUR/USD valutakurs



## Temaoversigt pr. 30.06.2010



## Forventninger til Europa

Vores hovedscenarie er fortsat, at 2010 vil være præget af svingende aktiemarkeder, indtil der er større vished om styrken af det økonomiske opsving i Europa og globalt.

Den lave rente og svækkelsen af euroen har en positiv indvirkning på væksten i Europa, hvorimod de finanspolitiske stramninger trækker i modsat retning. Væksten i den europæiske økonomi vil derfor næppe overstige de 1-2% for 2010 og 2011. Lokomotivet vil være Tyskland, mens det er op ad bakke for bl.a. Sydeuropa.

Vi finder fortsat mange attraktive selskaber. Specielt de store stabile vækstselskaber er attraktivt prisfastsat.

Besparelserne på de offentlige udgifter kommer til at gøre ondt, men trods besparelserne vil den offentlige gæld fortsat stige, idet Storbritanniens budgetunderskud er meget højt (over 10% af BNP). Målet med strammingerne er selvfølgelig at undgå den gældsfælde, som Grækenland er havnet i. For mange af de lande, som er med i euroen, besværliggøres denne proces af, at de ikke har mulighed for at devaluere deres valutaer. Det underliggende problem i Europa er, at flere lande er faldet håbløst bagud, hvad angår konkurrenceevne – ikke kun over for ”lavomkostningslande” som Kina og Indien, men også over for Tyskland, der har haft en høj produktivitetsvækst det seneste årti.

Der er en voksende bekymring for, at de mange besparelser vil få Europa til at falde tilbage i recessionen, hvilket bedst kan illustreres af den seneste store svækkelse af euroen. Omvendt er den svage euro særdeles positiv for Europas eksportvirksomheder, som udgør kernen af afdelingens investeringsstrategi. Cirka halvdelen af porteføljen består af stabile vækstselskaber. Der er tale om store multinationale selskaber, hvor mange har betydelig eksponering til væksten i emerging markets. Selskaberne har stærke balancer og genererer høje og stabile pengestrømme (frit cash flow) – faktisk er flere af selskaberne så velfunderede, at de kan låne på niveau eller billigere end de lande, som de er hjemmehørende i. Den gode nyhed er, at på grund af den lave tiltro til den globale økonomi, så er selskaberne meget attraktivt prisfastsat.

Foruden kernen af stabile vækstselskaber består porteføljen af en række investeringer i temaer, hvor vi ser et langsigtet attraktivt potentiale. De største temaer er Emerging Markets og Infrastruktur, som hver udgør godt 10% af porteføljen. Det er vores forventning, at væksten vil forblive på et højt niveau i både Asien og Latinamerika. Begge regioner drives af store investeringer i infrastruktur og stigende forbrugsmuligheder for den voksende middelklasse.

## Omlægninger i kvartalet

Den svage efterspørgsel efter gas og elektricitet i Europa har fået os til at sælge **Gazprom**. På længere sigt er vi også bekymret for, hvorvidt minoritetsaktionærene får deres del af afkastet på grund af Gazproms meget store investeringsprogram, som kommer til at tage størstedelen af den fremtidige indtjening.

**Nokia** er blevet solgt efter nedjustering af indtjeningsforventningerne og udskydelse af produktlanceringer. Vores forventning om, at Nokia skulle komme tilbage med en konkurrencedygtig smartphone i mellemsegmentet har desværre ikke holdt stik. Vi købte aktien som eksponent til den kraftigt stigende penetration af smartphones verden over, og vi må konstatere, at der er en reel langsigtet risiko for, at Nokia ikke i tilstrækkelig grad får gavn af denne trend. Truslen i både ”high end” fra blandt andet Apple og i ”low end” fra Android-baserede telefoner i særligt emerging markets giver Nokia enorme udfordringer.

Vi har i stedet valgt at købe **Temenos**, et af Europas mest interessante softwareselskaber. Selskabet har base i Schweiz og har udviklet software, der bruges af over 1.000 banker verden over. Temenos’ kerneprodukt øger kundernes indtjening, idet omkostninger til udvikling og vedligeholdelse af egne systemer reduceres betydeligt. Vi tror, at Temenos har gode muligheder for at øge salget til eksisterende og nye kunder.



## 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.

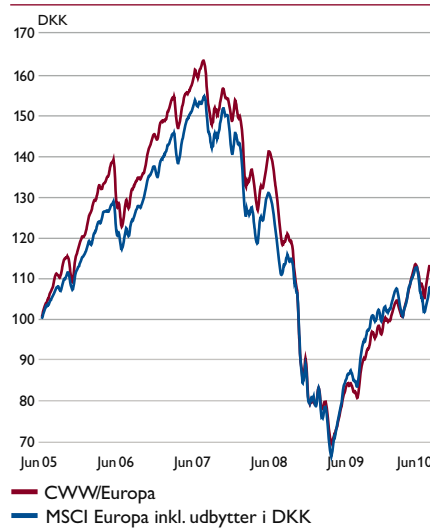
Afdelingen investerer i europæiske aktier og kan endvidere investere op til 30% i Østeuropa uden for EU, herunder potentielle kandidater til optagelse i EU samt de tidligere sovjetstater.

