

A photograph of three men in blue shirts and ties, engaged in a conversation in an office environment. The man in the foreground is gesturing with his hand while speaking. The background is slightly blurred, showing office windows.

# Kvartalsorientering 1. kvartal 2008

Tema:  
Nedturen i USA  
stopper ikke  
væksten i Asien



INVESTERINGSFORENINGEN  
CARNEGIE WORLDWIDE

*Kunsten at vælge fra*

# Indholdsfortegnelse

Nedturen i USA stopper ikke væksten i Asien . . . . .	3
Forventninger . . . . .	6
Globale Aktier . . . . .	8
Europa . . . . .	11
Danske Aktier . . . . .	14
Østeuropa . . . . .	17
Emerging Growth . . . . .	20
Danske Obligationer . . . . .	23
Investeringsforeningen Carnegie WorldWide . . . . .	27

# Forord

## Kære investor

Der var ingen gemmesteder i den brutale nedgang på aktiemarkedene i 1. kvartal, som skyldes en forværring af den finansielle krise. Investorerne solgte bredt ud af aktier til fordel for mere sikre statsobligationer, hvilket gav et plus til obligationsafdelingerne. Aktieafdelingerne faldt i 1. kvartal mellem 9% og 23%, bedst klarede afdeling Danske Aktier sig, og dårligst gik det afdeling Østeuropa. I kvartalsorienteringen kan du læse, hvorfor vi tror, at de værste kursfald er ved at være overstået, om end vi fortsat ser risiko for mindre fald på kort sigt. Du kan i temaartiklen denne gang læse, hvorfor vi fortsat er optimistiske på den økonomiske vækst i Asien på trods af nedgangen i USA, og hvordan vi har tilrettelagt investeringerne til at drage fordel af dette.

Du kan læse mere om de enkelte afdelinger inde i kvartalsorienteringen.

## Udbytter for regnskabsåret 2007

Årets generalforsamling blev afholdt den 15. april, hvor årets regnskab og udbytter blev godkendt. Afdeling Globale Aktier har nu udloddet kr. 3,25 pr. andel, afdeling Danske Aktier 47,25 kr. pr. andel, afdeling Europa 5,00 kr. pr. andel, afdeling Østeuropa 31,75 kr. pr. andel, afdeling Danske Obligationer Erhverv & Pension 3,75 kr. pr. andel, og endelig har afdeling Danske Obligationer Privat udloddet 2,25 kr. pr. andel. Disse udbytter fragik kurserne onsdag den 16. april og blev indsat på medlemmernes konti den 22. april. Information om den skattemæssige behandling af disse udbytter findes i foreningens årsrapport og på hjemmesiden [www.cww.dk](http://www.cww.dk).

God læselyst!

Tim Kristiansen

Mikael Randel



# Nedturen i USA stopper ikke væksten i Asien

*Af porteføljeformaler Mogens Akselsen*

Igennem de sidste 10 år er der i stigende grad sket en transformation i de asiatiske økonomier, hvorved betydningen for væksten af indenlandske faktorer, særligt privatforbruget, er steget. Man kan derfor med rette rejse spørgsmålet, hvorvidt de asiatiske forbrugere fortsat kan udfylde rollen som katalysator for væksten i regionen i takt med, at den amerikanske økonomi er i en afmatning, og eksporten til USA dermed er under pres eller ligefrem stagnerende.

Økonomierne i Asien eksklusivt Japan (fremover benævnt Asien) er siden krisen i 1997 vokset med ca. 5-8% pr. år, hvilket, vi også forventer, vil være tilfældet de næste mange år, idet privatforbrugets betydning for den økonomiske udvikling vil tiltage og dermed i stigende grad dominere det økonomiske og politiske billede. Asien vil på sigt blive en mere selvstændig og økonomisk uafhængig region. Implikationerne vil ikke bare være begrænset til Asien, men vil i høj grad også påvirke den globale økonomi.

Baggrunden for det optimistiske skøn for forbrugsudviklingen skal primært findes i en række faktorer, som relaterer sig til befolkningssammensætningen – også kaldet demografi. Men også en række andre faktorer har afgørende betydning, såsom høje opsparelskvoter, forbrugertilid, forbrugsmønstre, informationsspredning, lånemuligheder og nye butikstyper.

Det store potentiale kan belyses ud fra Kina, hvor de 1,3 mia. indbyggere ikke anvender mere end ca. 40% af den samlede samfundstilvækst til forbrug. Dette står i modsætning til USA, hvor 300 mio. indbyggere bruger hen ved ca. 70% af værditilvæksten på forbrug. Med andre ord så vil en almen konvergens mod de amerikanske normer kunne udløse en gigantisk indenlandsk efterspørgsel og dermed vækst i de asiatiske økonomier.

## Demografiske faktorer

Asiens demografiske profil understøtter en stærk vækst i privatforbruget. I Asien er der ca. 3,2 mia. personer, og befolkningsvæksten i årene frem til 2015-2020 ventes at være 1-1,5%. Det vil sige, at den samlede befolkning i 2020 vil være ca. 3,6 mia., en forøgelse, som er større end den nuværende befolkning i Vesteuropa. Denne udvikling dækker dog over store individuelle forskelle, idet lande som eksempelvis Korea kun vil vokse 0,2% p.a., mens Indien ventes at have en befolkningstilvækst på mere end 1,5% p.a. I skæ-

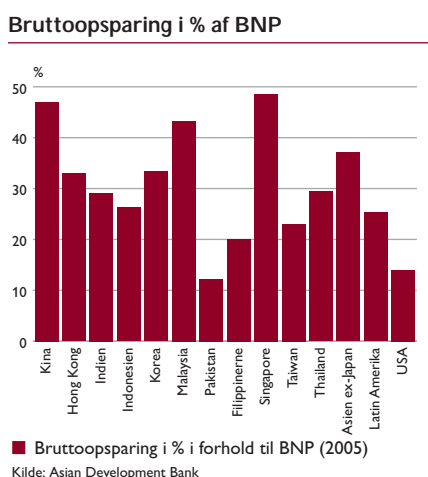
rende kontrast står lande som eksempelvis Italien, Japan, Tyskland og Rusland, hvor befolkningstallet ventes at være dalende de næste 10 år.

Selvom den asiatiske befolkning "kun" vokser med ca. 400 mio. frem til 2020, så vil den købedygtige befolkning (tjener mere end 5.000 USD pr. år) vokse markant hurtigere pga. den aktuelle sammensætning af befolkningen samt vækstudsigterne. Ifølge konservative beregninger vil den købedygtige gruppe stige fra ca. 200 mio. personer i 2005 til omkring 1.200 mio. i 2020. Med andre ord betyder demografi samt den generelle økonomiske vækst, at der over de næste 15 år kommer hen ved 1 mia. nye potentielle forbrugere.

