



## Investeringsforeningen Carnegie WorldWide – halvårsrapport 2008.

Bestyrelsen har på bestyrelsesmødet den 21. august godkendt foreningens halvårsrapport for 1. halvår 2008.

### Finans- og boligkrise prægede aktiemarkederne i 1. halvår 2008

1. halvår 2008 blev en fortsættelse af udviklingen fra 2. halvår 2007 med fortsatte kursfald på aktiemarkederne. De globale aktiemarkeder faldt 17% i 1. halvår. Den internationale finanskriser er blevet forværret. Priserne på det amerikanske boligmarked fortsætter med at falde, hvilket giver yderligere tab og afskrivninger i finanssektoren. Dette betyder, at bankerne er meget tilbageholdende med ny kreditgivning. Oven i dette begynder de høje energipriser at slå igennem på inflationsudviklingen, og forbrugerne oplever mindre råderum til øvrigt forbrug. De seneste tal fra Danmarks statistik viser således, at den danske økonomi nu teknisk set er i recession. En kombination af svag vækst og stigende inflation er normalt ikke en god kombination for aktiemarkederne, hvilket da også er baggrunden for aktiekursfaldene.

Afkastet i de administrerede aktieafdelinger for 1. halvår 2008 var præget af de store kursfald på aktiemarkederne. Aktieafdelingerne tabte typisk omkring 15%. Afdeling Emerging Growth klarede sig bedst med et fald på 9%, mens det gik værst for afdeling Asien med et fald på 32%. I forhold til benchmark skilte afdeling Globale Aktier, Europa, Danske Aktier og Emerging Growth sig positivt ud med merafkast i forhold til de respektive benchmark.

Obligationsmarkederne oplevede stigende renter på grund af den stigende inflation, som nu ligger omkring 4% i USA og Europa. De danske 10-årige statsobligationer steg 1. halvår til et renteniveau omkring 5%, og samtidig udvidede kreditspændene sig som følge af finanskrisen. Dette betød, at foreningens to obligationsafdelinger gav et afkast tæt på nul, idet de stigende obligationsrenter opvejede de løbende renteindtægter.

### Foreningens forventninger til fremtiden

Centralbankerne står over for et dilemma med svag vækst og stigende inflation. I såvel USA som i Europa er de kortsigtede inflationsforventninger steget til ca. 5%, hvorfor vi forventer, at FED har sænket sin korte rente for sidste gang i denne omgang. Omvendt tror vi, at set i lyset af de svage økonomiske udsigter og krisen i den finansielle sektor, at den amerikanske rente ikke vil blive forhøjet de næste seks måneder. I Europa venter vi en vækst på ca. 1% for 2008. Den europæiske vækst er ramt af en strammere kreditgivning, et faldende boligmarked i flere lande, den stærke euro, som hæmmer eksporten, den høje oliepris, stigende realkreditrenter samt ikke mindst nedgangen i USA. Aktuelt er der flere lande med enten negativ vækst (Italien) eller lande med næsten nulvækst (Spanien). Samtidig er de økonomiske nøgletal for Tyskland svage. Den lave vækst ventes at få inflationen til at aftage. Set i lyset heraf forventer vi, at ECB har hævet sin korte styrerente for sidste gang i denne omgang. Omvendt besværliggøres en rentesænkning af det høje inflationsniveau i forhold til ECBs målsætning om en inflation under 2%. Vi forventer, at ECB holder sin korte styrerente uforandret i resten af 2008. Vi tror, at obligationsrenterne i 2. halvår vil udvise store udsving, men da obligationsmarkederne er langt mere fair prisfastsat end for blot 3-4 måneder siden, ser vi ikke et egentligt niveauskifte.





Som vi beskrev i årsrapporten for 2007 forventede vi turbulens på aktiemarkederne i 2008, og relativt beskedne afkast for 2008. Aktiemarkederne overraskede dog negativt 1. halvår med faldet på 17%. Vi ser fortsat usikkerhed på aktiemarkederne og risiko for yderligere mindre kursfald set i lyset af usikkerheden om den økonomiske vækst, de fortsatte tab i finanssektoren, den høje oliepris og den stigende inflation. I perioder hvor vi befinder os på kanten af recession, kan man som aktieinvestor vælge sidelinjen eller prøve at anskue udsigterne i et lidt mere langsigtet perspektiv. I denne nedgang er de globale markeder nu faldet med ca. 25%. I perioder med recession er aktiemarkederne historisk i gennemsnit faldet med 20-25% fra toppen over en periode på ca. 12 måneder. Omvendt har det også været sådan, at når økonomien og markedet vender, har det efterfølgende årsafkast i gennemsnit været på lidt over 30% (målt på det amerikanske marked) i de ti recessioner, der har været siden 2. verdenskrig. Vi forventer, at det gennemsnitlige markedsafkast over de kommende år vil forblive lavt, men konkurrencedygtigt i forhold til realafkastet fra obligationer.

En risikofaktor er den stigende inflation. Stigende inflation er generelt ikke positivt for aktiemarkederne, og hvis udviklingen fortsætter, kan det give yderligere kursfald, idet markedets p/e-niveau typisk bliver lavere. Vores holdning er dog, at den nuværende råvaredeevne inflationsstigning vil aftage i takt med, at den økonomiske vækst leder til en lavere efterspørgsel, og derfor er vi mindre bekymrede for denne risiko.



## Carnegie WorldWide/Globale Aktier

### Beretning

Carnegie WorldWide/Globale Aktiers indre værdi pr. andel faldt i 1. halvår 2008 fra 595,40 kr. til 493,55 kr. Hertil kommer et udbytte på 3,25 kr. pr. andel, som blev vedtaget på den ordinære generalforsamling i april 2008. Det svarer til et negativt afkast på 16,6%. Sammenlignes afkastet med Morgan Stanley Capital Internationals (MSCI) aktieverdensindeks, der faldt 17,0% målt i danske kroner, var afkastet marginalt bedre. Vi havde jævnfør foreningens årsrapport forventninger om turbulente aktiemarkeder og moderate afkast i 2008. Forværringen af finanskrisen og den hastigt stigende oliepris, som driver inflationen op, betød, at markedsafkastene blev negative i 1. halvår. Det var afdelingens investeringer inden for infrastruktur og emerging markets, som faldt mest, mens afdelingens råvarerrelaterede investeringer klarede sig bedst.

Den overordnede porteføljestruktur er ikke blevet ændret i 1. halvår. Porteføljen er fortsat bygget op omkring en kerne af store stabile vækstselskaber, som har et stabilt voksende frit cash flow. Denne kerne udgør i dag godt halvdelen af porteføljen og består primært af nydelsesmiddelselskaber, elektricitetsselskaber, fødevarerelskaber og medicinalelskaber. Mange af disse selskaber har en betydelig eksponering til god vækst uden for USA i særligt Latinamerika og Asien. Energisektoren har en moderat overvægt, men set i sammenhæng med eksponeringen til elektricitetsværkerne Exelon, E.ON og EDF er energi eksponeringen reelt højere. Vi tror fortsat på høje energipriser drevet af behovet for nyinvesteringer i den globale energiinfrastruktur.

Som beskrevet i afsnittet "Foreningens forventninger til fremtiden" ser vi risiko for yderligere kursfald på aktiemarkederne på kort sigt. Vi ser dog gode muligheder i enkeltaktier, hvis man har en horisont på tre til fem år. Vi venter fortsat store udsving i resten af 2008. I et miljø, hvor vi befinder os på kanten af recession, er det normalt med større kursfald, men også med markante stigninger. Således er markedet i gennemsnit steget lidt over 30% fra bunden og 12 måneder frem i de ti recessioner, der har været siden 2. verdenskrig. Vi forventer, at det gennemsnitlige afkast over de kommende år vil forblive lavt, men konkurrencedygtigt i forhold til realafkastet fra obligationer.

### Afdelingens profil

Afdelingen investerer globalt i børsnoterede aktier uden nogen form for lande- eller sektorafgrænsninger. Den investeringsmæssige målsætning er at skabe et langsigtet stabilt afkast, der er højere end markedsafkastet med en risiko (målt ved standardafvigelsen) på niveau med markedets.

Det er Carnegie WorldWides erfaring, at det bedste afkast af medlemmernes formue opnås, når investeringsarbejdet baseres på følgende grundholdninger:

- **Langsigtede globale trends** er af afgørende betydning for udviklingen på de internationale kapitalmarkeder og er derfor et centralt element i investeringsarbejdet bag Carnegie WorldWides afdelinger.
- **Fokuserede porteføljer med få værdipapirer** giver bedre overblik og forbedrer muligheden for at have et indgående kendskab til hver enkelt investering. Derfor indeholder en aktieportefølje hos Carnegie WorldWide mellem 20-30 selskaber.
- **Omhyggelig "stock-picking"** øger afkastet og/eller mindsker risikoen.
- **Langsigtede tålmodige investorer** opnår det bedste afkast på lang sigt, idet tiden arbejder for det velkørende selskab, der skaber værdi til aktionærerne.