<b>Fondskode</b>	<b>DK0010312529</b>
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	32,0	-32,4	4,6	-	2,0
Benchmark*	21,1	-32,3	0,1	-	0,9
Europa merafkast ift. benchmark*	10,9	-0,1	4,5	-	1,1

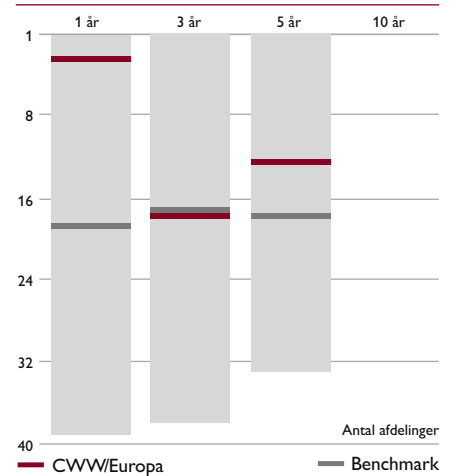
Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	20,0	17,2	-	17,0
Std.afv. % p.a. benchmark*	20,6	17,3	-	17,2
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	-0,8	-0,1	-	0,0

### Afkastudvikling (start indeks 100)



Nøgletal	30.06.10	31.03.10
Formue (i 1.000 kr.)	151.624	174.448
Cirkulerende andele stk.	1.589.063	1.771.063
Udbytte	1,50	0,00
Indre værdi	95,42	98,50
Officiel kurs	94,84	98,10

### Placering i IFR's afkaststatistik



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

### Aktieporteføljen pr. 30.06.2010

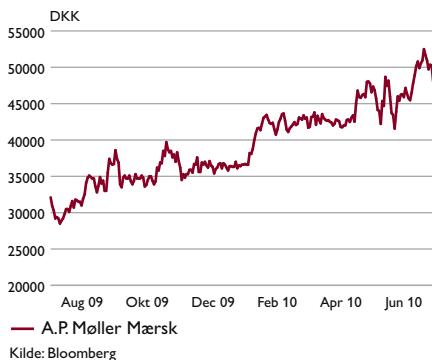
	Norden	UK og Irland	Centraleuropa	Sydeuropa	Østeuropa	Total	Benchmark*
<b>Energi</b>		BG Group 3,7 Tullow Oil 2,6				6,3	9,9
<b>Råvarer</b>		Eurasian Natural Resources 2,9 Petropavlovsk 5,3	Holcim 4,6 Syngenta 2,7			15,5	9,5
<b>Industri og service</b>	DSV 4,3		Linde 2,0 Siemens 4,0	Prysmian 1,8		12,1	10,5
<b>Forbrugsgoder - cykliske</b>				Ebro Puleva 4,9		4,9	8,2
<b>Forbrugsgoder - defensive</b>	Swedish Match 5,3	BAT 6,6 Diageo 2,9	Nestlé 7,0	Jeronimo Martins 4,7		26,5	13,2
<b>Medicinal</b>	Novo Nordisk B 4,2		Roche 2,6			6,8	10,8
<b>Finans</b>		Prudential 2,6 Standard Chartered 3,2	Allianz 3,7 Zurich Financial Services 4,2		Türkiye Garanti Bankasi 2,7	16,4	22,6
<b>Informationsteknologi</b>			SAP 2,8 Terminos Group 3,4			6,2	3,0
<b>Telekommunikation</b>		Vodafone 5,3				5,3	6,7
<b>Koncessioneret service</b>						0,0	5,6
<b>Andet</b>						0,0	0,0
<b>Total</b>	13,8	35,1	37,0	11,4	2,7	100,0	-
<b>Benchmark*</b>	9,0	33,6	46,6	10,8	-	-	100,0

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



# Danske Aktier

## Kursudvikling A.P. Møller Mærsk



## Kursudvikling GN Store Nord



## Resumé

Afdeling Danske Aktier gav et afkast på +0,1% og outperformede derved det danske aktiemarked med 2,2%-point i 2. kvartal 2010. I år er afkastet 11%, mens indekset er steget 8,8%. Uoverensstemmelse mellem mikro- og makroøkonomien gør, at vi forventer fortsat volatile aktiemarkeder i den kommende periode. Vi vil benytte eventuelle tilbagefald til at købe yderligere op i gode og billige aktier.

## Afkast i 2. kvartal

Det danske aktiemarked faldt med 2,1% i kvartalet. Stigende nervøsitet om Grækenlands dårlige økonomiske situation fik investorernes risikoaversion til at stige betragteligt. Frygten for et sammenbrud af euroen og en meget uoverskuelig økonomisk situation i Europa fik negative konsekvenser for store dele af verdens aktiemarkeder. Det danske aktiemarked er således faldet med små 10% fra det højeste niveau i år, men har set over hele 2. kvartal klaret sig bedre end det europæiske aktiemarked, der er faldet 6% i kvartalet. I år er afkastet 11%, mens indekset er steget 8,8%.

Afdeling Danske Aktier gav i 2. kvartal et afkast på +0,1%, hvilket var 2,2%-point bedre end det generelle danske aktiemarked, der faldt med 2,1%. Et tilfredsstillende resultat i betragtning af den stigende volatilitet og porteføljens fortsatte overvægtede eksponering i cykliske aktier.