Tre andre vigtige elementer i befolkningsaspektet er kvinders erhvervsfrekvens, husholdningernes størrelse samt andelen af befolkningen over 65 år. Det gælder på tværs af landene, at kvinder i stigende grad deltager på arbejdsmarkedet. F.eks. er andelen af udearbejdende kvinder i Hong Kong og Korea steget fra 54,7% og 51,1% i 1990 til henholdsvis 57,7% og 59,5% i 2003. En tendens som hænger nøje sammen med de faldende fertilitetsrater, der på langt sigt dog vil bremse befolkningstilvæksten. Men i de næste to årtier giver denne udvikling blot en ny gruppe af forbrugere med en relativ stor forbrugstilbøjelighed. Husholdningernes størrelse er ligeledes bestemmende for forbrugstendensen, eftersom antallet af husholdninger selvsagt er bestemmende for mængden af forbrugsgoder såsom tv og opvaskemaskiner m.m. Her er trenden den samme som i vesten, hvor antallet af medlemmer pr. husholdning har været nedadgående. Eksempelvis er den gennemsnitlige husholdning i Kina og Korea faldet fra 4,4 personer i 1980 til nu omkring 3. Samme billede tegner sig i de øvrige lande på nær Indien, hvor faldet indtil videre har været mere moderat. Sidst men ikke mindst så er andelen af befolkningen over 65 år omkring 6%, mens andelen i Japan, USA og Vesteuropa er henholdsvis 20%, 12% og 17%. Det lavere tal betyder, at de asiatiske forbrugere i den arbejdsdygtige alder ikke belastes af høje skatter til at finansiere sundhedsudgifter og øvrige udgifter til ældrepleje. Sammenfattende er det rimelig klart, at Asien er i en favorabel demografisk situation set over de næste 15 år, og at væksten i forbruget må forventes at fortsætte på et højt niveau.

## Øvrige forbrugsfremmende faktorer

Udover demografien er der andre betydende faktorer, herunder villigheden til at forbruge. Eftersom Asien tidligere har været præget af usikre regimer helt op til nyere tid uden et nævneværdigt socialt sikkerhedsnet for den enkelte borger, har der i mange år været en naturlig tilbøjelighed til en stor opsparing, hvilket kan ses af figuren nedenfor.



I takt med at de politiske systemer er blevet mere stabile, og indkomsterne er øget, har man oplevet en større forbrugertillid – især blandt den yngre generation. Dette er betydningsfuldt, idet forbruget så stiger, og opsparingstendensen falder og konvergerer mod mere vestlige normer. Denne proces vil accelerere i takt med, at den mere optimistiske og yngre generation vokser op. Som det ses af figuren, er Asiens bruttoopsparing næsten tre gange større end i USA, så selv ved stagnerende vækst i økonomierne vil indvirkningen af en faldende opsparing være stor.

En anden vigtig kilde til øget forbrug er udbredelsen af kreditgivning. Indtil slutningen af 1990'erne var kreditgivning i mange af de mere folkerige økonomier såsom Indien, Indonesien og Kina næsten ukendt. Men efter Asienkrisen i 1997, hvor bankerne fik store tab på lån til virksomheder, har man i stigende grad rettet blikket mod udlån til private i erkendelse af, at dette segment er mindre risikobetonet og mere profitabelt. For eksempel eksisterede realkreditlån ikke i Kina før 1998, men udgør i dag lidt over 10% målt i forhold til BNP. Tilsvarende lave andele finder man i Indien, Filippinerne, Indonesien, Thailand og Korea. I Danmark ligger tallet til sammenligning tæt på 100%. I Kina udgør almindelige forbrugslån mindre end 2% af bankernes samlede udlån. Samme tendens ses i mange af de øvrige fol-

kerige lande. Dog bør det for god ordens skyld nævnes, at regionen dækker over store forskelle, og mere veludviklede økonomier som Singapore og Hong Kong har en markant højere andel.

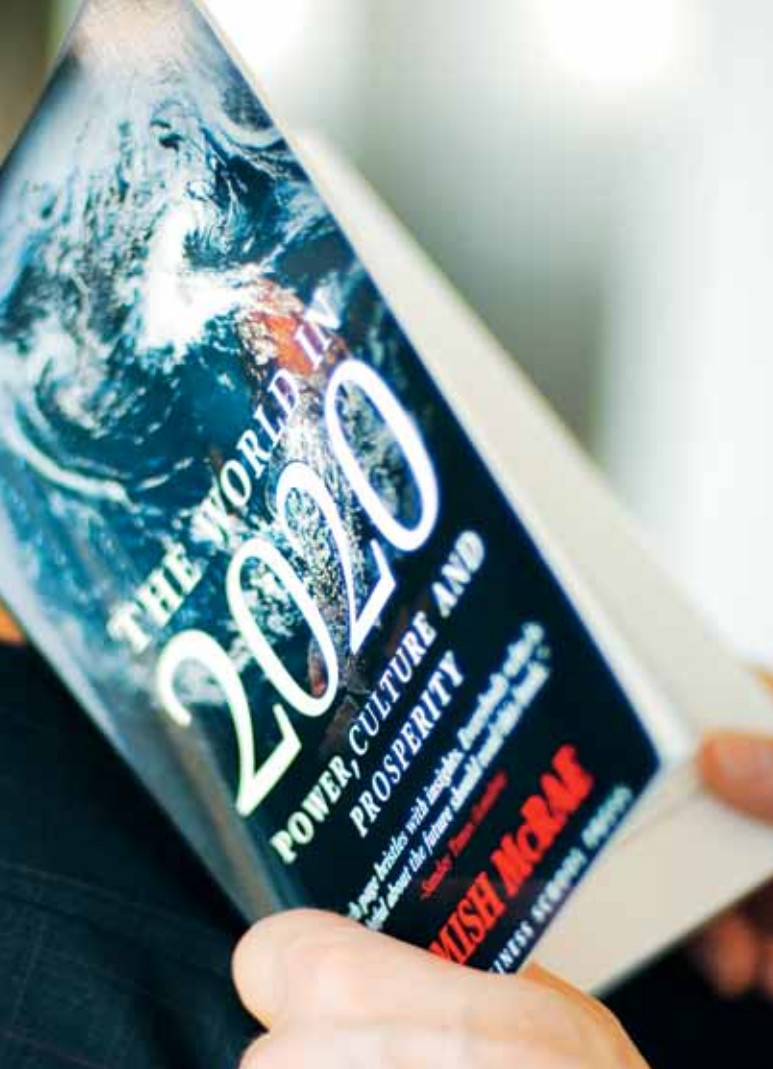
## Investeringscase: Indiske HDFC

Den indiske bank HDFC nyder godt af den stigende udbredelse af realkreditlån i Asien. Selskabet er Indiens førende udbyder af realkreditlån. Vi har valgt netop indiske HDFC, blandt andet fordi Indien har en af de laveste udbredelser af huslån, helt nede på 6% målt i forhold til BNP. Dette giver HDFC et mangeårigt vækstpotentiale i takt med, at realkreditlån udbredes i Indien, idet Indien har et underskud på 24 mio. lejligheder og huse af god kvalitet. Desuden har HDFC en uhyre dominerende position i Indien med et stort landsdækkende netværk af kontorer, som betjener den store indiske middelklasse. I mange andre lande i Asien er markedstrukturen mere fragmenteret og dermed præget af hårdere konkurrence mellem banker. Endelig har vi en meget høj tiltro til selskabets ledelse, som vi anser som en af de allerbedste i Asien. Vi har investeret i HDFC siden 2005.

Den teknologiske udvikling og globaliseringen skubber ligeledes i retning af stigende forbrug, idet udbredelse af massemedier (internet, mobiltelefoni og tv) samt nye forretningsformater flytter forbrugsmønstret, især blandt den yngre generation i retning af hvad vi kender herhjemme. Eksempelvis omsættes der i Indien i dag kun for 12,5 mia. USD gennem organiseret detailhandel (supermarkeder, varehuse og lignende), mindre end 5% af den samlede detailhandel. Økonomer forventer, at denne omsætning vil stige til ca. 280 mia. USD i 2020. I de vestlige økonomier er den organiserede handel omkring 80-90%. Mere organiserede formater tilskynder erfaringsmæssigt til øget forbrug via lettere adgang samt billigere varer som følge af stordriftsfordele.