## Risiko

Investor skal være opmærksom på, at de historisk opnåede afkast på afdelingen ikke er nogen garanti for fremtidige afkast. Samtidig bør investor være opmærksom på, at der kan opstå tab i værdien af andelene i afdelingen. Afdelingen er forbundet med et risikoniveau, som over længere perioder vil ligge på niveau med det generelle aktiemarkeds risiko. Såfremt det vurderes at være hensigtsmæssigt, kan afdelingen i kortere og længere perioder have et risikoniveau, som ligger lavere eller højere end det generelle aktiemarkeds risiko.

Risiko er så vanskeligt at kvantificere, at afdelingen generelt finder kvantitative modeller mindre brugbare. Der investeres i højere grad ud fra et princip om, at en væsentlig del af risikostyringen består i et godt kendskab til de selskaber, der investeres i. Dette arbejde gøres lettere ved at have et mindre antal aktier, som følges tættere.

Afdelingen søger investeringskandidater globalt uden geografiske eller sektormæssige afgrænsninger for derved at sikre den største fleksibilitet til at investere i de mest interessante selskaber. Denne fleksibilitet på tværs af lande og sektorgrænser samt det begrænsede antal selskaber giver mulighed for at styre porteføljens absolutte risiko.

Investor skal være opmærksom på, at afdelingen kan blive udsat for selskabsspecifikke, politiske, økonomiske, markedsmæssige og reguleringsmæssige risici, som kan påvirke værdien af andelene i afdelingen. Hertil kan komme andre faktorer, som kan påvirke andelenes værdi.

## Aktieporteføljen pr. 30. juni 2008

### Sektorfordeling

Energi	10,5%
Råvarer	7,7%
Industri og service	10,9%
Forbrugsgoder – cykliske	2,7%
Forbrugsgoder – defensive	24,3%
Medicinal	7,1%
Finans	11,0%
Informationsteknologi	5,5%
Koncessioneret service	15,2%
Andet	5,1%

### Landefordeling

USA og Canada	28,0%
Storbritannien	13,9%
Kontinentaleuropa	33,6%
Japan	7,8%
Øvrige Fjernøsten	10,8%
”Emerging Markets”	5,9%

### Fem største beholdninger

E.ON	6,8%
British American Tobacco	6,6%
Nestlé	6,0%
Peabody Energy	4,8%
Japan Tobacco	4,7%

Nærmere specifikation af afdelingens investeringer kan rekvireres på forenings kontor, og den samlede portefølje kan ses på foreningens hjemmeside [www.cww.dk](http://www.cww.dk).

Alle investeringer er børsnoterede finansielle instrumenter, hvilket også var tilfældet 30. juni 2007.



## Carnegie WorldWide/Europa

### Beretning

Carnegie WorldWide/Europas indre værdi pr. andel faldt i 1. halvår 2008 fra 140,51 kr. til 114,59 kr. Hertil kommer et udbytte på 5,00 kr. pr. andel, som blev vedtaget på den ordinære generalforsamling i april 2008. Det svarer til et samlet afkast på -15,0%, som kan sammenlignes med afdelingens benchmark, der faldt med 18,7%. Nogle af afdelingens aktier leverede pæne positive afkast blandt andet det finske entreprenørselskab YIT og olieserviceselskabet Fred Olsen Energy.

Årsagen til det lavere end ventede afkast skyldes de negative aktiemarkeder som følge af den bratte opbremsning i den globale økonomiske vækst. Væksten er negativt påvirket af de kraftigt stigende fødevarer- og energipriser samt af de stigende renter og bankernes stramme kreditpolitik.

Porteføljens kerne af stabile vækstaktier udgør omkring 55%, og herudover består porteføljen af en række investeringer i temaer, som infrastruktur, energi og emerging markets, der har et langsigtet attraktivt potentiale.

Som beskrevet i afsnittet "Foreningens forventninger til fremtiden" ser vi risiko for yderligere kursfald på aktiemarkederne på kort sigt, om end vi er lidt mere optimistiske på 12 måneders sigt. Dette syn er også gældende for de europæiske aktier. Vi forventer, at afdelingens fokuserede investeringsstil over tid vil skabe et merafkast i forhold til markedsudviklingen.

### Profil

Investeringsstrategien i afdelingen er baseret på den samme investeringsfilosofi og metode, som har været kernen i Carnegie WorldWide/Globale Aktier siden foreningens etablering i 1990. Målsætningen er at skabe en god langsigtet værditilvækst uden at løbe en risiko, der er højere end markedsrisikoen.

Det centrale element i investeringsarbejdet er en række langsigtede globale trends, der er af afgørende betydning for udviklingen på de internationale kapitalmarkeder. Carnegie WorldWide/Europa investerer i 25 til 30 nøje udvalgte selskaber, hvilket muliggør et højt kendskab til hver enkelt investering. Samtidig giver antallet af aktier en fornuftig risikospredning uden at udvande de enkelte investeringers potentiale.

Afdelingen investerer i attraktive europæiske selskaber, der er hjemmehørende i hele Europa, herunder de nye vækstlande i Østeuropa. Vi forventer, at Europa på sigt bliver en slagkraftig økonomisk region. Kombinationen af vesteuropæiske kvalitetsselskaber, der genererer høje frie pengestrømme (cash flows) og har en fornuftig udbyttepolitik, med selskaber, der nyder godt af konvergenstrenden i Østeuropa, har historisk været en særdeles god "cocktail". Det er vores overbevisning, at det også vil være tilfældet de kommende tre til fem år.

### Risiko

Investor skal være opmærksom på, at de historisk opnåede afkast på afdelingen ikke er nogen garanti for fremtidige afkast. Samtidig bør investor være opmærksom på, at der kan opstå tab i værdien af andelen i afdelingen. Afdelingen er forbundet med et risikoniveau, som over længere perioder vil ligge på niveau med det generelle aktiemarkeds risiko. Såfremt det vurderes at være hensigtsmæssigt, kan afdelingen i kortere og længere perioder have et risikoniveau, som ligger lavere eller højere end det generelle aktiemarkeds risiko.



Risiko er så vanskeligt at kvantificere, at afdelingen generelt finder kvantitative modeller mindre brugbare. Der investeres i højere grad ud fra et princip om, at en væsentlig del af risikostyringen består i et godt kendskab til de selskaber, der investeres i. Dette arbejde gøres lettere ved at have et mindre antal aktier, som følges tættere.

Investor skal være opmærksom på, at afdelingens investeringer kan blive udsat for selskabsspecifikke, politiske, økonomiske, markedsmæssige og reguleringsmæssige risici, som kan påvirke værdien af andelen i afdelingen. Hertil kan komme andre faktorer, som kan påvirke andelenes værdi.

### Aktieporteføljen pr. 30. juni 2008

#### Sektorfordeling

Energi	11,9%
Råvarer	14,4%
Industri og service	15,5%
Forbrugsgoder – defensive	17,8%
Medicinal	11,1%
Finans	12,4%
Telekommunikation	6,4%
Koncessioneret service	10,5%

#### Landefordeling

Norden	6,3%
Storbritannien & Irland	21,0%
Centraleuropa	46,5%
Sydeuropa	15,9%
Østeuropa	10,3%

#### Fem største beholdninger

Fred. Olsen Energy	6,3%
Electricite de France	6,2%
Gazprom	5,6%
Nestlé	5,5%
Synthes	5,0%

Nærmere specifikation af afdelingens investeringer kan rekvireres på forenings kontor, og den samlede portefølje kan ses på foreningens hjemmeside [www.cww.dk](http://www.cww.dk).

Alle investeringer er børsnoterede finansielle instrumenter, hvilket også var tilfældet 30. juni 2007.



## Carnegie WorldWide/Danske Aktier

### Beretning

Carnegie WorldWide/Danske Aktiers indre værdi faldt i 1. halvår 2008 fra kr. 237,80 til kr. 164,57 efter et udbytte på kr. 47,25 pr. andel, som blev vedtaget på den ordinære generalforsamling i april 2008. Det svarer til et afkast på -11,6% for 1. halvår. Til sammenligning faldt OMX Chp. cap indekset 12,1% i løbet af 1. halvår 2008. Afdelingens afkast er lavere end vores forventninger udtrykt i foreningens seneste årsrapport, hvilket skyldes den finansielle krise og den begyndende økonomiske afmatning.

Porteføljen er i løbet af 1. halvår blevet mindre eksponeret til forbrugs cykliske aktier, idet vi forventer et lavere privatforbrug i årene fremover.