Aktiemarkedet var og er fortsat fanget i en lidt usædvanlig situation nemlig den, at den selskabsspecifikke udvikling er rigtig god og tilsiger stigende aktiekurser, mens den makroøkonomiske situation er noget mere usikker og tilsiger let faldende aktiekurser. Selskaberne har god kontrol med omkostningerne og ordrebøgerne er igen begyndt at vokse. Makroøkonomisk ser opsvinget dog noget svagere ud, og gældsproblematikken og usikkerheden om den fremtidige regulering af bankerne gør, at aktiemarkederne p.t. er ”fastlåst” i et trading range.

De bedste aktier i Danmark har været GN Store Nord, William Demant og NovoNordisk, mens man blandt de dårligste finder selskaber som NeuroSearch, Amagerbanken og Genmab. Her findes også en del af forklaringen på afdelingens gode performance. Vi har således været overvægtet i GN Store Nord og NovoNordisk, men ikke været investeret i de dårligst performende selskaber overhovedet.

## Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Stock-picking er den vigtigste faktor i vores aktieudvælgelse, mens branche- og tematiske betragtninger bliver brugt som supplement i investeringsbeslutningen. I et lille investeringsunivers som det danske aktiemarked vil det altid være en vur-

dering af det enkelte selskabs konkrete fremtidsperspektiver og aktiens relative vurdering, der ligger til grund for, om aktien indgår i vores portefølje.

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

Vi fokuserer grundlæggende på det langsigtede perspektiv i vores investeringsstrategi, da de kortsigtede udsving i såvel økonomien som på aktiemarkedet er meget svære at forudsige. Det betyder, at vi vil benytte eventuelt faldende kurser til at købe op i selskaber, der har en langsigtet interessant forretningsmodel, forudsat at vi kan købe aktierne til en fornuftig pris.

Mange selskaber har et stort fremtidigt potentiale, men det er ikke alle selskaber, som har en tilstrækkelig stærk balance til at overleve krisen og/eller kunne udnytte den til deres fordel. Vi fokuserer derfor tillige meget på at forstå selskabernes indtjeningsstabilitet og gældsætning for at være sikker på, at selskaberne evner at kunne modstå den nuværende krise i en længere periode.

## Forventninger til Danske Aktier

Vi forventer fortsat volatile aktiemarkeder i den kommende periode.

Aktiemarkederne vil sandsynligvis fortsætte den uensartede tendens en tid endnu, da det ikke står helt klart, hvilken retning verdensøkonomien er på vej i.

Vi forventer, at de danske selskaber generelt vil præsentere nogle flotte 2. kvartalsregnskaber, idet alt peger på, at omkostningskontrollen er vedligeholdt, og at der så småt er begyndt at komme gang i omsætningsvæksten.

Det danske aktiemarked er efter det seneste fald igen prisfast sat attraktivt, og såfremt den makroøkonomiske usikkerhed aftager, vil aktiemarkedet igen kunne stige.

Vi benytter den igangværende konsolidering til at samle op i de langsigtede attraktive aktier, som måtte blive billige grundet den kortsigtede usikkerhed.

## Omlægninger i kvartalet

Den overordnede sammensætning af porteføljen er ikke ændret i løbet af kvartalet.

Vi har valgt at investere 2% af formuen i **Chr. Hansen** i forbindelse med børsnoteringen af selskabet. Selskabet er markedsledende i en strukturel voksende niche i den globale fødevarerindustri. Selskabets forretning er opdelt i tre divisioner. Cultures & Enzymes Division producerer og sælger innovative løsninger inden for kulturer, enzymer og probiotiske produkter, der forbedrer kvaliteten af en række fødevarer. Health & Nutrition Division producerer og sælger probiotiske produkter, som er mikroorganismer, der er almindeligt anerkendt for at have en positiv indvirkning på det generelle velvære. Colors & Blends Division leverer naturlige farveløsninger til føde- og drikkevarerindustrien samt funktionelle blandinger, der forbedrer kvalitet og smag af forarbejdet kød. Vi mener, at selskabet har potentiale til at øge indtjeningen i de kommende år, uden at verdensøkonomien nødvendigvis skal forbedres, og aktien er derfor en velkommen defensiv investering i vores portefølje.

Beholdningen af **TK Development** er halveret, idet udsigterne til en forbedring af markedet for indkøbscentre lader til at gå meget langsomt, og vi har vurderet, at pengene kan investeres bedre andre steder.

Endelig har vi reduceret marginalt i **NovoNordisk**, **A.P. Møller Mærsk**, **DSV** og **GN Store Nord** som følge af spredningsreglerne.

## Investeringsfilosofi

Afdelingens målsætning er at skabe en langsigtet høj værditilvækst, der overstiger markedsafkastet med en moderat risiko på niveau eller under markedsrisikoen. Den stigende internationalisering af markederne har en betydelig effekt på det danske aktiemarked, hvilket medfører, at specielt de større danske aktier i høj grad prisfastsættes af internationale investorer. Derfor er det vigtigt at forstå de internationale trends, der påvirker de udenlandske investorer adfærd.