## Afledte effekter

Den stigende velstand og det øgede forbrug har nogle afledte effekter. I over 50 år har der været en urbaniseringsbølge i gang, og vi forventer denne fortsætter de næste 30-40 år. I 1970 boede ca. 22% af befolkningen i byområder. I dag er



tallet steget til ca. 39%, og i 2020 ventes næsten halvdelen af befolkningen at bo i byområder. Denne enorme tilvækst i byerne stiller store krav til udbygning af infrastrukturen såsom veje, kloaker, vand, kraftværker, jernbaner, telekommunikationsnet osv. Derfor har man allerede nu indarbejdet markante stigninger i de offentlige budgetter til anlægsinvesteringer over de næste fem år. Alene Indien og Kina ventes at investere ca. 1.600 mia. USD over de næste fem år. Alt sammen noget der yderligere vil forstærke væksten, og som har sin rod i forbrugsudviklingen.

## Investeringsmæssige implikationer

Vi forventer, at Asien også i fremtiden vil være i stand til at skabe en forbrugsdrevet vækst, der ligger væsentligt over niveauet i OECD. Fundamentet er et stigende indenlandsk forbrug og store afledte infrastrukturinvesteringer. Denne udvikling betyder, at Asien i højere grad bliver en selvstændig og uafhængig region, der ikke på samme måde som tidligere vil være følsom over for konjunktursvingninger i Europa og USA. Dermed opnås også en mere økonomisk diversificeret global økonomi.

Udviklingen i Asien skaber en række globale investeringste-maer. Mest oplagt er vores tema den "asiatiske forbruger", som, vi mener, har relevans de næste 10-20 år. Inden for dette område er der en række asiatiske virksomheder inden

for forbrugssektoren, finanssektoren og på infrastruktur-området, som langsigtet er særdeles interessante. I afdeling Globale Aktier har vi dog af mere kortsigtede risikomæssige årsager i øjeblikket kun en lille direkte eksponering til lokale asiatiske selskaber. De lokale investeringer er primært via afdeling Asien og den indiske bank HDFC. Investeringsmæssigt ser vi også attraktive muligheder i en række globale virksomheder med stærke og unikke varemærker, som drager fordel af væksten i Asien. Eksempler på vores investeringer her er Nestlé, BAT, Diageo samt Procter & Gamle. Ligeledes vil store globale virksomheder inden for infrastruktur nyde godt af væksten i Asien. På denne baggrund har vi bl.a. investeret i General Electric, Siemens og Holcim. Sidst men ikke mindst, så er der ingen grund til at tro, at råvare- og energicyklen ikke vil fortsætte, så længe udbygningen af de asiatiske økonomier fortsætter. Mineselskaber, olieselskaber og deres leverandører vil derfor stadig have strukturel vækst i en årrække. Vores investeringer inden for dette område er bl.a. Rio Tinto, Transocean, Peabody Energy og Keppel.

Den høje vækst i Asien har også været meget positiv for andre udviklingsøkonomier. Latinamerika og råstofrige lande som Rusland, Kazakhstan og det afrikanske kontinent har oplevet en eksplosion i priserne på eksportvarer som olie og metaller på grund af stærk efterspørgsel drevet af den asiatiske vækst. Rusland er et godt eksempel, som fuldt ud har udnyttet den nye verdensøkonomi. Rusland har meget store råstofreserver som olie og gas, guld og andre metaller som nikkel, jernmalm og kul. Rusland har derfor fået meget store overskud på betalingsbalancen og det offentlige budget, hvilket har muliggjort store investeringer og en eksplosion i privatforbruget drevet af reallønsfremgange på 15% om året.

Rusland er i dag blandt de største markeder i Europa for mange forbrugsgoder som hårde hvidevarer og luksusvarer som designertøj og smykker. Gennem flere år har vi i afdeling Østeuropa investeret i den stærke private købekraft i Rusland og de andre østeuropæiske lande. Eksempelvis Ruslands største bank, Sberbank, der ventes at øge udlån med mere end 30% det kommende år, ejendomsudviklings-selskabet Open Investments, der bygger huse til den øvre middelklasse og de superrige i Moskva og CTC Media, som er Ruslands største privatejede tv-selskab, der nyder godt af ekstreme prisstigninger på tv-reklamer. Endelig har afdeling Østeuropa også investeringer i råvareselskaber blandt andet inden for landbrugsprodukter (Black Earth Farming), olie og gas (Lukoil og Gazprom), kul (Raspadayskaya) samt guld og nikkel (Peter Hambro og Norilsk Nikkel). ■

# Forventninger

## Aktieforventninger

De globale aktiemarkeder er faldet ca. 15% i første kvartal, mens de danske aktier er faldet ca. 10%. Baggrunden for faldene har været en kraftig eskalering af problemerne i finanssektoren, som har udgangspunkt i det amerikanske boligmarked, hvor priserne nu er faldet mere end 10% de seneste 12 måneder. Det svage amerikanske boligmarked og husejernes faldende evne til at afdrage på deres huslån sætter værdien af disse boliglån under yderligere pres. Dette skaber usikkerhed om investeringsbankernes balance og soliditet, og i slutningen af første kvartal kulminerede udviklingen med et likviditetspres på den amerikanske investeringsbank Bear Stearns. Den amerikanske centralbank måtte sammen med den amerikanske storbank J.P. Morgan træde til i en redningsaktion for at undgå en konkurs. Aktieinvestorerne tabte dog størstedelen af deres penge i denne redningsaktion.

Krisen i den finansielle sektor er alvorlig, fordi et velfungerende finansielt system er en afgørende forudsætning for en god økonomisk udvikling. På denne baggrund er det også forventeligt, at den amerikanske økonomi i 2008 vil opleve et eller flere kvartaler med negativ vækst drevet af en svag udvikling i privatforbruget. Set med aktieinvestorerens øjne, er det relevante spørgsmål dog, om de nuværende kursfald på aktiemarkederne på ca. 20% siden toppen i oktober 2007 gør, at bunden er nået, eller om der er udsigt til yderligere kursfald.

I et historisk perspektiv har aktiemarkederne typisk ramt bunden lidt over halvvejs gennem en recession med et gennemsnitligt kursfald på 20-25%. Hvis de historiske sammenhænge er en rettesnor, er der altså fortsat risiko for kursfald de kommende måneder, måske 5-10%, hvorefter aktiemarkederne typisk begynder at vise positive takter, fordi investorerne på dette tidspunkt begynder at inddiskontere en fornyet økonomisk vækst.

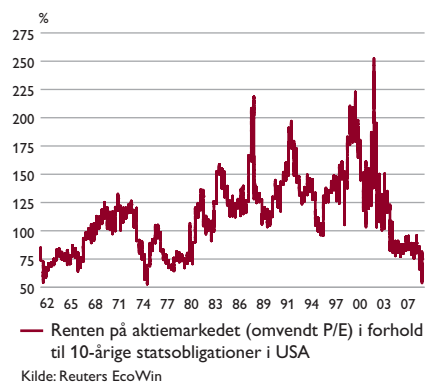
Flere forhold understøtter efter vores mening, at de værste kursfald er overstået, om end vi fortsat ser høj volatilitet og en risiko for yderligere kursfald de næste par måneder. De amerikanske myndigheder har tydeligt vist, at man aktivt vil bruge finans- og pengepolitikken til at afhjælpe krisen. Vigtigst har den amerikanske centralbank med redningen af Bear Stearns vist, at man ikke vil tillade, at en af de store banker går konkurs. Man er altså villig til at bruge centralbankens balance for at sikre en stabilisering af finanssektoren. Vi ser dette som et vigtigt signal, som fjerner risikoen for et egentligt finansielt krak.