Som beskrevet i afsnittet ”Foreningens forventninger til fremtiden” ser vi risiko for yderligere kursfald på aktiemarkedene på kort sigt, om end vi er lidt mere optimistiske på 12 måneders sigt. Dette syn er også gældende for det danske aktiemarked. Vi forventer, at afdelingens fokuserede investeringsstil over tid vil skabe et merafkast i forhold til markedsudviklingen.

### Profil

Afdelingen investerer i børsnoterede selskaber noteret på Københavns Fondsbørs.

Målsætningen er at skabe et stabilt langsigtet afkast, der er højere end afkastet på OMX Chp. cap-indekset og samtidig holde en risiko, der er på niveau med eller lavere end risikoen på det danske aktiemarked. Afdelingen adskiller sig samtidig fra de fleste andre investeringsforeninger ved kun at eje mellem 20 og 30 aktier, som omhyggeligt er udvalgt efter en kvalitativ vurdering af hvert enkelt selskab, ”stock-picking”.

Afdelingen tilstræber at investere i og beholde selskaber, som over en længere årrække har store muligheder for at udvikle sig positivt. Den stigende volatilitet på de finansielle markeder og de deraf større udsving i enkelte selskabers/sektors vurdering gør det dog til tider nødvendigt at have en lidt højere omsætningshastighed for derigennem at kunne afbøde nogle af de store udsving i afkastet, som volatiliteten ellers måtte forventes at afstedkomme. Det ændrer dog ikke grundlæggende ved det langsigtede investeringskoncept i afdelingen.

De centrale grundholdninger i investeringskonceptet er:

- Det er af afgørende betydning at identificere langsigtede globale trends, som har væsentlige investeringsmæssige implikationer.
- Det er vigtigt med en høj grad af kendskab til den enkelte aktie, der investeres i.

### Risiko

Investor skal være opmærksom på, at de historisk opnåede afkast på afdelingen ikke er nogen garanti for fremtidige afkast. Samtidig bør investor være opmærksom på, at der kan opstå tab i værdien af andelene i afdelingen. Afdelingen er forbundet med et risikoniveau, som over længere perioder vil ligge på niveau med det generelle aktiemarkeds risiko. Såfremt det vurderes at være hensigtsmæssigt, kan afdelingen i kortere og længere perioder have et risikoniveau, som ligger lavere eller højere end det generelle aktiemarkeds risiko.





Risiko er så vanskeligt at kvantificere, at afdelingen generelt finder kvantitative modeller mindre brugbare. Der investeres i højere grad ud fra et princip om, at en væsentlig del af risikostyringen består i et godt kendskab til de selskaber, der investeres i. Dette arbejde gøres lettere ved at have et mindre antal aktier, som følges tættere.

Investor skal være opmærksom på, at afdelingens investeringer kan blive udsat for selskabsspecifikke, politiske, økonomiske, markedsmæssige og reguleringsmæssige risici, som kan påvirke værdien af andelen i afdelingen. Hertil kan komme andre faktorer, som kan påvirke andelenes værdi.

### **Aktieporteføljen pr. 30. juni 2008**

#### **Sektorfordeling**

Råvarer	2,8%
Industri og service	37,2%
Forbrugsgoder – cykliske	2,2%
Forbrugsgoder – defensive	3,4%
Medicinal	23,5%
Finans	27,8%
Informationsteknologi	3,1%

#### **Fem største beholdninger**

Novo Nordisk	10,8%
A. P Møller-Mærsk A+B	10,4%
Danske Bank	9,9%
Vestas Wind Systems	9,5%
Coloplast	5,2%

Nærmere specifikation af afdelingens investeringer kan rekvireres på forenings kontor, og den samlede portefølje kan ses på foreningens hjemmeside [www.cww.dk](http://www.cww.dk).

Alle investeringer er børsnoterede finansielle instrumenter, hvilket også var tilfældet 30. juni 2007.



## Carnegie WorldWide/Emerging Growth

### Beretning

Carnegie WorldWide/Emerging Growths indre værdi pr. andel faldt i 1. halvår 2008 fra 59,89 kr. til 54,73 kr. svarende til et negativt afkast på 8,6%. Morgan Stanleys vækstindeks faldt 13,7% målt i danske kroner i. Det negative afkast var under forventningerne, som beskrevet i årsrapporten, men relativt til markedsudviklingen positivt.

Vækstaktierne blev også ramt af de generelle fald på aktiemarkedene, men dog er vækstaktierne faldet mindre, fordi vækst og i særdeleshed strukturelle vækstselskaber er en knap faktor på aktiemarkedet, når de mere cykliske selskaber taber pusten.

Afdelingens investeringer inden for energi bidrog positivt til det relative afkast. Investeringerne her er fokuseret på selskaber, der arbejder med effektivisering og udbygning af energiinfrastrukturen. Et område, der er præget af nedslidt udstyr og mangel på kapacitet. Afdelingens bedste investering i første halvår 2008 var den brasilianske privatskole Estácio Participacoes med et afkast på 72%. Stigningen kom bl.a. fordi Latinamerikas største private equity fond købte 20% af selskabet.

Afdelingen har koncentreret investeringerne i seks temaer: Emerging Markets (24%), "Det digitale hjem" (25%), Energi (11%). Alternativ energi (17%), Fødevarer (15%) og "Unikke vækstselskaber" (8%). Som følge af den svage globale økonomi har vi reduceret investeringerne i Emerging Markets fra tidligere 39%. Stigende energi- og fødevarerpriser er et voksende problem for flere udviklingslande, idet det offentlige og private forbrug bliver negativt påvirket.

Som beskrevet i afsnittet "Foreningens forventninger til fremtiden" ser vi risiko for yderligere kursfald på aktiemarkedene på kort sigt. Dog synes en stor del af den økonomiske afmatning at være inddiskonteret i aktiekurserne på nuværende tidspunkt. Såfremt den økonomiske krise ikke forværres, kan afkastet for andet halvår blive positivt for vækstaktierne, idet strukturelle vækstaktier bliver en knap faktor, når den cykliske vækst er svag.

### Profil

Afdelingen investerer globalt i aktier med fokus på mindre og mellemstore innovative vækstselskaber, som har eller forventes at få vækstrater, der er højere end markeds- eller branchegennemsnittet. Afdelingen søger investeringskandidater uden geografiske eller sektormæssige begrænsninger for derved at sikre den største fleksibilitet til at investere i de mest interessante selskaber. Den brede investeringsramme 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.

Afdelingens målsætning er at skabe et afkast, der på langt sigt ligger over gennemsnittet af traditionelle lande og sektororienterede afdelinger. Risikoen forventes at være højere end eksempelvis Carnegie WorldWide/Globale Aktier, men noget lavere end en lande- eller sektorafdeling.

I dagens lavinflationssamfund, hvor det er svært for virksomhederne at hæve priserne, er den eneste vej til høj og langsigtet stabil indtjeningsvækst at skabe unikke produkter og services. I dette lys er det ikke overraskende, at innovationslysten blandt virksomheder er på et historisk højt niveau. Det er denne positive udvikling, som skaber fundamentet for attraktive investeringer i Carnegie WorldWide/Emerging Growth.



## Risiko

Investor skal være opmærksom på, at de historisk opnåede afkast på afdelingen ikke er nogen garanti for fremtidige afkast. Samtidig bør investor være opmærksom på, at der kan opstå tab i værdien af andelene i afdelingen. Investering i afdelingen kan være forbundet med højere risiko og større udsving i den indre værdi end en traditionel global aktieafdeling som f.eks. afdeling Globale Aktier, da afdelingens midler kan investeres i selskaber, hvor massemarkedets accept af selskabets produkt eller service endnu ikke er opnået.

Risiko er så vanskeligt at kvantificere, at afdelingen generelt finder kvantitative modeller mindre brugbare. Der investeres i højere grad ud fra et princip om, at en væsentlig del af risikostyringen består i et godt kendskab til de selskaber, der investeres i. Dette arbejde gøres lettere ved at have et mindre antal aktier, som følges tættere.

Afdelingen vil søge investeringskandidater globalt uden geografiske eller sektormæssige afgrænsninger for derved at sikre den største fleksibilitet til at investere i de mest interessante selskaber. Denne fleksibilitet på tværs af lande og sektorgrænser samt det begrænsede antal selskaber giver mulighed for at styre porteføljens absolutte risiko. Afdelingen vil investere på et tidligt tidspunkt i selskabernes livscyklus, hvilket er forbundet med en højere risiko, men omvendt også kan give meget store gevinster.

Investor skal være opmærksom på, at afdelingens investeringer kan blive udsat for selskabsspecifikke, politiske, økonomiske, markedsmæssige og reguleringsmæssige risici, som kan påvirke værdien af andelene i afdelingen. Hertil kan komme andre faktorer, som kan påvirke andelenes værdi.