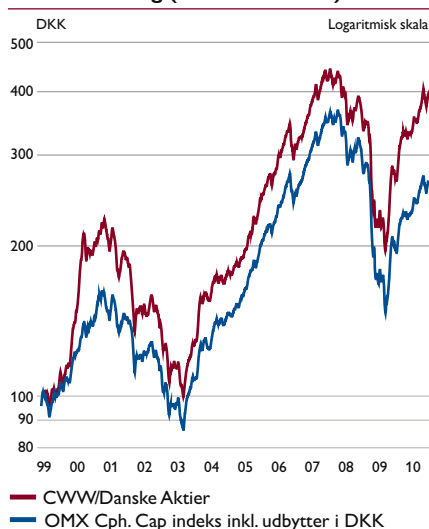
Erfaringerne fra afdeling Globale Aktier har vist, at en portefølje med få aktier giver mulighed for et mere indgående kendskab til hver enkelt aktie. Risikoen i porteføljen kan kvalitativt holdes på et lavt niveau, når det sikres, at kvaliteten er høj i hver enkelt aktie. Disse erfaringer drager vi nytte af ved forvaltning af afdeling Danske Aktier. Afdelingens ansvarlige porteføljeforvaltere indgår i et tæt og åbent samarbejde med forvalterne af foreningens øvrige afdelinger. Afdelingen investerer fortrinsvis i selskaber noteret på OMX Den Nordiske Børs København.

<b>Fondskode</b>	<b>DK0010249655</b>
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	37,4	-11,7	51,7	95,6	12,1
Benchmark*	29,3	-27,2	27,3	85,4	8,4
Danske Aktier merafkast ift. benchmark*	8,1	15,5	24,4	10,2	3,7

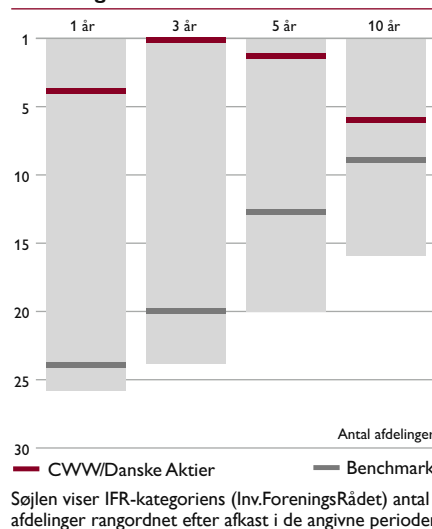
Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	26,7	22,5	21,7	21,5
Std.afv. % p.a. benchmark*	26,1	21,9	20,1	19,1
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	-0,3	0,2	0,2	0,4

### Afkastudvikling (start indeks 100)



Nøgletal	30.06.10	31.03.10
Formue (i 1.000 kr.)	410.523	413.124
Cirkulerende andele stk.	2.403.473	2.421.262
Udbytte	0,00	0,00
Indre værdi	170,80	170,62
Officiel kurs	171,56	169,49

### Placering i IFR's afkaststatistik



### Aktieporteføljen pr. 30.06.2010

	Cyklisk vækst	Stabil vækst	Finansiell vækst	Total	Benchmark*
<b>Energi</b>				0,0	0,5
<b>Råvarer</b>		Novozymes 5,1		5,1	6,9
<b>Industri og service</b>	A.P. Møller-Mærsk 10,2 Vestas Wind Systems 8,7 FLSmidth 4,9 NKT 3,3 G4S 5,1 DSV 4,5			36,7	27,0
<b>Forbrugsgoder - cykliske</b>	North Media 1,9			1,9	1,7
<b>Forbrugsgoder - defensive</b>	IC Companys 0,9	Carlsberg 1,3 Chr. Hansen Holdning 2,4 Danisco 2,7		7,3	12,6
<b>Medicinal</b>		Novo Nordisk 10,5 Coloplast 4,7 William Demant 1,6 GN Store Nord 4,6		21,4	21,9
<b>Finans</b>	TK Development 0,5		Danske Bank 9,4 Topdanmark 4,2 Jyske Bank 4,2 TrygVesta 2,8 Sydbank 2,8	23,9	23,9
<b>Informationsteknologi</b>	SimCorp 3,7			3,7	1,0
<b>Telekommunikation</b>				0,0	4,4
<b>Koncessioneret service</b>				0,0	0,1
<b>Andet</b>				0,0	0,0
<b>Total</b>	43,7	32,9	23,4	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

Afdeling Østeuropa faldt i 2. kvartal 4,7%, hvilket kan sammenlignes med afdelingens benchmark, der faldt 10%. År til dato er afdelingen steget 10,4% i forhold til en stigning i benchmark på 1,5%.

Ubalancerne i den vestlige verden er endnu ikke adresseret, hvilket skaber usikkerhed om konjunkturudviklingen fremover. Under alle omstændigheder tilbyder de vestlige økonomier lave vækstudsigter i mange år endnu. Omvendt er de fleste udviklingsøkonomier kommet godt gennem finanskrisen, om end tilpasningen for visse økonomier i specielt Central- og Østeuropa var hård. Der er nu igen god tilvækst i de vigtigste østeuropæiske lande, herunder Rusland og Tyrkiet, der forventes at vokse 5-7 % i år. Største usikkerhed er den negative påvirkning fra vesten. Efter de store stigninger fra bunden i 2009 har vi kun moderate forventninger til afkastet. Vi har brugt de seneste kvartaler til at luge ud i porteføljens svagere selskaber og har haft fokus på investeringer i stærke og likvide selskaber, der vil kunne modstå, hvis de vestlige økonomier igen havner i en recession.