Finanskrisen har sit udspring i USA, og når man ser på resten af verdensøkonomien drevet af emerging markets, som beskrevet i temaartiklen på side 3, er der fortsat udsigt til pæn global økonomisk vækst på 3,5-4% i 2008. Dette er lavere end tidligere, men denne vækst betyder, at vi globalt set og uden for den finansielle sektor formentlig ikke kommer til at se et generelt fald i virksomhedernes indtjening.

Endelig er prisfastsættelsen af aktiemarkederne på nuværende niveau ganske attraktiv. P/E-niveauet i USA er omkring 15, mens Europa og emerging markets ligger lidt lavere. Grafen på næste side viser aktiemarkedets (USA) prisfastsættelse i forhold til obligationer, og som det kan ses, er aktier nu historisk billige i forhold til obligationer (aktier bliver billigere, når kurven falder). Denne lave prisfastsættelse indregner efter vores vurdering således allerede en større nedgang i virksomhedernes indtjening.

### Prisfastsættelsen på aktier



En risikofaktor er en yderligere destabilisering af banksektoren, da den nuværende stabiliseringsfase, hvor bankerne genopbygger deres balancer gennem kapitalforhøjelser og tilbageholdenhed med nye kreditter, vil trække ud. Dette betyder, at tillidskrisen bankerne imellem fortsætter og hindrer en normalisering af banksektoren. En af de faktorer, vi holder øje med, er renten på interbankmarkedet. Figuren neden for viser, at interbankrenten steg kraftigt i august 2007, da de første kreditproblemer blev synlige. Redningen af Bear Stearns i slutningen af marts gav et fald i interbankrenten på over 0,5%-point, om end niveauet fortsat er højt.

### Interbankrenten ift. statsobligationer



En anden mere langsigtet risikofaktor er udsigten til stigende inflation drevet af stigende råvarepriser og den ekspansive pengepolitik. Stigende inflation betyder som regel lavere P/E-niveauer, men da aktiemarkedet allerede er billigt prisfastsat, ser vi ikke dette som en kortsigtet risiko. Vi vil i de kommende kvartalsorienteringer nærmere beskrive denne risikofaktor og de investeringsmæssige implikationer.

## Renteforventninger 2. kvartal 2008

Rentesatserne på de amerikanske statsobligationer nåede i 1. kvartal under 1% for op til de 1-årige obligationer og ned til 1,3% for den 2-årige rente samt ned til 3,3% for den 10-årige rente. Vi vurderer, at disse lave niveauer til fulde indregner omfanget af den finansielle krise, og vi forventer, at disse niveauer er bunden for renterne på statsobligationerne.

Den amerikanske nedtur forventer vi vil sprede sig og reducere den globale vækst fra ca. 5% i 2007 til 3,5-4% for 2008. I Europa venter vi, at væksten falder til 1,5-2%. Den Europæiske Centralbank, ECB, befinder sig i et dilemma. På den ene side er der hensynet til den finansielle stabilitet. Finanskrisen blandt europæiske banker tilsiger en løsere pengepolitik, det vil sige en øget og billigere adgang til likviditet blandt andet ved, at ECB sænker sin korte styrerente. Ligeledes trækker den stærke euro og udsigten til vigende økonomisk vækst i retning af en rentesækning. ECB er dog meget fokuseret på sit inflationsmål, som er en inflation under, men tæt på 2%. ECB's dilemma består i, at inflationen er steget til 3,5%, hvilket er det højeste i 16 år trukket op af stigende energi-, råvare- og fødevarerpriser. Den høje inflation gør det særdeles vanskeligt for ECB at sænke sin styrerente. Samtidig er pengemængden, kapacitetsudnyttelsen og beskæftigelsen høj. Finanskrisen er alvorlig, men alt i alt venter vi ikke, at ECB følger FED og sænker sin korte styrerente i 2. kvartal. Vores forventning om en uforandret styrerente skyldes den høje inflation, stærke signaler fra ECB om ikke at sænke renten samt, at Europa ikke er på vej ind i en periode med samme økonomiske nedtur som USA.

Med amerikanske renter ved en rentebund, ECB som ikke ventes at sænke sin korte rente, høj inflation samt fortsat usikkerhed i obligationsmarkedet venter vi fortsat høje udsving i de danske obligationsrenter i 2. kvartal, dog med en tendens til stigende renter. ■

# Globale Aktier

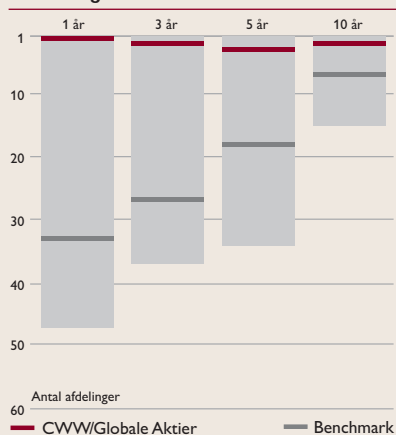
## Resumé

Der var ingen gemmesteder i den kraftige nedgang på aktiemarkedene i 1. kvartal 2008. Store fald på både valuta- og aktiemarkedene ledte til et negativt afkast i afdelingen på linje med de generelle markeder på 16%. Afkastet i 2007 var bedst blandt samtlige globale afdelinger og 18%-point højere end markedet. Ligeledes er afdelingen fortsat blandt de absolut bedste over længere tidsperioder. Strategien er rettet ind på

at klare sig godt over tre til fem år i forhold til det generelle aktiemarked. Vi har videreført vores strategiske valg fra 2007 om ikke at have eksponering af betydning til banker i den vestlige verden. Dette hjalp os til at undgå yderligere tab i 1. kvartal 2008. Vi undgik desværre ikke tab i selskaber, som vi på langt sigt har en særdeles positiv forventning til. Disse aktier faldt tilbage, uden at der var særlig fundamentalt belæg herfor. Vi vurderer, at der er gode langsigtede

muligheder for at udnytte den store usikkerhed i markedet trods vores forventning om lavere global vækst. Vi har benyttet lejligheden til at justere i sammensætningen af de 29 aktier, der udgør afdeling Globale Aktier. Efter den seneste korrektion, hvor også globale kvalitetsselskaber er solgt ned, ser vi et godt potentiale i det hold af aktier, som vi tror mest på på globalt plan.

Placering i IFR's afkaststatistik



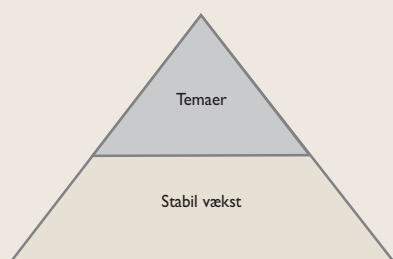
Søjlen viser IFR-kategoriens (Inv.ForeningsRådet) antal afdelinger rangordnet efter afkast i de angivne perioder.