## Aktieporteføljen pr. 30. juni 2008

<b>Tema</b>		<b>Landefordeling</b>	
Energi	10,9%	USA og Canada	39,9%
Alternativ energi	17,2%	Kontinentaleuropa	22,6%
Fødevarer	14,5%	Japan	7,9%
Unikke vækstselskaber	7,6%	Øvrige Fjernøsten	16,0%
Det digitale hjem	25,3%	Emerging Markets	13,6%
”Emerging Markets”	24,5%		

## Fem største beholdninger

Vestas Wind Systems	7,0%
Potash	6,7%
Open Investments	5,7%
United Overseas Bank	4,7%
Raffles Education	4,7%

Nærmere specifikation af afdelingens investeringer kan rekvireres på forenings kontor, og den samlede portefølje kan ses på foreningens hjemmeside [www.cww.dk](http://www.cww.dk).

Alle investeringer er børsnoterede finansielle instrumenter, hvilket også var tilfældet 30. juni 2007.



## Carnegie WorldWide/Østeuropa

### Beretning

Carnegie WorldWide/Østeuropas indre værdi pr. andel faldt i 1. halvår 2008 fra 491,37 til 381,17. Hertil kommer et udbytte på 31,75 kr. pr. andel, som blev vedtaget på den ordinære generalforsamling i april 2008. Det svarer til et samlet tab på 15,6%. Afdelingens benchmark faldt 10,5% målt i danske kroner. Afdelingens afkast var ikke tilfredsstillende, og under vores forventninger, som bl.a. beskrevet i årsrapporten. Dels overraskede de kraftige fald på aktiemarkedene negativt, og dels har afdelingen underperformeret sit benchmark som følge af en høj vægtning i tyrkiske banker, et segment af markedet, der faldt kraftigt i begyndelsen af året som følge af påvirkningen fra den internationale kreditkrise og stigende politisk usikkerhed i Tyrkiet.

Afdelingen har fortsat en stor andel af investeringerne i Rusland (74,3%), mens Ungarn, Polen og Tjekkiet udgør henholdsvis 2%, 5% og 8,6%. Tyrkiets vægt er 4,3%.

Som beskrevet i afsnittet "Foreningens forventninger til fremtiden" ser vi risiko for yderligere kursfald på aktiemarkedene på kort sigt, om end vi har et moderat positivt syn på de østeuropæiske markeder over de kommende 12 måneder. Aktierne i regionen er efter store fald i det seneste halve år billige, men omvendt er der på kort sigt usikkerhed om konjunkturudviklingen, hvorfor vi forventer, at de østeuropæiske markeder vil være svingende på kort sigt, før vi igen vil se vedvarende stigninger.

Vi vurderer, at afkastpotentialet i Polen, Ungarn og Tjekkiet løbende over tid vil give et moderat merafkast i forhold til de fleste andre aktiemarkeder. Tyrkiet og Rusland er afkastmæssigt de mest interessante markeder i årene fremover.

### Profil

Afdelingen investerer fortrinsvis i østeuropæiske aktier. Afdelingen kan endvidere investere i aktier i andre lande, der er potentielle kandidater til optagelse i EU.

Hovedtemaet i investeringsstrategien er at drage fordel af, at den discount, som regionens aktier handler med, gradvist vil mindskes, i takt med at landene i øst bliver tættere knyttet til EU. Dette kombineret med den forventede højere indtjeningsvækst for virksomheder med eksponering til regionen gør, at potentialet fortsat vurderes at være markant.

Investeringspolitikken er fokuseret på at investere i en forholdsvis snæver portefølje af langsigtede attraktive aktier. Afdelingen vil typisk investere i et begrænset antal selskaber på omkring 20-30. Fokuserede porteføljer med få værdipapirer giver bedre overblik og forbedrer muligheden for at have et indgående kendskab til hver enkelt investering.

### Risiko

Investor skal være opmærksom på, at de historisk opnåede afkast på afdelingen ikke er nogen garanti for fremtidige afkast. Samtidig bør investor være opmærksom på, at der kan opstå tab i værdien af andelene i afdelingen. Investor bør være opmærksom på, at investering i afdelingen kan være forbundet med højere risiko og større udsving i den indre værdi end en traditionel global aktieafdeling som f.eks. Carnegie WorldWide/Globale Aktier.

Risiko er så vanskeligt at kvantificere, at foreningen generelt finder kvantitative modeller mindre brugbare. Der investeres i højere grad ud fra et princip om, at en væsentlig del af risikostyringen



består i et godt kendskab til de selskaber, der investeres i. Dette arbejde gøres lettere ved at have et mindre antal aktier, som følges tættere.

Afdelingen søger investeringskandidater i hele Østeuropa uden geografiske eller sektormæssige afgrænsninger for derved at sikre den største fleksibilitet til at investere i de mest interessante selskaber. Denne fleksibilitet på tværs af lande- og sektorgrænser samt det begrænsede antal selskaber giver mulighed for at styre porteføljens absolutte risiko.

Investor skal være opmærksom på, at afdelingens investeringer kan blive udsat for selskabsspecifikke, politiske, økonomiske, markedsmæssige og reguleringsmæssige risici, som kan påvirke værdien af andelen i afdelingen. Hertil kan komme andre faktorer, som kan påvirke andelenes værdi.

Det anbefales, at kun en mindre del af ens samlede investeringer placeres i afdelingen som supplement til den totale portefølje i aktieinvesteringer.

### Aktieporteføljen pr. 30. juni 2008

Sektorfordeling		Landefordeling	
Energi	23,2%	Ungarn	2,0%
Råvarer	24,0%	Tjekkiet	8,6%
Industri og service	12,5%	Polen	5,0%
Forbrugsgoder – cykliske	8,9%	Rusland	74,3%
Forbrugsgoder – defensive	1,1%	Andre lande	10,1%
Medicinal	0,7%		
Finans	11,2%		
Telekommunikation	7,9%		
Koncessioneret service	8,1%		
Andet	2,4%		

### Fem største beholdninger

Gazprom ADR	10,0%
Raspadskaya	8,8%
Lukoil	7,0%
Sberbank	6,1%
CEZ	5,6%

Nærmere specifikation af afdelingens investeringer kan rekvireres på forenings kontor, og den samlede portefølje kan ses på foreningens hjemmeside [www.cww.dk](http://www.cww.dk).

Afdelingens fordeling på:	30. juni 2007	30. juni 2008
- Børsnoterede finansielle instrumenter	94,2%	93,9%
- Unoterede finansielle instrumenter	5,8%	6,1%



## Carnegie WorldWide/Asien

### Beretning

Carnegie WorldWide/Asiens indre værdi pr. andel faldt i 1. halvår 2008 fra 125,29 kr. til 81,27 kr. Hertil kommer et udbytte på 4,25 kr. pr. andel, som blev vedtaget på den ordinære generalforsamling i april 2008. Det svarer til et samlet tab på 32,1%. Afdelingens benchmark faldt 26,9% målt i danske kroner. Afdelingens negative afkast var lavere end vores forventninger. Udviklingen er relateret til den globale aktienedtur, som er udløst af stigende inflation - afledt af de stigende olie- og fødevarerpriser. Asien er specielt følsom over for disse faktorer, eftersom energi og fødevarer udgør en stor budgetandel for den enkelte borger, og landenes selvforsyningsgrad er relativt lille, især inden for energi. Det lavere relative afkast skyldes primært afdelingens store eksponering til Indien og Filippinerne, der specielt har været hårdt ramt af de førnævnte prisstigninger. Ligeledes har afdelingens relative store vægt inden for infrastruktur været negativ i perioden.

Vi forventer stadig, at infrastrukturtemaet samt de valgte aktier i Indien og Filippinerne på sigt vil give et godt risikostyret afkast, når risikopræmierne i de globale aktiemarkeder igen normaliserer sig.

Vi vurderer stadigvæk, at Asien ex. Japan er en attraktiv investering, idet de langsigtede positive tendenser for regionen er intakte trods den globale finansielle krise. Krisen har kun haft minimal indflydelse på det finansielle system i Asien. I takt med at inflationen aftager globalt, vurderer vi, at de asiatiske markeder vil generere et højere afkast end de globale markeder generelt. Der er dog stor kortsigtet usikkerhed set i lyset af den aktuelle kreditkrise og den globale vækstafmatning.

### Profil

Afdelingen investerer fortrinsvis i aktier eller aktiebaserede værdipapirer i Asien eksklusive Japan, eller aktier eller aktiebaserede værdipapirer, hvor virksomhedens salg eller indtjening fortrinsvis relaterer sig til de asiatiske markeder.

Investeringspolitikken er at investere i en forholdsvis snæver portefølje af langsigtede attraktive aktier. Afdelingen vil typisk investere i et begrænset antal selskaber på omkring 20-30. Fokuserede porteføljer med få værdipapirer giver bedre overblik og forbedrer muligheden for at have et indgående kendskab til hver enkelt investering.