Det er vores overbevisning, at udviklingsøkonomierne har en renaissance foran sig, og at Østeuropa fortsat er en attraktiv region for langsigtede investorer, da økonomierne og selskaberne eksponeret til regionen strukturelt vil vokse meget hurtigere end selskaber i Europa og USA.

## Modgang for østeuropæiske aktiemarkeder

Efter et år med meget kraftige stigninger mødte de globale aktiemarkeder modgang, og langt de fleste aktiemarkeder faldt i 2. kvartal. Baggrunden herfor var dels usikkerhed om konjunkturopgangen i USA, gældsproblemer i Europa og bekymring om effekterne af en stramning af den økonomiske politik i Kina. Afdeling Østeuropa faldt i 2. kvartal 4,7%, hvilket kan sammenlignes med afdelingens benchmark, der faldt 10%. År til dato er afdelingen steget 10,4% i forhold til en stigning i benchmark på 1,5%.

Baggrunden for afdelingens pæne relative afkast er dels, at afdelingen stort set ingen investeringer har i Polen, Ungarn og Tjekkiet, markeder der er mere negativt påvirket af problemerne i Vesteuropa, og dels har nogle gode investeringer i selskaber som f.eks. det russiske jernbaneselskab Globaltrans, der kom i porteføljen i slutningen af 2009, og siden da er steget ca. 95%. Derudover steg guldmineselskabet Anatolia Minerals, en aktie der blev købt i 2. kvartal (se nedenfor), 29% i kvartalet. Endelig fortsatte Petropavlovsk med at outperforme med en stigning på 9% drevet af den stigende guldpris samt tiltro til, at selskabet vil skabe værdi for aktionærene ved at udvikle selskabets jernmalmsressourcer. Den eneste rigtig negative aktie i kvartalet var Regal Petroleum, der faldt 38% som følge af produktionsproblemer, og vi solgte i den forbindelse aktien.

## Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Afdelingens investeringer er gennem de seneste kvartaler blevet justeret lidt mere i tematisk retning, og salget af illikvide aktier er mere eller mindre blevet tilendebragt. Strukturen i porteføljen kan kort skitseres som eksponering til indenlandsk efterspørgsel i Rusland og Tyrkiet, råvareefterspørgsel fra udviklingsøkonomierne samt investering i guldmineselskaber, der er en forsikring mod fortsat finansiell ustabilitet, se også temaartiklen i denne kvartalsorientering.

Grundet tilstedeværelsen af gode selskaber til attraktive priser fastholder vi en høj investeringsvægt i Tyrkiet og Rusland. Afdelingen vil fastholde den lille eksponering til centraleuropa endnu et stykke tid. Det er uklart, hvorledes Ungarn kommer gennem recessionen, mens det er svært at finde attraktivt prisfastsatte aktier i Polen.

## Omlægninger i kvartalet

Gennem 2. kvartal er en række mindre likvide positioner blevet solgt. Disse er **Black Earth Farming, East Capital Financials Fund, A&D Pharma, BPT Secura** og **Regal Petroleum**. Desuden er **BIM** og **Comstar** blevet solgt.

Afdelingen har gennem kvartalet investeret i **Anatolia Minerals**. Anatolia er et canadisk indregistreret guldmineselskab, der ejer Copler guldminen i det centrale Tyrkiet. Minen står foran en produktionsstart i 4. kvartal 2010, og vi forventer, at selskabet vil kunne producere 175.000 oz. guld om året med produktionsomkostninger på ca. 300 USD pr. oz., hvilket betyder, at selskabet vil generere et operationelt cash flow på ca. 150 mio. USD pr. år ved den nuværende guldpris på ca. 1.200 USD/oz. Med en markedskapitalisering på 750 mio. USD er Anatolia blandt verdens lavest prisfastsatte guldmineselskaber.

Afdelingen har ligeledes investeret i **Tyrkie Sinai Kalkinma Bankasi** (TSKB), en privat investerings- og udviklingsbank. TSKB tilbyder bl.a. langsigtet finansiering til små og mellemstore virksomheder samt infrastrukturinvesteringer i Tyrkiet. Typisk finansierer banken sig gennem multilaterale organisationer som f.eks. Verdensbanken og den Europæiske Investeringsbank, hvilket giver lave finansieringsudgifter. TSKB har gennem årene haft en meget god kreditvurdering, der sammen med statsgarantier for en del af lånemassen har betydet, at selskabet stort set ikke har nogle dårlige lån. Selskabet er velkapitaliseret, men til trods herfor leverer selskabet et afkast på egenkapitalen på 20%. Vi mener, at værdiansættelsen af banken, der handles på en kurs/indre værdi på 1, er alt for lav.