## Svært at undgå det generelle markedsfald

Det samlede resultat for 1. kvartal var et fald på 16,3%, mens Morgan Stanleys verdensindeks faldt 16,1%. Når markederne falder så markant, er der en tendens til, at alt – inklusive attraktive kvalitetsselskaber – bliver solgt uden skelen til den fundamentale værdiansættelse. Dette ledte til, at flere af vores aktier, som vi har stærk tiltro til, også faldt tilbage. Vores aktier i den europæiske elektricitetssektor E.ON og især EDF faldt kraftigere, end vi havde ventet, og der er nu åbenlyst langsigtet værdi i disse aktier i en verden med strukturelt højere energi- og elektricitetspriser. Siemens, som med ny ledelse gennemgår en restrukturering, skuffede med ekstraordinære tab og faldt tilbage. Hvad markedet ikke fokuserede på, var en markant bedre udvikling end ventet i blandt andet den vigtige stærkstrømsdivision, hvor Siemens er blandt de ledende i verden. Vi har fortsat gode forventninger til dette selskab. Der var kun få lyspunkter i et kvartal, hvor selskaber med stor dollareksponering var under særlig beskyddning. Vores aktier i USA gjorde det dog relativt godt i kraft af deres særlige individuelle karakteristika og ligeledes i kraft af, at vi har amerikanske selskaber med stor eksportandel. Et eksempel på dette er General Electric, som drog nytte af selskabets stærke kreditværdighed og gode eksponering til øget salg af produkter til udbygning af den globale infrastruktur.

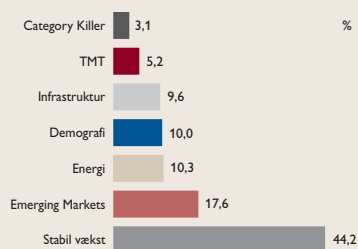
## Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Der var ingen afgørende ændringer af investeringsstrategien i kvartalet. Vi anser det dog for meget vigtigt at fokusere på selskaber, som har mulighed for at sætte prisen op på de produkter, de sælger. I en verden, hvor væksten falder og inputomkostningerne stiger, er prisfleksibilitet helt afgørende for at fastholde og øge indtjeningen. Afdeling Globale Aktier er bygget op omkring en kerne af store stabile vækstelskaber, som har et stabilt voksende frit cash flow. Denne kerne udgør i dag godt halvdelen af porteføljen og består primært af nydelsmiddel-selskaber, elektricitetselskaber, fødevarerelskaber og medicinal-selskaber. 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





Temaoversigt pr. 31.03.2008



Kursudvikling Sinopec



Forventninger til Globale Aktier

Store defensive kvalitetsselskaber kombineret med vækst i Emerging Markets er fortsat den rette profil.

Vi venter bedre afkast fra nuværende lavere niveau i resten af 2008. Turbulens er lig med muligheder. Muligheder vi vil gøre alt for at udnytte bedst muligt til gavn for vores medlemskreds.

energieksponeringen reelt højere. Vi tror fortsat på høje energipriser drevet af behovet for nyinvesteringer i den globale energinfrastruktur.

Omlægninger i kvartalet

Vi foretog en række omlægninger i slutningen af kvartalet og udnyttede dermed de store kursudsving. Kinesiske **Sinopec** blev solgt efter at have været en af vores bedste aktier de senere år. Stigende inflation i Kina og dermed vanskelige betingelser for at få lov til at føre de stigende oliepriser videre til benzinprisen til slutbrugeren gjorde, at vi solgte denne gevinstgivende position. I stedet blev russiske **Gazprom** – en aktie der tidligere har været i porteføljen – købt igen, da vi forventer en kraftig stigning i indtjeningen som følge af fortsat stigende eksportpriser til Europa og næsten en tredobling af priserne på gas i Rusland inden for de næste fire år. Yderligere brugte vi provenuet fra salget til at supplere beholdningen i tre af vores amerikanske selskaber: **Peabody Energy**, **General Electric** og **Procter & Gamble**. En anden af vores olieaktier, franske **Total**, blev ligeledes solgt. Det bliver sværere for de ikke-statsejede selskaber i oliesektoren at få billig adgang til nye reserver. Selvom Total har en god produktionsprofil, stiger omkostningerne fortsat markant, og vi vurderer, at det er bedre at eksponere os til energisektoren på anden vis. Således købte vi mere i olieserviceselskabet **Transocean**, som har særligt speciale i borerigge på dybt vand. Endelig købte vi **Schneider Electric**, som er den globale leder inden for svagstrømsprodukter og energibesparelssystemer. Vi kan være sikre på, at en trend er, at vi skal være bedre til at bruge den sparsomme energi, vi har, mere effektivt. Her har Schneider Electric, som handles på en attraktiv pris, en meget stærk position. Selskabet er dog i nogen grad følsom over for det amerikanske erhvervsboligmarked. Vi ser dog ikke så udprægede problemer i dette segment og vurderer, at denne faktor er mere end indregnet i den nuværende pris. Endelig solgte vi **Altria**, som er mest kendt for sit cigaretmærke Marlboro og købte i stedet **UST**, som er det ledende selskab inden for snusprodukter. Snusprodukterne har en bedre vækstprofil, og prisfastsættelsen af selskabet ser nu mere interessant ud.

Turbulens og muligheder

Vi står midt i en egentlig finanskriser med centrum i USA. Vi vurderer, at de aggressive tiltag, der tages til løsning af konflikten, har effekt, og at markedet kommer til at stige fra det nuværende lave niveau under store udsving. Den langsigtede vækst, der driver verdensøkonomien skal fortsat komme fra Emerging Markets. Trods lavere global vækst ser vi derfor gode købsmuligheder i en række selskaber på nuværende niveauer.

Afdeling Globale Aktier 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. Vi øger fortsat eksponeringen til amerikanske aktier, som målt i euro ser attraktive ud. Samlet set er det absolut vigtigste at finde det rigtige selskab. Det betyder mindre, hvor selskabet er noteret, og mere at kvaliteten af selskabet er høj, og at selskabet er eksponeret til en attraktiv trend. Vi befinder os i den sene fase i denne økonomiske opgang, og den globale likviditet strammer til. Efter første kvartal ser vi dog nu bedre muligheder for stigninger fra nuværende niveauer i resten af 2008, selvom det gennemsnitlige afkast over de kommende år forbliver forholdsvist lavt.

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

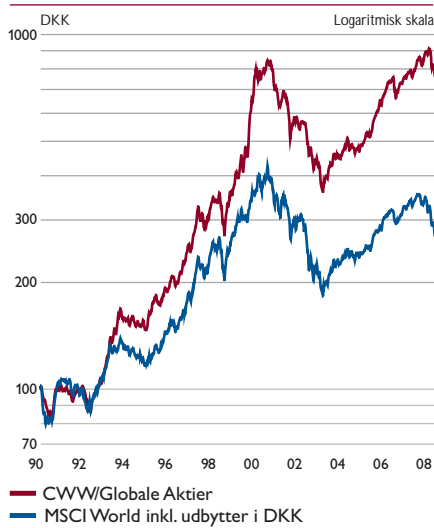
Nøgletal	31.03.08	31.12.07
Formue (i 1.000 kr.)	6.666.307	7.665.073
Cirkulerende andele stk.	13.369.777	12.873.889
Udbytte	0,00	0,00
Indre værdi	498,61	595,40
Officiel kurs	502,98	602,31

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

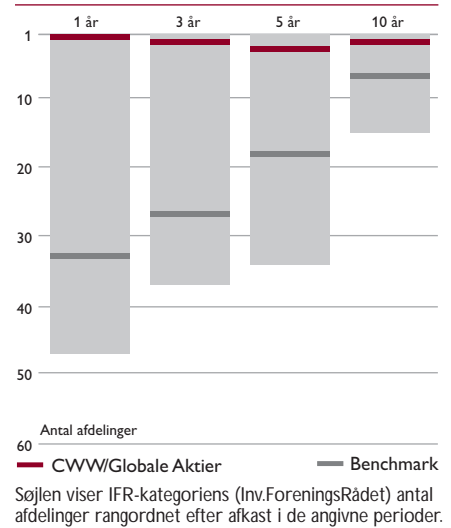
Afkast/Merafkast i %	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Globale Aktier	-2,6	46,3	106,3	118,4	12,1
Benchmark*	-18,7	8,2	44,8	4,6	5,8
Globale Aktier merafkast ift. benchmark*	16,1	38,1	61,5	113,8	6,3