Hovedtemaet i foreningen vil i stigende grad være infrastruktur eller områder associerede hermed. Især i Indien, Kina og Sydøstasien forventer vi øgede investeringer inden for infrastruktur på grund af den tiltagende underkapacitet, der opstår i forbindelse med velstandsfremgangen og befolkningstilvæksten. Vi venter, at denne udvikling vil fortsætte de næste 10 til 20 år.

### Risiko

Investor skal være opmærksom på, at de historisk opnåede afkast på afdelingen ikke er nogen garanti for fremtidige afkast. Samtidig bør investor være opmærksom på, at der kan opstå tab i værdien af andelen i afdelingen.

Om end risikoen ved investering i de asiatiske markeder har været faldende gennem de senere år, skal investor være opmærksom på, at investering i afdelingen kan være forbundet med højere risiko og større udsving i den indre værdi end en traditionel global aktieafdeling som f.eks. Carnegie WorldWide/Globale Aktier.



Risiko er så vanskeligt at kvantificere, at foreningen generelt finder kvantitative modeller mindre brugbare. Der investeres i højere grad ud fra et princip om, at en væsentlig del af risikostyringen består i et godt kendskab til de selskaber, der investeres i. Dette arbejde gøres lettere ved at have et mindre antal aktier, som følges tættere.

Investor skal være opmærksom på, at afdelingens investeringer kan blive udsat for selskabsspecifikke, politiske, økonomiske, markedsmæssige og reguleringsmæssige risici, som kan påvirke værdien af andelen i afdelingen. Hertil kan komme andre faktorer, som kan påvirke andelenes værdi.

Det anbefales, at kun en mindre del af ens samlede investeringer placeres i afdelingen som supplement til den totale portefølje i aktieinvesteringer.

### Aktieporteføljen pr. 30. juni 2008

#### Sektorfordeling

Energi	7,9%
Råvarer	11,7%
Industri og service	22,3%
Forbrugsgoder – cykliske	4,6%
Forbrugsgoder – defensive	2,9%
Medicinal	2,6%
Finans	35,2%
Informationsteknologi	3,7%
Telekommunikation	6,2%
Koncessioneret service	2,9%

#### Landefordeling

Hong Kong	29,4%
Indien	21,1%
Korea	20,8%
Malaysia	3,0%
Singapore	7,3%
Taiwan	7,9%
Andre lande	10,5%

#### Fem største beholdninger

Cheung Kong Holdings	6,1%
Macquarie Korea Infrastructure	5,4%
United Overseas Bank	5,1%
Asian Paints	4,7%
Esprit Holdings	4,6%

Nærmere specifikation af afdelingens investeringer kan rekvireres på forenings kontor, og den samlede portefølje kan ses på foreningens hjemmeside [www.cww.dk](http://www.cww.dk).

Alle investeringer er børsnoterede finansielle instrumenter, hvilket også var tilfældet 30. juni 2007.



## Carnegie WorldWide/Danske Obligationer Erhverv & Pension

### Beretning

Afkastet blev på -0,3% mod -0,6% for sammenligningsgrundlaget J.P. Morgans obligationsindeks. Det negative afkast var under vores forventninger, som bl.a. beskrevet i årsrapporten, og skyldes primært stigende obligationsrenter i niveauet 0,15%-0,35%-point. En stigende volatilitet bidrog ligeledes negativt. Det lavere afkast i forhold til benchmark skyldes primært, at afdelingen havde en lavere rentefølsomhed. Afdelingen havde en lavere rentefølsomhed frem til medio juni. Her blev rentefølsomheden øget fra 3,9% til 4,5% det i lyset af kraftigt stigende renter. Afdelingen solgte en kort realkreditobligation og købte to realkreditobligationer med større rentefølsomhed.

Der er investeret 9% i 2% Kalvebod Serie 2, som forventes at udløbe i 2016. Kalvebod Serie 2 er sammensat af 9 regionale pengeinstitutter, som er geografisk veldiversificeret. Finanskrisen og nedturen på boligmarkedet er negativt for pengeinstitutterne. Blandt pengeinstitutterne er Roskilde Bank, som i starten af juli blev sat til salg. Bankens ledelse meddeler, at solvens og likviditetskravene er overholdt, men at banken må foretages store nedskrivninger på udlån til bl.a. ejendomme. For at undgå en tillidskrise har Roskilde Bank fået en ubegrænset likviditetsdækning hos Nationalbanken. Kapitalen i Kalvebod Serie 2 består af hybrid kernekapital, hvoraf 14,7% er udstedt af Roskilde Bank. Eksponeringen mod Roskilde Bank i Afdeling Erhverv og Pension udgør således ca. 1,4%.

Situationen i Roskilde Bank er bekymrende, også for de andre pengeinstitutter i Kalvebod Serie 2. Fremover forventer vi en tendens til stigende tab og nedskrivninger som en konsekvens af de lavere vækstudsigter, det svage boligmarked samt øgede kreditrisici. De øvrige 8 regionale pengeinstitutter har fortsat solide kapitalforhold, og vi venter, at de klarer sig igennem denne svære periode.

Som beskrevet i afsnittet ”Foreningens forventninger til fremtiden” forventer vi, at obligationsrenterne vil udvise store udsving. Obligationsmarkederne er dog langt mere fair prisfastsat end for blot tre måneder siden, hvorfor vi ikke ser et egentligt niveauskifte i renterne for andet halvår. Afkastet for 2. halvår, forventer vi med de givne forudsætninger, bliver på omkring 2-2,5%.

### Profil

Den overordnede investeringsmålsætning er en stabil langsigtet formueilvækst for afdelingens medlemmer. Det typiske medlem vil være et selskab eller en pensionsopsparer, hvorfor afdelingen søger højest muligt afkast før skat.

Den overordnede investeringsstrategi i Carnegie WorldWide/Danske Obligationer Erhverv & Pension tager udgangspunkt i den samme langsigtede strategi, som foreningens globale aktieafdeling. Identifikation af langsigtede trends i den globale økonomi er en af hjørnestenene i investeringsstrategien. Vi lever i en verden, der med mindskede barrierer for handel og kapitalbevægelser samt ikke mindst Internettets udbredelse knyttes tættere og tættere sammen. Derfor bestemmes renteniveauet i Danmark i høj grad af den globale udvikling. For de korte danske renter er det først og fremmest den europæiske udvikling, der er afgørende. Mens for danske obligationer med længere løbetid er det en kombination af udvikling af renterne i Europa og USA, som typisk er afgørende.

Foreningens overordnede investeringsstrategi for det danske obligationsmarked fokuserer i højere grad på udviklingen i langsigtede trends på de globale kapitalmarkeder end på kortsigtede udsving i økonomiske nøgletal for den danske økonomi.





Udvælgelsen af obligationer til porteføljen sker efter nøje analyse af den relative prisfastsættelse mellem de enkelte obligationer. Til dette formål har Carnegie gennem årene opbygget et omfattende modelbaseret analyseapparat.

### Risiko

Investor skal være opmærksom på, at de historisk opnåede afkast på afdelingen ikke er nogen garanti for fremtidige afkast. Samtidig bør investor være opmærksom på, at der kan opstå tab i værdien af andelen i afdelingen.

Afdelingens sammenligningsgrundlag er J.P. Morgans danske obligationsindeks. Dette benchmark har typisk en rentefølsomhed på mellem 4% og 5%. Derfor vil afdelingens rentefølsomhed typisk være mellem 3% og 6%. Denne risikoprofil muliggør for det første, at der investeres i lange obligationer, som sandsynligvis opnår det højeste afkast målt over en årrække på mere end 3 år. For det andet er kursrisikoen middel, hvilket muliggør en rimelig stabil formuetilvækst.

Afdelingens midler placeres på en sådan måde, at der er tale om obligationsinvesteringer med en middel risikoprofil. Det anbefales, at investor har en tidshorisont på mere end 3 år.

Investor skal være opmærksom på, at afdelingens investeringer kan blive udsat for forskellige risici, som f.eks. en global tendens til høj inflation, som følge af eksempelvis en ændret strategi hos Den Europæiske Centralbank eller den amerikanske centralbank. Der kan naturligvis også være tale om rent danske markedsmæssige eller økonomiske forhold, som påvirker formuen negativt, som eksempelvis en valutakrise. Endelig kan der lovgivningsmæssigt ske ændringer, som rammer det danske obligationsmarked negativt. Hertil kan komme andre faktorer, som kan påvirke andelenes værdi.

### Obligationsporteføljen pr. 30. juni 2008

#### Aktivfordeling

Realkreditobligationer	
- konverterbare	38,7%
- inkonverterbare	34,7%
Statsobligationer	1,3%
Indeksobligationer	4,4%
Erhvervsobligationer	18,4%
Likviditet	2,5%

#### Varighedsfordeling

0 – 3 år	25,0%
3 – 6 år	41,8%
Over 6 år	33,2%

#### Fem største beholdninger

5,00% BRF Kredit 2038	17,4%
4,00% Nykredit 2013	11,7%
2,00% Kalvebod 2016	9,3%
4,875% Carlsberg 2009	9,1%
4,00% Realkredit Danmark 2011	9,0%

Nærmere specifikation af afdelingens investeringer kan rekvireres på forenings kontor, og den samlede portefølje kan ses på foreningens hjemmeside [www.cww.dk](http://www.cww.dk).