Endelig har vi købt det ungarske olieselskab **MOL**, da vi som følge af god efterspørgsel forventer stigende raffinaderimarginer på specielt diesel, som er et af selskabets hovedprodukter. Desuden har MOL købt sig ind i det kroatiske olieselskab INA, hvilket giver MOL eksponering til olieproduktionsvækst i Kroatien og Syrien. Endelig har selskabet olielicenser i det nordlige Irak, felter som vi har meget store forventninger til over de kommende år, og som vil kunne forvandle MOL fra primært et raffinaderiselskab til et mere integreret olieselskab. Denne mulige udvikling er ikke reflekteret i aktiekursen, der prisfastsætter selskabet til 7 gange 2011 indtjeningen.

## Forventninger til Østeuropa

Netop nu er der stor usikkerhed om, hvorvidt verdensøkonomien er i bedring, eller om vi på vej mod endnu en recession i den vestlige verden. Med meget store kursstigninger fra bunden i 2009 og de nuværende svaghestegn i de globale aktiemarkeder er vores forventninger til de østeuropæiske aktiemarkeder resten af 2010 moderate. De fleste aktiemarkeder – med undtagelse af det tyrkiske og russiske – er ikke længere billige med mindre væksten overrasker meget positivt, hvorfor vi forventer store kursudsving i månederne fremover.

Vi vurderer, at de østeuropæiske markeder er attraktivt prisfastsat for en langsigtet investor.

Vores målsætning er, at afdelingens fokuserede investeringsstil kan bidrage til et bedre afkast end markedets.

## 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.

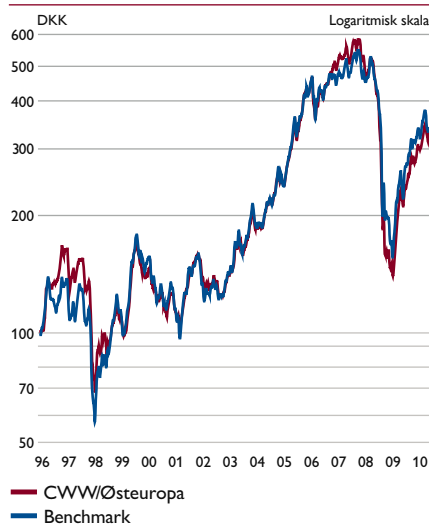
<b>Fondskode</b>	<b>DK0015945166</b>
Afdelingens start:	07.11.1996
Læs mere på:	www.cww.dk/cee

Afkast/Merafkast i %	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Østeuropa	42,9	-40,0	16,8	131,6	8,9
Benchmark*	39,6	-33,7	19,7	131,5	9,1
Østeuropa merafkast ift. benchmark*	3,3	-6,3	-2,9	0,1	-0,2

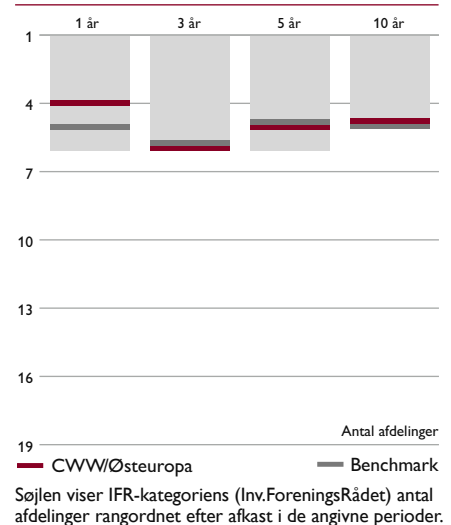
Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	40,0	34,1	28,1	31,3
Std.afv. % p.a. benchmark*	36,3	31,6	29,3	32,9
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	-0,5	0,0	0,2	0,2

Nøgletal	30.06.10	31.03.10
Formue (i 1.000 kr.)	750.015	817.719
Cirkulerende andele stk.	3.102.772	3.222.322
Udbytte	0,00	0,00
Indre værdi	241,72	253,77
Officiel kurs	239,87	249,53

### Afkastudvikling (start indeks 100)



### Placering i IFR's afkaststatistik



### Aktieporteføljen pr. 30.06.2010

	Ungarn	Tjekkiet	Polen	Rusland	Andre lande	Total	Benchmark*
<b>Energi</b>	MOL Magyar 3,0			Gazprom 9,5 Lukoil 5,7	Dragon Oil 7,2 Kazmunaigas Exp. 4,7	30,1	39,9
<b>Råvarer</b>				Uralkali 3,9 Petropavlovsk 10,0	Uranium One 2,0 Eurasian Natural Resources 3,8 Anatolia Minerals 4,1	23,8	10,3
<b>Industri og service</b>			Budimex 2,0	Open Investments 1,2 Globaltrans Investment 4,7	Reysas Logistics 2,9	10,8	0,4
<b>Forbrugsgoder - cykliske</b>				Magnit 4,8		4,8	1,1
<b>Forbrugsgoder - defensive</b>						0,0	2,0
<b>Medicinal</b>						0,0	1,6
<b>Finans</b>					GarantiBank 6,1 Turkiye Sinai Kalkinma Bank 2,8 Halyk 3,2 Sinpas Gayrimenkul 2,6	14,7	27,2
<b>Informationsteknologi</b>						0,0	0,7
<b>Telekommunikation</b>				North-West Telecom 3,2 MTS 5,4 Sibirtelecom 1,7		10,3	8,1
<b>Koncessioneret service</b>				EOS 5,5		5,5	8,7
<b>Andet</b>						0,0	0,0
<b>Total</b>	3,0	0,0	2,0	55,6	39,4	100,0	-
<b>Benchmark*</b>	7,7	7,5	25,0	59,8	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