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	13,4	12,1	17,8	16,9
Std.afv. % p.a. benchmark*	11,2	10,7	16,2	16,1
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	0,7	1,0	0,2	0,4

### Globale Aktier levetid



### Placering i IFR's afkaststatistik



### Aktieporteføljen pr. 31.03.2008

	USA og Canada	Storbritannien	Kontinental-europa	Japan	Øvrige Fjernøsten	Emerging Markets	Total	Benchmark*
<b>Energi</b>	Peabody Energy 2,8 Transocean 3,1					Gazprom 2,1	8,0	11,1
<b>Råvarer</b>		Rio Tinto 4,5	Holcim 3,5				8,0	7,8
<b>Industri og service</b>	General Electric 3,5 Praxair 3,2		Siemens 2,6 Schneider Electric 2,3				11,6	11,8
<b>Forbrugsgoder - cykliske</b>					Esprit 3,1		3,1	9,7
<b>Forbrugsgoder - defensive</b>	UST 2,3 Procter & Gamble 3,3	BAT 6,7 Diageo 2,5	Nestlé 6,0	Japan Tobacco 5,6			26,4	9,0
<b>Medicinal</b>			Roche 4,2 Novartis 2,7				6,9	8,8
<b>Finans</b>	Aflac 3,1		Allianz 1,3			HDFC 5,4 United Overseas Bk. 2,2	12,0	22,1
<b>Informationsteknologi</b>	Cisco Systems 2,6			Canon 2,6			5,2	10,4
<b>Telekommunikation</b>							0,0	4,6
<b>Koncessioneret service</b>	Exelon 3,3		E.ON 5,9 Electricite de France 4,1				13,3	4,7
<b>Andet</b>					CWW/Asien 2,0	CWW/Øst. 3,5	5,5	0,0
<b>Total</b>	27,2	13,7	32,6	8,2	12,7	5,6	100,0	-
<b>Benchmark*</b>	50,9	10,6	23,8	9,9	4,8	0,0	-	100,0

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

# Europa

## Resumé

Store kursfald på de globale aktiemarkeder i årets første kvartal medførte, at afdelingens indre værdi faldt med 14,6%. Til sammenligning faldt europa-indekset med 15,7%, og det vidner om investorenes store nervøsitet over for den eskalerende finanskrisen og en mulig amerikansk recession.

Det er svært at kvantificere, hvor dyb lavkonjunkturen i den amerikanske

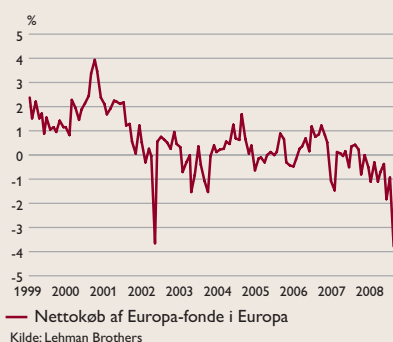
økonomi bliver, men det er vores overbevisning, at verdensøkonomien fortsat er i god form - drevet af væksten i udviklingsøkonomierne. Væksten i Europa er påvirket af nedgangen i USA og af den svage dollar, men den tyske økonomi trækker i den modsatte retning.

I kvartalet besluttede vi ud fra et risikosynspunkt at sælge Allied Irish Bank og i stedet købe yderligere i Allianz.

Finansaktierne er dog fortsat kraftigt undervægtet i porteføljen.

Stabile vækstelskaber udgør godt 55% af porteføljen, og vi har øget investeringen i spanske Telefonica, der er vores favoritselskab inden for telekommunikation. De langsigtede vindere inden for energisektoren tyder stadig på at blive de nationale olie- og gasselskaber. Som følge heraf valgte vi at sælge Total for at øge vægten i russiske Gazprom.

## Nettokøb af Europa-fonde i Europa



## Afkast i 1. kvartal

Store kursfald i årets første kvartal gik ud over afdelingen med et fald i indre værdi på 14,6%. Det var lidt bedre end Morgan Stanleys Europaindeks, som tabte 15,7%. Kursfaldene er naturligvis relateret til den eskalerende globale finanskrisen og frygten for en længerevarende økonomisk recession i USA. Alle sektorer opnåede negative afkast, selv defensive sektorer, hvilket vidner om det massive udsalg af aktier, hvor investorer generelt reducerede deres aktieporteføljer. Niveaueet for aktiesalg nåede således højderne fra den sidste markante nedgang på aktiemarkederne i 2001-03, som det ses af figuren til venstre.

Værst gik det ud over de cykliske aktier samt finansaktierne, og i afdelingen faldt Piraeus Bank og tyrkiske GarantiBank med omkring 30% og 50%. Selv de mere defensive energiselskaber faldt i kurs, f.eks. faldt en af afdelingens store investeringer, Electricite de France med over 30%, hvilket dog til dels skyldes kortsigtede skuffende udmeldinger vedrørende udsigterne for i år.

Flere af afdelingens aktier leverede dog pæne positive afkast blandt andet medicinalselskabet Roche og Synthes, ligesom Nestlé og guldmineselskabet Peter Hambro gik imod strømmen.

## Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

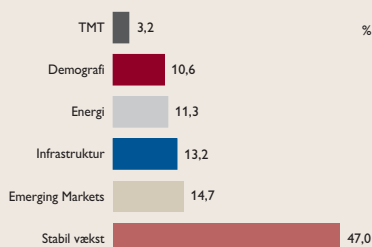
Fundamentet for afdelingens investeringer består af en kerne af stabile vækstelskaber, som har en høj og stabilt voksende pengestrøm (frit cash flow). Det frie cash flow er forudsætningen for, at selskaberne blandt andet kan iværksætte attraktive investeringer eller betale gode udbytter til aktionærerne. På nuværende tidspunkt udgør denne kerne godt 55% af porteføljen (stabil vækst og demografi), hvilket kan ses af temaoversigten på næste side. Mere konkret, så drejer det sig om selskaber inden for forbrugsgoder som fødevarer, spiritus og tobak samt inden for finans- og sundhedssektoren.

Selvom det er svært at kvantificere, hvor dyb den amerikanske økonomis lavkonjunktur bliver, så er det vores overbevisning, at verdensøkonomien fortsat er i god form drevet af væksten i udviklingsøkonomierne og til dels af væksten i

## Tysklands IFO-indeks



## Temaoversigt pr. 31.03.2008



## Forventninger til Europa

De europæiske aktiemarkeder vil på kort sigt være påvirket af lavkonjunktoren i den amerikanske økonomi, men det er vores overbevisning, at verdensøkonomien stadig er i god form. Væksten er drevet af udviklingsøkonomierne, og selvom væksten i Europa er påvirket af nedgangen i USA og af den svage dollar, så er det positivt, at Europas største økonomi (Tyskland) trækker i den modsatte retning. 2008 vil byde på lavere europæisk vækst (1,5-2%) og virksomhedernes indtjening vil blive påvirket negativt, men trods dette vi finder mange attraktivt værdifastsatte selskaber, som vi mener vil gøre det godt på længere sigt.

den europæiske økonomi. Væksten i Europa er naturligvis påvirket af nedgangen i USA og af den svage dollar, men den tyske økonomi trækker i den modsatte retning, bedst illustreret ved IFO-indekset, som viser, at de tyske erhvervslederes tillid til økonomien og fremtiden fortsat er høj. Tyskland er ved at blive det nye lokomotiv for væksten i Europa, hvorimod væksten i de gamle lokomotiver som Spanien og Storbritannien er vigende.