Alle investeringer er børsnoterede finansielle instrumenter, hvilket også var tilfældet 30. juni 2007.



## Carnegie WorldWide/Danske Obligationer Privat

### Beretning

Carnegie WorldWide/Danske Obligationer Privats indre værdi pr. andel faldt i 1. halvår 2008 fra 97,87 kr. til 96,77 kr. efter et udbytte på 1,25 kr. pr. andel, som blev vedtaget på den ordinære generalforsamling i april 2008. Det svarer til et samlet afkast på 0,1%. Afdelingen har ikke noget sammenligningsindeks, men afkastet var lavere end vores forventninger, som bl.a. beskrevet i årsrapporten. Det lave afkast skyldes primært stigende obligationsrenter i niveauet 0,15%-0,35%-point. En stigende volatilitet bidrog ligeledes negativt. Omvendt var det positivt for afdelingen, at 2%- og 3%-obligationer performede godt. Medio juni måned blev rentefølsomheden hævet fra 4,2% til 4,6% set i lyset af det kraftigt stigende renter. Afdelingen solgte én kort realkreditobligation og købte én realkreditobligation med større rentefølsomhed, og som udløber i 2011.

Der er investeret 8,4% af afdelingens værdi i 2% Kalvebod Serie 2, som forventes at udløbe i 2016. Kalvebod Serie 2 er sammensat af 9 regionale pengeinstitutter, som er geografisk veldiversificeret. Finanskrisen og nedturen på boligmarkedet er negativt for pengeinstitutterne. Blandt pengeinstitutterne er Roskilde Bank, som i starten af juli måned annoncerede store tab på udlån og satte sig selv til salg. Bankens situation er ikke godt nyt for Kalvebod Serie 2. Læs mere i afsnittet under afdeling Danske obligationer Erhverv & Pension på side 15.

Bestyrelsen har vedtaget, at der udtales et á conto udbytte på kr. 1,50 pr. andel for 1. halvår 2008. Dette beløb vil fragå kursen den 17. september og vil blive indsat på medlemmernes konti den 22. september.

### Profil

Afdelingens obligationsinvesteringer henvender sig til private investorer, der fokuserer på et stabilt afkast efter skat. Det samlede afkast af en obligation består af pålydende rente og kursgevinst/-tab. Da kursgevinster er skattefrie for private investorer, tilstræbes det, at kursgevinster udgør så høj en andel som muligt af afkastet. Da obligationerne udløber til kurs 100, sikres en skattefri kursgevinst ved at investere i blåstemplede obligationer, der kan købes til under kurs 100 med en lav pålydende rente.

Danske indeksobligationer vil også til tider indgå i afdelingens portefølje på trods af en kurs over 100. Indeksobligationer kan være attraktive for private investorer, fordi deres nominelle værdi opskrives med inflationsudviklingen. Denne opskrivning er skattefri for private investorer. Afdelingens investeringer vil i overvejende grad være koncentreret omkring obligationer udstedt af de store danske realkreditinstitutter samt erhvervsobligationer. Carnegie WorldWide/Danske Obligationer Privat er en obligationsafdeling med mellemlang investeringshorisont. Porteføljens samlede rentefølsomhed vil typisk ligge i intervallet 3-6%, men kan i perioder afvige herfra. Afdelingens porteføljestyling fokuserer dels på håndteringen af porteføljens samlede rentefølsomhed samt på omhyggelig udvælgelse af enkeltobligationer.

Det lave renteniveau og de danske skatteregler betyder, at private investorers obligationsinvesteringer i dag kræver større omhu end tidligere. Forkert obligationsvalg kan i værste fald føre til negativt afkast efter skat. Afdelingen anbefales derfor til private investorer, der ønsker at placere frie midler i obligationer.



## Risiko

Afdelingens obligationsportefølje vil typisk have samlet rentefølsomhed på 3-6%, men kan i perioder afvige fra dette. Dette svarer i store træk til, at en generel rentestigning på 1%-point vil medføre et tab for afdelingen på 3-6%.

Det anbefales, at investor har en tidshorisont på mere end 3 år.

Investor skal være opmærksom på, at afdelingens investeringer kan blive udsat for forskellige risici, der kan give store udsving i obligationsrenterne og dermed i afdelingens værdi. Eksempler på dette kan være krig, terrorangreb, valutakriser, ændret pengepolitik fra centralbankerne, lovændringer, der giver ændret investoradfærd samt kreditrisiko for obligationsudstederne.

Investor skal være opmærksom på, at de historisk opnåede afkast på afdelingen ikke er nogen garanti for fremtidige afkast. Samtidig bør investor være opmærksom på, at der kan opstå tab i værdien af andelen i afdelingen.

## Obligationsporteføljen pr. 30. juni 2008

### Aktivfordeling

Realkreditobligationer	
- konverterbare	27,3%
- inkonverterbare	47,6%
Statsobligationer	0,0%
Indeksobligationer	4,3%
Erhvervsobligationer	17,9%
Likviditet	2,9%

### Varighedsfordeling

0 – 3 år	50,2%
3 – 6 år	2,6%
Over 6 år	47,2%

### Fem største beholdninger

2,00% BRF Kredit 2011	14,7%
2,00% Nykredit 2009	12,6%
2,00% Realkredit Danmark 2009	11,2%
3,00% Nordea Kredit 2026	10,0%
2,00% Storebæltsforbindelsen 2023	9,5%

Nærmere specifikation af afdelingens investeringer kan rekvireres på forenings kontor, og den samlede portefølje kan ses på foreningens hjemmeside [www.cww.dk](http://www.cww.dk).

Alle investeringer er børsnoterede finansielle instrumenter, hvilket også var tilfældet 30. juni 2007.



## 5 års nøgletal for alle afdelinger

### Carnegie WorldWide/Globale Aktier

Nøgletal					
	06/2008	06/2007	06/2006	06/2005	06/2004
Nettoresultat (1.000 kr.) <sup>1)</sup>	-1.318.600	732.563	-34.413	517.577	297.800
Formue (1.000 kr.)	7.048.353	7.176.257	6.002.209	3.604.969	3.586.124
Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)	1.428.089	1.263.243	1.308.212	939.756	1.089.560
Indre værdi	493,55	568,08	458,81	383,61	329,14
Officiel kurs	492,68	570,95	464,00	382,30	-
Aconto udlodning pr. andel <sup>1)</sup>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Afkast i procent <sup>1)</sup>	-16,6	10,9	0,3	16,5	8,6
Afkast på benchmark i % <sup>1)</sup>	-17,0	6,4	-2,2	11,7	7,1
Omkostningsprocent <sup>1)</sup>	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8
Standardafvigelse afdeling % p.a. <sup>2)</sup>	12,3	-	-	-	-
Standardafvigelse benchmark % p.a. <sup>2)</sup>	11,5	-	-	-	-
Sharpe Ratio afdeling p.a. <sup>2)</sup>	0,7	-	-	-	-
Sharpe Ratio benchmark p.a. <sup>2)</sup>	0,2	-	-	-	-

<sup>1)</sup> Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis for året.  
<sup>2)</sup> Disse nøgletal er beregnet på 5 års data ud fra månedlige observationer

### Carnegie WorldWide/Europa

Nøgletal					
	06/2008	06/2007	06/2006	06/2005	
Nettoresultat (1.000 kr.) <sup>1)</sup>	-103.076	68.075	20.472	5.111	
Formue (1.000 kr.)	525.059	836.042	534.602	121.143	
Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)	458.191	549.496	417.788	114.300	
Indre værdi	114,59	152,15	127,96	105,99	
Officiel kurs	114,70	150,12	129,30	107,50	
Aconto udlodning pr. andel <sup>1)</sup>	0,00	0,00	0,00	0,00	
Afkast i procent <sup>1)</sup>	-15,0	9,5	5,5	6,0	
Afkast på benchmark i % <sup>1)</sup>	-18,7	9,7	4,8	4,5	
Omkostningsprocent <sup>1)</sup>	0,8	0,8	0,8	1,0	
Standardafvigelse afdeling % p.a. <sup>2)</sup>	13,6	-	-	-	
Standardafvigelse benchmark % p.a. <sup>2)</sup>	13,4	-	-	-	
Sharpe Ratio afdeling p.a. <sup>2)</sup>	0,2	-	-	-	
Sharpe Ratio benchmark p.a. <sup>2)</sup>	0,0	-	-	-	

Afdelingen er opstartet den 23. maj 2005, og alle angivne resultater er fra denne dato.  
<sup>1)</sup> Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis for året.  
<sup>2)</sup> Disse nøgletal er beregnet på 3 års data ud fra månedlige observationer.