Afdelingens fokus på større og velkapitaliserede vækstselskaber har båret frugt i indeværende år. Specielt afdelingens store investering i Apple har givet et godt bidrag til afkastet. Verdensøkonomien er i bedring, men usikkerheden om væksten i 2. halvår gør, at aktiemarkederne fortsat er nervøse. Afdelingen har ikke foretaget nyinvesteringer i kvartalet. Afdelingens afkast for 2. kvartal blev på 1,3% mod et negativt afkast på benchmark på -2,9%. For 1. halvår blev afkastet på 8,9% mod benchmark på 6,2%

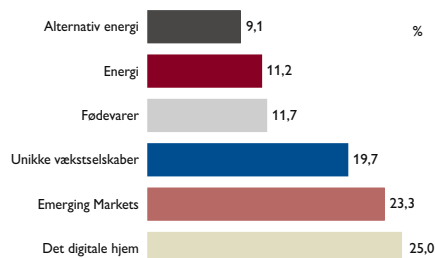
Den foreslåede fusion med afdeling Globale Aktier er nu blevet endeligt vedtaget af medlemmerne. Fusionsplanen afventer Finanstilsynets endelige godkendelse. Den 8. september 2010 er fastsat som foreløbig fusionsdato.

### Fokus på velpolstrede vækstaktier bar frugt

De positive takter med stigende kurser og begyndende optimisme, som kunne noteres i årets første kvartal, fortsatte ikke i 2. kvartal 2010. Usikkerheden om den økonomiske vækst i 2. halvår og bekymringer om de store offentlige underskud i den vestlige verden gør, at virksomhederne fortsat er tilbageholdende med at ansætte. Det lægger en dæmper på privatforbruget og skaber usikkerhed om holdbarheden af det økonomiske opsving. I et sådant miljø er investorerne tilbageholdende og aktiekurserne havde da også retning den forkerte vej i 2. kvartal 2010. Afdelingen har fortsat fokus på velkapitaliserede vækstselskaber, et gennemgående tema i porteføljen i de seneste år, hvilket bar frugt i 2. kvartal. Afdelingens afkast for 2. kvartal blev på 1,3% mod et negativt afkast på benchmark på -2,9%. For 1. halvår blev afkastet på 8,9% mod benchmark på 6,2%

Afdelingens bedste investering i kvartalet var den kinesiske fødevarereproducent Want Want. I en tid hvor de kinesiske myndigheder forsøger at dæmpe væksten, er Want Want's defensive kvaliteter i høj kurs blandt investorerne. Aktien steg 34,6% i kvartalet. Amerikanske Quanta Services, der installerer højspændingskabler, og Apple var blandt de bedste aktier i kvartalet. Disse aktier steg med henholdsvis 19,1% og 18,3%. Oven på oliekatstrofen i Den Mexicanske Golf er der igen kommet fokus på alternativ energi. En udbygning af sol og vind kræver massive investeringer i transmissionsnettet, hvilket vil gavne selskaber som Quanta Services. Apple har med lanceringen af tablet computeren, Ipad, igen bevist, at de er i stand til at skabe nye og meget succesfulde produktkategorier. Samtidig har Apple netop lanceret den seneste generation af deres smartphone, iPhone 4G, som cementerer, at Apple er foran konkurrenterne i det meget attraktive marked for dyre mobiltelefoner.

### Temaoversigt pr. 30.06.2010





### Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Afdelingen har gennem en årrække haft fokus på vækstselskaber med solide balancer og stabilt frit cash flow. Disse selskaber har indimellem ikke leveret konkurrencedygtige afkast. Set over en længere periode er disse aktier mere stabile, og de vil også på sigt være i stand til at levere konkurrencedygtige afkast. Dette har kunnet konstateres i indeværende år, hvor afdelingens investeringer har udvist en relativt stabil udvikling, og afkastet er bedre end sammenligningsgrundlaget. Afdelingen er investeret i følgende temaer: Emerging Markets (23,3%), Det digitale hjem (25,0%), Alternativ energi (9,1%), Unikke vækstselskaber (19,7%), Energi (11,2%) og Fødevarer (11,7%).

### Omlægninger i kvartalet

Der er ikke foretaget omlægninger i kvartalet. Afdelingens investering i den kinesiske udbyder af internetspil og sms services, Tencent, er blevet afhændet efter en skuffende udvikling. Usikkerhed om en kommende lovgivning om betalingssystemer på internettet samt tvivlsomme transaktioner i selskabets aktier foretaget af selskabets stifter gjorde, at usikkerheden blev for stor og investeringen blev derfor solgt.