Den globale kreditkrise har ændret det økonomiske landskab - væk fra stigende forbrug og gældsætning mod øget opsparing og investeringer. Den faldende tyske ledighed koblet med økonomisk velfunderede europæiske virksomheder vil dog virke som en stødpude for Europa. Vi har igennem det seneste år løbende mindsket eksponeringen til finanssektoren og øget andelen af tyske aktier.

Foruden kernen af stabile vækstselskaber består porteføljen af en række investeringer i temaer med et langsigtet attraktivt potentiale. Infrastruktur er et af de store temaer i porteføljen og udgør 13% af porteføljen. Det er vores overbevisning, at behovet for udbygning af infrastrukturen globalt set aldrig har været større. Energi udgør godt 11% af porteføljen, og dette tema er drevet af vores forventning om fortsat høje energipriser. Eksponeringen til vores tredje investeringstema, Østeuropa (7%), sker primært gennem vesteuropæiske kvalitetsselskaber med betydelig eksponering til væksten i Østeuropa.

## Omlægninger i kvartalet

I januar besluttede vi, ud fra et risikosynspunkt, at sælge **Allied Irish Bank** (AIB) og i stedet købe yderligere op i **Allianz**. Begge selskaber har været hårdt påvirket af den bratte nedgang i finanssektoren, og umiddelbart er begge selskaber meget lavt vurderet. Den fremadrettede risiko er i AIB's tilfælde centreret om eksponeringen til den irske og engelske økonomi og specielt til de overophedede boligmarkeder. I Allianz's tilfælde ligger risikoen primært i deres ejerskab af Dresdner Bank, som dog er en meget lille del af den velkørte forsikringskoncern. Finansaktierne er dog fortsat kraftigt undervægtet i porteføljen.

Ligesom i fjerde kvartal har vi fortsat ændringen af porteføljen inden for energi. Vi er blevet mere overbevidste om, at det ikke er de store integrerede multinationale olieselskaber, som vil drage størst fordel af de høje energipriser grundet et massivt omkostningspres og begrænset adgang til nye ressourceforekomster. De langsigtede vindere tyder på at blive selskaber inden for olieservice og nationale olie- og gasselskaber. Som følge heraf valgte vi at sælge **Total** for bl.a. at øge vægten i den russiske gasgigant **Gazprom**. Gazprom har enorme ressourcer og stort set samme produktionsniveau som Saudi Arabien, og selskabet vil over de kommende 5 år levere meget kraftig vækst i indtjeningen. Dette vil blive drevet af stigende gaspriser for selskabets eksport og i særdeleshed af stigende indenlandske gaspriser, som løbende dereguleres frem til 2011.

Sluttelig har vi købt **Telefonica**, der er vores favoritselskab inden for telekommunikationssektoren. Selskabet fortsætter med at vokse på det spanske hjemmemarked og leverer samtidig solid vækst fra deres latinamerikanske forretning. Dette står i skarp kontrast til telesektoren, som har store vækstproblemer. Telefonica er et særdeles veldrevent selskab med et højt frit cash flow, som, vi forventer, i stigende grad vil blive udbetalt til aktionærerne i form af udbytter og tilbagekøb af egne aktier.

## 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.

## Europa

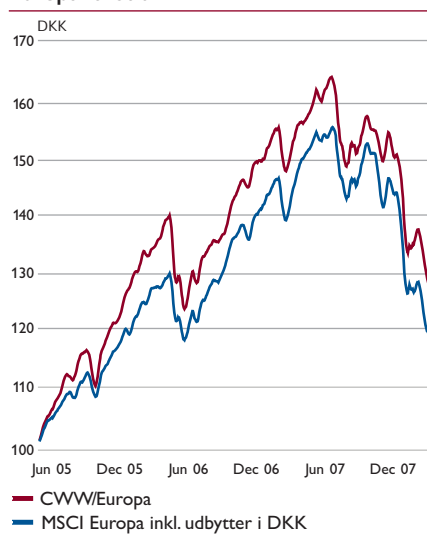
Nøgletal	31.03.08	31.12.07
Formue (i 1.000 kr.)	559.636	739.818
Cirkulerende andele stk.	4.661.859	5.265.359
Udbytte	0,00	0,00
Indre værdi	120,05	140,51
Officiel kurs	118,54	139,34

Fondskode	DK0010312529
Afdelingens start:	23.05.2005
Læs mere på:	<a href="http://www.cww.dk/eu">www.cww.dk/eu</a>

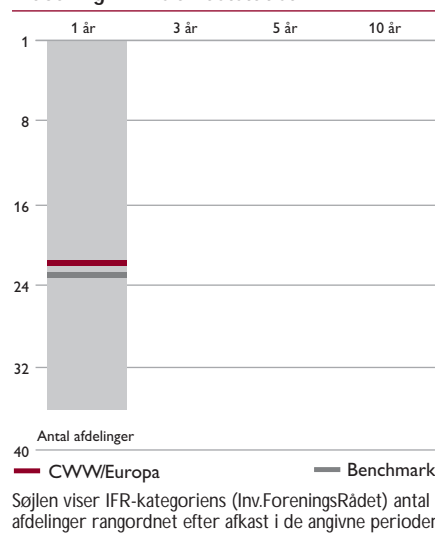
Afkast/Merakfast i %	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Europa	-15,8	-	-	-	9,5
Benchmark*	-15,8	-	-	-	7,3
Europa merakfast ift. benchmark*	0,0	-	-	-	2,2

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

### Europa levetid



### Placering i IFR's afkaststatistik



### Aktieporteføljen pr. 31.03.2008

	Norden	UK og Irland	Centraleuropa	Sydeuropa	Østeuropa	Total	Benchmark*
Energi	Fred. Olsen Energy 6,2				Gazprom 5,1	11,3	10,1
Råvarer		Rio Tinto 4,5 Peter Hambro Mining 4,0	Holcim 3,3	Buzzi Unicem 2,5		14,3	10,0
Industri og service	YIT 2,1		Wienerberger 3,1 Siemens 3,9 Linde 3,8	Grupo Ferrovial 3,5		16,4	10,4
Forbrugsgoder - cykliske						0,0	8,8
Forbrugsgoder - defensive		BAT 5,5 Enterprise Inns 4,1 Diageo 3,6	Nestlé 6,1			19,3	10,2
Medicinal			Novartis 1,8 Roche 4,0 Synthes 4,8			10,6	7,4
Finans			Allianz 5,1 Immoeast 2,1	Piraeus Bank 2,5 UniCredito Italiano 3,0	GarantiBank 2,0	14,7	26,2
Informationsteknologi						0,0	3,2
Telekommunikation				Telefonica 3,2		3,2	6,9
Koncessioneret service			Electricite de France 5,9 E.ON 4,3			10,2	6,8
Andet						0,0	0,0
<b>Total</b>	8,3	21,7	48,2	14,7	7,1	100,0	-
<b>Benchmark*</b>	9,1	31,7	45,8	13,4	-	-	100,0

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

# Danske Aktier

## Resumé

Afdelingen har givet et afkast på -9,1% i 1. kvartal 2008 i et meget volatilt og omskifteligt aktiemarked. Den internationale finansielle krise giver konjunkturafmatning og indtjeningsnedjusterin-

ger. Faldende aktiekurser kan være en interessant mulighed for at købe kvalitetsaktier til "lav" pris. Vi har således øget beholdningen af A.P. Møller-Mærsk på trods af finanskrisen og udsigten til konjunkturafmatning. Der er tegn på,

at det værste af den finansielle krise er ovre, men vi forventer dog fortsat volatile aktiemarkeder i de kommende måneder.