## 5 års nøgletal for alle afdelinger – fortsat

### Carnegie WorldWide/Danske Aktier

Nøgletal					
	06/2008	06/2007	06/2006	06/2005	06/2004
Nettoresultat (1.000 kr.) <sup>1)</sup>	-59.639	66.483	36.476	119.008	52.740
Formue (1.000 kr.)	393.500	592.648	486.911	533.888	473.706
Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)	239.114	235.954	226.092	268.614	331.104
Indre værdi	164,57	251,17	215,36	198,76	143,07
Officiel kurs	167,58	251,70	217,50	197,70	-
Aconto udlodning pr. andel <sup>1)</sup>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Afkast i procent <sup>1)</sup>	-11,6	11,4	5,7	27,5	12,1
Afkast på benchmark i % <sup>1)</sup>	-12,1	13,2	7,2	23,6	16,3
Omkostningsprocent <sup>1)</sup>	0,8	0,8	0,8	0,8	0,8
Standardafvigelse afdeling % p.a. 2)	15,5	-	-	-	-
Standardafvigelse benchmark % p.a.2)	14,3	-	-	-	-
Sharpe Ratio afdeling p.a. 2)	1,1	-	-	-	-
Sharpe Ratio benchmark p.a. 2)	1,2	-	-	-	-

1) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis for året.  
2) Disse nøgletal er beregnet på 5 års data ud fra månedlige observationer

### Carnegie WorldWide/Emerging Growth

Nøgletal					
	06/2008	06/2007	06/2006	06/2005	06/2004
Nettoresultat (1.000 kr.) <sup>1)</sup>	-11.792	18.316	-6.189	8.484	15.094
Formue (1.000 kr.)	123.189	144.697	150.598	157.637	183.166
Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)	225.104	237.264	298.484	329.684	397.694
Indre værdi	54,73	60,99	50,45	47,81	46,06
Officiel kurs	54,26	60,36	50,74	47,31	-
Aconto udlodning pr. andel <sup>1)</sup>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Afkast i procent <sup>1)</sup>	-8,6	13,6	-3,6	5,7	9,4
Afkast på benchmark i % <sup>1)</sup>	-13,7	7,3	-3,9	11,0	6,2
Omkostningsprocent <sup>1)</sup>	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Standardafvigelse afdeling % p.a. 2)	17,5	-	-	-	-
Standardafvigelse benchmark % p.a.2)	11,5	-	-	-	-
Sharpe Ratio afdeling p.a. 2)	0,3	-	-	-	-
Sharpe Ratio benchmark p.a. 2)	0,2	-	-	-	-

1) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis for året.  
2) Disse nøgletal er beregnet på 5 års data ud fra månedlige observationer



## 5 års nøgletal for alle afdelinger – fortsat

### Carnegie WorldWide/Østeuropa

Nøgletal					
	06/2008	06/2007	06/2006	06/2005	06/2004
Nettoresultat (1.000 kr.) <sup>1)</sup>	-398.237	200.866	71.476	190.672	70.129
Formue (1.000 kr.)	2.112.592	2.193.751	1.777.845	1.161.896	655.610
Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)	554.244	494.313	508.741	458.069	367.161
Indre værdi	381,17	443,80	349,46	253,65	178,56
Officiel kurs	375,68	442,05	348,50	258,90	-
Aconto udlodning pr. andel <sup>1)</sup>	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Afkast i procent <sup>1)</sup>	-15,6	10,4	4,5	22,1	14,9
Afkast på benchmark i % <sup>1)</sup>	-10,5	4,0	7,8	20,7	15,8
Omkostningsprocent <sup>1)</sup>	0,8	0,8	0,8	0,8	0,9
Standardafvigelse afdeling % p.a. <sup>2)</sup>	20,2	-	-	-	-
Standardafvigelse benchmark % p.a. <sup>2)</sup>	21,8	-	-	-	-
Sharpe Ratio afdeling p.a. <sup>2)</sup>	1,1	-	-	-	-
Sharpe Ratio benchmark p.a. <sup>2)</sup>	1,0	-	-	-	-

<sup>1)</sup> Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis for året.  
<sup>2)</sup> Disse nøgletal er beregnet på 5 års data ud fra månedlige observationer

### Carnegie WorldWide/Asien

Nøgletal					
	06/2008	06/2007			
Nettoresultat (1.000 kr.) <sup>1)</sup>	-441.380	124.241			
Formue (1.000 kr.)	949.766	1.204.488			
Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)	1.168.617	1.057.526			
Indre værdi	81,27	113,90			
Aconto udlodning pr. andel <sup>1)</sup>	0,00	0,00			
Afkast i procent <sup>1)</sup>	-32,1	10,5			
Afkast på benchmark i % <sup>1)</sup>	-26,9	14,2			
Omkostningsprocent <sup>1)</sup>	0,9	1,0			
Standardafvigelse afdeling % p.a. <sup>2)</sup>	-	-			
Standardafvigelse benchmark % p.a. <sup>2)</sup>	-	-			
Sharpe Ratio afdeling p.a. <sup>2)</sup>	-	-			
Sharpe Ratio benchmark p.a. <sup>2)</sup>	-	-			

*Afdelingen er opstartet den 8. december 2006.*  
<sup>1)</sup> Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis for året.  
<sup>2)</sup> Da afdeling Asien ikke har eksisteret i 3 år, beregnes disse tal ikke..



## 5 års nøgletal for alle afdelinger – fortsat

### Carnegie WorldWide/Danske Obligationer Erhverv & Pension

Nøgletal					
	06/2008	06/2007	06/2006	06/2005	06/2004
Nettoresultat (1.000 kr.) <sup>1)</sup>	-173	-2.018	-4.189	9.493	3.973
Formue (1.000 kr.)	97.915	107.362	134.984	230.839	235.599
Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)	105.513	113.453	139.274	221.338	226.997
Indre værdi	92,80	94,63	96,92	104,29	103,79
Officiel kurs	92,60	94,30	97,69	104,25	-
Aconto udlodning pr. andel <sup>1)</sup>	0,00	0,00	0,00	0,00	2,00
Afkast i procent <sup>1)</sup>	-0,3	-1,8	-2,9	4,1	1,7
Afkast på benchmark i % <sup>1)</sup>	-0,6	-1,3	-2,2	5,5	1,8
Omkostningsprocent <sup>1)</sup>	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2
Standardafvigelse afdeling % p.a. <sup>2)</sup>	2,5	-	-	-	-
Standardafvigelse benchmark % p.a. <sup>2)</sup>	3,0	-	-	-	-
Sharpe Ratio afdeling p.a. <sup>2)</sup>	-0,2	-	-	-	-
Sharpe Ratio benchmark p.a. <sup>2)</sup>	-0,1	-	-	-	-

<sup>1)</sup> Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis for året.  
<sup>2)</sup> Disse nøgletal er beregnet på 5 års data ud fra månedlige observationer

### Carnegie WorldWide/Danske Obligationer Privat

Nøgletal					
	06/2008	06/2007	06/2006		
Nettoresultat (1.000 kr.) <sup>1)</sup>	75	-1.499	-2.260		
Formue (1.000 kr.)	70.923	75.373	80.811		
Cirkulerende andele (nom. 1.000 kr.)	73.287	78.067	82.952		
Indre værdi	96,77	96,55	97,42		
Officiel kurs	96,50	96,65	97,37		
Aconto udlodning pr. andel <sup>1)</sup>	1,50	1,00	1,00		
Afkast i procent <sup>1)</sup>	0,1	-1,9	-2,7		
Omkostningsprocent <sup>1)</sup>	0,3	0,3	0,3		
Standardafvigelse afdeling % p.a. <sup>2)</sup>	-	-	-		
Standardafvigelse benchmark % p.a. <sup>2)</sup>	-	-	-		
Sharpe Ratio afdeling p.a. <sup>2)</sup>	-	-	-		
Sharpe Ratio benchmark p.a. <sup>2)</sup>	-	-	-		

Afdelingen er opstartet den 11. november 2005.  
<sup>1)</sup> Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis for året  
<sup>2)</sup> Da afdeling Danske Obligationer Privat ikke har eksisteret i 3 år, beregnes disse tal ikke..







### Yderligere information

For yderligere information om afdelingernes investeringer i halvåret henvises til kvartalsorienteringerne samt foreningens hjemmeside [www.cww.dk](http://www.cww.dk). Information om afdelingernes regnskabstal findes i vedlagte bilag til halvårsrapporten, hvori der også findes nøgletal for halvåret. De angivne nøgletal er opgjort i overensstemmelse med retningslinier fra Finanstilsynet og InvesteringsForeningsRådet. Den anvendte regnskabspraksis er uforandret i forhold til den anvendte i foreningens årsrapport for 2007.