### Fusion med afdeling Globale Aktier

Den foreslåede fusion med afdeling Globale Aktier er nu blevet endeligt vedtaget af medlemmerne. Fusionsplanen afventer Finanstilsynets endelige godkendelse. Den 8. september 2010 er fastsat som foreløbig fusionsdato under forudsætning af Finanstilsynets godkendelse. Dette betyder, at afdeling Emerging Growth forventes at have sidste handelsdag som selvstændig afdeling den 7. september 2010. Medlemmerne vil så pr. 10. september få ombyttet deres andele til andele i afdeling Globale Aktier, som modsvarer værdien af andelene i afdeling Emerging Growth.

## Investeringsfilosofi

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

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

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

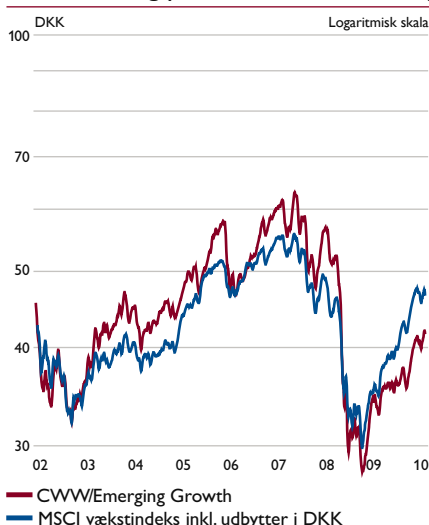
Nøgletal	30.06.10	31.03.10
Formue (i 1.000 kr.)	60.932	62.469
Cirkulerende andele stk.	1.494.285	1.551.285
Udbytte	0,00	0,00
Indre værdi	40,78	40,27
Officiel kurs	41,45	40,40

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

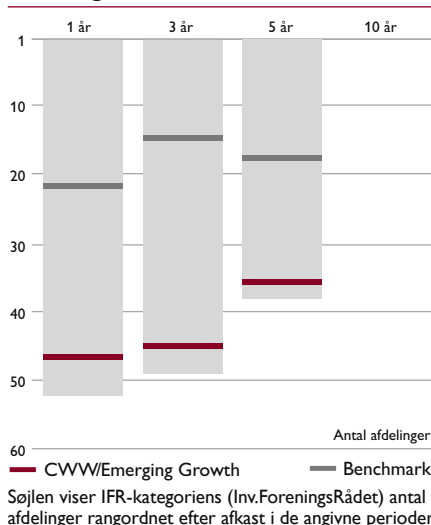
Afkast/Merafkast i %	1 år	3 år	5 år	7 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Emerging Growth	19,7	-33,1	-14,7	10,5	-7,9
Benchmark*	26,7	-18,2	2,9	-	-
Emerging Growth merafkast ift. benchmark*	-7,0	-14,9	-17,6	-	-

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	25,6	22,4	-	21,2
Std.afv. % p.a. benchmark*	18,0	15,2	-	14,9
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	-0,6	-0,3	-	-0,2

### Afkastudvikling (start vækstaktier indeks 45)



### Placering i IFR's afkaststatistik



### Aktieporteføljen pr. 30.06.2010

	USA & Canada	Storbritannien	Kontinentaleuropa	Japan	Øvrige Fjernøsten	Emerging Markets	Total
<b>Energi</b>	Quanta Services 3,3 Enernoc 3,4		ABB 4,5				11,2
<b>Alternativ energi</b>	First Solar 2,5		Novozymes 4,4 Vestas Wind Systems 2,2				9,1
<b>Fødevarer</b>	Potash 3,5 Deere & Co 4,3		Syngenta 3,9				11,7
<b>Unikke vækstselskaber</b>	McDonalds 3,4 Bucyrus International 2,2	Petropavlovsk 2,1	Novo Nordisk 4,6 Synthes 2,0 Unibet Group 2,4 DSV 3,0				19,7
<b>Det digitale hjem</b>	Apple Computer 9,3 Qualcomm 2,5 EMC 2,5 Activision Blizzard 3,4 Microsoft 4,0				Taiwan Semiconductor 3,3		25,0
<b>Emerging Markets</b>			Holcim 4,2		Want Want 3,9 Hang Lung Property 3,0 Pantaloons Retail 3,1 HDFC 5,1 Standard Chartered 4,0		23,3
<b>Andet</b>							0,0
<b>Total</b>	44,3	2,1	31,2	0,0	22,4	0,0	100,0
<b>Benchmark*</b>	54,0	11,1	18,6	10,3	6,0	0,0	-

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

# Investeringsforeningen Carnegie WorldWide

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

Fokus er nøgleordet, fordi det skaber topmotivation, overblik og mulighed for at gå i dybden. De ingredienser, der efter vores erfaring skal til for at skabe ekstraordinære langsigtede investeringsresultater til de 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 14. juli 2010. Kvartalsorienteringen for 2. kvartal er offentliggjort på [www.cww.dk](http://www.cww.dk) den 16. juli 2010 og udsendt til alle medlemmer den 30. juli 2010.

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](http://www.cww.dk) under menupunktet Information & materiale – Prospekter & vedtægter.

# Fokus!

**INVESTERINGSFORENINGEN CARNEGIE WORLDWIDE**

Dampfærgevej 26 · DK-2100 København Ø

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

[www.cww.dk](http://www.cww.dk)