A handwritten signature in black ink, appearing to read "Tim Kristiansen".

Tim Kristiansen  
Direktør

Carnegie Asset Administration A/S

## Halvårsrapport pr. 30. juni 2008

Aktieafdelinger Hovedtal (i 1.000 kr.)	Globale Aktier		Danske Aktier		Europa	
	1. halvår 2008	1. halvår 2007	1. halvår 2008	1. halvår 2007	1. halvår 2008	1. halvår 2007
<b>Resultatopgørelse</b>						
Renter og udbytter	133.980	115.182	7.146	7.518	18.783	14.358
Kursgevinster og -tab	-1.394.207	674.634	-63.182	63.836	-115.794	60.444
Administrationsomkostninger	-52.252	-52.092	-3.465	-4.697	-4.686	-5.779
Resultat før skat	-1.312.479	737.724	-59.501	66.657	-101.697	69.023
Skat	-6.121	-5.161	-138	-174	-1.379	-948
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>-1.318.600</b>	<b>732.563</b>	<b>-59.639</b>	<b>66.483</b>	<b>-103.076</b>	<b>68.075</b>
<b>Balance</b>	30. juni 2008	31. december 2007	30. juni 2008	31. december 2007	30. juni 2008	31. december 2007
<b>Aktiver</b>						
Likvide midler	266.269	95.757	21.179	21.991	2.049	3.593
Kapitalandele	6.850.071	7.560.044	373.355	508.536	515.420	713.234
Andre aktiver	36.711	19.535	248	846	8.462	26.846
<b>Aktiver i alt</b>	<b>7.153.051</b>	<b>7.675.336</b>	<b>394.782</b>	<b>531.373</b>	<b>525.931</b>	<b>743.673</b>
<b>Passiver</b>						
Medlemmernes formue	7.048.353	7.665.073	393.500	529.289	525.059	739.818
Anden gæld	104.698	10.263	1.282	2.084	872	3.855
<b>Passiver i alt</b>	<b>7.153.051</b>	<b>7.675.336</b>	<b>394.782</b>	<b>531.373</b>	<b>525.931</b>	<b>743.673</b>
<b>Formueopgørelse</b>						
Medlemmernes formue primo	7.665.073	7.256.484	529.289	594.940	739.818	658.544
Udlodning fra sidste år	-41.840	-42.263	-105.167	-91.328	-26.327	-38.045
Ændring i udbetalt udlodning emission/indløsning	-1.820	2.344	3.872	1.957	3.070	-262
Emissioner i perioden	786.765	291.632	47.752	56.053	2.168	216.929
Indløsninger i perioden	-45.186	-928.204	-22.678	-68.878	-91.033	-102.936
Emissionstillæg	3.729	1.108	32	64	5	1.026
Indløsningsfradrag	232	3.718	39	166	434	474
Regulering af udlodning ved emission/indløsning	0	1.494	0	3.484	0	-107
Overført til udlodning fra sidste år	0	-1.573	0	-392	0	-777
Overført til udlodning næste år	0	933	0	404	0	790
Foreslået udlodning	0	41.840	0	105.167	0	26.327
Periodens nettoresultat	-1.318.600	1.037.560	-59.639	-72.348	-103.076	-22.145
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>7.048.353</b>	<b>7.665.073</b>	<b>393.500</b>	<b>529.289</b>	<b>525.059</b>	<b>739.818</b>

## Halvårsrapport pr. 30. juni 2008

Aktieafdelinger Hovedtal (i 1.000 kr.)	Østeuropa		Emerging Growth		Asien	
	1. halvår 2008	1. halvår 2007	1. halvår 2008	1. halvår 2007	1. halvår 2008	1. halvår 2007 *)
<b>Resultatopgørelse</b>						
Renter og udbytter	40.486	16.951	757	1.015	12.063	16.839
Kursgevinster og -tab	-418.735	202.223	-11.302	18.786	-442.521	116.649
Administrationsomkostninger	-17.695	-16.826	-1.227	-1.431	-10.515	-8.363
Resultat før skat	-395.944	202.348	-11.772	18.370	-440.973	125.125
Skat	-2.293	-1.482	-20	-54	-407	-884
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>-398.237</b>	<b>200.866</b>	<b>-11.792</b>	<b>18.316</b>	<b>-441.380</b>	<b>124.241</b>
<b>Balance</b>	30. juni 2008	31. december 2007	30. juni 2008	31. december 2007	30. juni 2008	31. december 2007
<b>Aktiver</b>						
Likvide midler	162.588	122.041	6.946	3.092	23.869	26.240
Kapitalandele	2.008.476	2.445.061	116.605	132.112	926.409	1.322.194
Andre aktiver	50.380	1.210	120	85	16.885	4.173
<b>Aktiver i alt</b>	<b>2.221.444</b>	<b>2.568.312</b>	<b>123.671</b>	<b>135.289</b>	<b>967.163</b>	<b>1.352.607</b>
<b>Passiver</b>						
Medlemmernes formue	2.112.592	2.544.663	123.189	135.060	949.766	1.350.420
Anden gæld	108.852	23.649	482	229	17.397	2187
<b>Passiver i alt</b>	<b>2.221.444</b>	<b>2.568.312</b>	<b>123.671</b>	<b>135.289</b>	<b>967.163</b>	<b>1.352.607</b>
<b>Formueopgørelse</b>						
Medlemmernes formue primo	2.544.663	2.005.578	135.060	143.556	1.350.420	0
Udlodning fra sidste år	-164.423	-148.764	0	0	-45.807	0
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning	12.989	7.775	0	0	-2.009	0
Emissioner i perioden	369.710	463.735	2.090	1.843	132.661	1288350
Indløsninger i perioden	-254.851	-233.249	-2.200	-26.309	-45.329	-182367
Emissionstillæg	1.210	3.258	13	17	782	7994
Indløsningsfradrag	1.531	2.100	18	254	428	1293
Regulering af udlodning ved emission/indløsning	0	-24.622	0	-87	0	-3887
Overført til udlodning fra sidste år	0	-484	0	0	0	0
Overført til udlodning næste år	0	776	0	0	0	1965
Foreslået udlodning	0	164.423	0	0	0	45807
Periodens nettoresultat	-398.237	304.137	-11.792	15.786	-441.380	191.265
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>2.112.592</b>	<b>2.544.663</b>	<b>123.189</b>	<b>135.060</b>	<b>949.766</b>	<b>1.350.420</b>

\*) Afdeling Asien er startet i december 2006, og regnskabsperioden i halvårsrapporten er fra opstarten i december 2006 til 30. juni 2007.

## Halvårsrapport pr. 30. juni 2008

Obligationsafdelinger Hovedtal (i 1.000 kr.)	Danske Obligationer Erhverv & Pension		Danske Obligationer Privat	
	1. halvår 2008	1. halvår 2007	1. halvår 2008	1. halvår 2007
<b>Resultatopgørelse</b>				
Renter	2.403	2.488	970	995
Kursgevinster og -tab	-2.321	-4.185	-705	-2.294
Administrationsomkostninger	-255	-321	-190	-200
Resultat før skat	-173	-2.018	75	-1.499
Skat	0	0	0	0
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>-173</b>	<b>-2.018</b>	<b>75</b>	<b>-1.499</b>
<b>Balance</b>	30. juni 2008	31. december 2007	30. juni 2008	31. december 2007
<b>Aktiver</b>				
Likvide midler	1.862	1.206	2.045	1.919
Obligationer	94.204	100.296	68.211	69.622
Andre aktiver	17.454	1.873	699	938
<b>Aktiver i alt</b>	<b>113.520</b>	<b>103.375</b>	<b>70.955</b>	<b>72.479</b>
<b>Passiver</b>				
Medlemmernes formue	97.915	103.319	70.923	72.439
Anden gæld	15.605	56	32	40
<b>Passiver i alt</b>	<b>113.520</b>	<b>103.375</b>	<b>70.955</b>	<b>72.479</b>
<b>Formueopgørelse</b>				
Medlemmernes formue primo	103.319	138.601	72.439	74.555
Udlodning fra sidste år	-4.006	-4.857	-925	-750
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning	197	675	1	-12
Emissioner i perioden	3.727	1.896	3.391	5.673
Indløsninger i perioden	-5.154	-33.305	-4.071	-6.570
Emissionstillæg	0	1	4	12
Indløsningsfradrag	5	76	9	16
Regulering af udlodning ved emission/indløsning	0	429	0	45
Overført til udlodning fra sidste år	0	-241	0	-162
Overført til udlodning næste år	0	27	0	26
Foreslået udlodning	0	4.006	0	925
Periodens nettoresultat	-173	-3.989	75	-1.319
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>97.915</b>	<b>103.319</b>	<b>70.923</b>	<b>72.439</b>