### Kursudvikling A.P. Møller Mærsk



### Kursudvikling FLSmidth



### Kursudvikling DSV



## Afkastet i 1. kvartal

Carnegie WorldWide/Danske Aktier gav i 1. kvartal et afkast på -9,1%, hvilket kan sammenholdes med et afkast på benchmark på -9,3%. De positive bidragsydere var få, dog steg Topdanmark (+8%), TrygVesta (+7%) og SimCorp (+1%). Forsikringsaktierne har generelt klaret sig godt, primært fordi deres indtjening ventes at være særdeles modstandsdygtig over for den igangværende finansielle krise, og sekundært fordi vurderingen er lav. Topdanmark har dog lidt under selskabets investeringer i amerikanske subprime obligationer m.m., som investorerne har frygtet nedskrevet i et omfang, som kunne skade selskabet. Frygten har dog vist sig ubegrundet, og finske Sampo har for ganske nylig meldt sig som storaktionær (ejer mere end 5%) i Topdanmark, hvilket har flyttet investorernes fokus fra investeringsrisikoen til en mulig overtagelse af selskabet.

De negative bidrag til porteføljens performance kom primært fra GN Store Nord (-41%), B&O (-39%) og IC Companys (-41%), som porteføljen dog kun har en begrænset eksponering til. Aktiernes dårlige kursudvikling skyldes nedjusteringer af resultatprognoserne, og hermed er de første tegn på den internationale konjunkturafmatning nu synlig i de danske regnskaber. Alle tre selskaber har skilt sig af med den administrerende direktør, og de nye ledelsesteam vil først være på plads midt på året. Det giver selvfølgelig en risiko for et ledelsesmæssigt tomrum og yderligere en risiko for "oprydningsnedskrivninger" i forbindelse med de nye direktørers ankomst. Aktierne er dog allerede faldet meget, og vi vurderer, at et kraftigt fald i indtjeningen allerede er inddiskonteret.

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

Porteføljen er bygget op 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 af porteføljen er eksponeret til selskaber, hvor forretningsmodellen ikke er helt færdigudviklet og/eller forstået af markedet, hvilket giver mulighed

## Forventninger til Danske Aktier

Vi forventer fortsat en høj volatilitet på det danske aktiemarked, da investorerne fortsat vil være meget påvirkelige af diverse økonomiske nøgletal og selskabsrapporter. Recessionen i USA er nu nærmest en kendsgerning, og traditionelt har aktiemarkedene nået bunden midt i recessionen, hvilket giver forhåbninger om, at aktiemarkedet er ved bunde og måske kan begynde at stige. Oprydningen og den igangværende genopbygning af balancerne hos de store internationale finanshuse som UBS og Lehman Brothers kan være et tegn på, at finanskrisen er ovre det værste. Det ville i så fald betyde, at den nuværende høje risikopræmie på aktiemarkedene ville begynde at falde mod et mere normalt niveau, hvilket vil være positivt for aktiemarkedet. Aktiemarkedet er nemlig attraktivt prisfastsat, hvis investorerne får tillid til, at indtjeningsfaldet ikke bliver større end p.t. antaget.

Vi forventer, at markedsudviklingen i år bliver mere polariseret end normalt, idet selv små indtjeningsafvigelser vil blive straffet ganske hårdt. Vi forventer, at det vil være et snævert udvalg af aktier, som vil drive aktiemarkedet, når det igen begynder at stige simpelthen fordi, konjunkturfatningen ikke muliggør, at alle sektorer af økonomien kommer til at deltage i den næste opgang. Vores fokuserede og meget selektivt udvalgte portefølje, håber vi, vil klare sig godt i et sådant marked.

for større positive revurderinger af selskabets værdi i takt med, at selskabet udvikler sig over tiden.

Den finansielle krise med udspring i USA begynder nu også at kunne mærkes hos forbrugerne herhjemme i form af strammere kreditter og et mere anspændt boligmarked. På det danske boligmarked er afmatningen sat ind, og vi venter, at privatforbruget vil følge efter i de kommende måneder. Forsigtighed og en øget opsparende tendens vil præge forbrugerne, så længe der hersker stor usikkerhed omkring effekten af den finansielle krise. Investorerne har naturligvis allerede reageret på det ændrede fremtidsbillede, hvilket især er gået ud over de cykliske aktier og navnlig selskaber med eksponering mod byggeriet og privatforbruget. Vi forventer, at denne tendens vil fortsætte til trods for, at mange af de nævnte selskaber efterhånden ser attraktive ud.

Aktiemarkedet er til trods for en del nedjusteringer blevet billigere efter at være faldet siden toppen i august sidste år, hvilket stiller investorerne i et klassisk dilemma. Skal man købe nu, hvor markedet er billigt, men hvor der er stor usikkerhed om indtjeningen og prisfastsættelsen, eller skal man vente til der er større afklaring om den økonomiske situation, men hvor aktiekurserne så selvfølgelig også er højere? Vores indgangsvinkel til denne problemstilling er at koncentrere porteføljen i aktier, hvor kursrisikoen vurderes at være lav, enten fordi vurderingen allerede afspejler en kraftigt faldende indtjening, eller der hvor risikopræmien er tilstrækkelig høj, og hvor der ikke er en stor konjunkturbetinget usikkerhed om indtjeningen.

På kort sigt venter vi, at aktiemarkedet i høj grad vil være drevet af psykologi, men også af diverse økonomiske nøgletal, og regnskabsmeddelelser vil have en stor betydning for udviklingen. Det kan og vil give nogle store kortsigtede udsving i aktiekurserne, men for den langsigtede investor giver det også nogle interessante muligheder for at købe aktier i gode selskaber til en billig pris, selvfølgelig i forventning om at verden igen på et senere tidspunkt normaliseres. Vi vil konstant i de næste måneder øge investeringen i sådanne selskaber, i takt med at mulighederne opstår.

## Omlægninger i kvartalet

Vi har øget investeringen i **A.P. Møller-Mærsk** (+1,5%) primært som følge af, at markedet prisfastsætter selskabet som om, at Mærsk Lines ikke er noget værd, hvilket naturligvis ikke er tilfældet. Mærsk Lines har p.t. store problemer, og konjunkturfatningen gør det ikke nemmere for dem i 2008. Den igangsatte effektivisering bør imidlertid mere end opveje konjunkturudviklingen og derved sikre indtjeningsvækst i Mærsk Lines, hvilket langt fra er afspejlet i kursen. Ændringen af organisationen og kulturen i virksomheden er en risikofyldt proces, men indeholder også muligheden for en større fremtidig dynamik i selskabet og er en nødvendighed for et fremtidigt konkurrencedygtigt Mærsk Lines. Beholdningen i **FLSmidth** (+1,5%) er øget på bekostning af **NKT** (-1,5%). Dette skyldes, at FLSmidth efter vores vurdering er mindre cyklisk følsom, og selskabets lange ordrebog bør beskytte aktien mod yderligere kursfald fra dette niveau. Endelig har vi valgt at øge beholdningen i **Topdanmark** (+0,5%), **DSV** (+0,5%) og **William Demant** (+0,5%), som alle er kvalitetsselskaber, der blot er blevet billigere pga. den øgede kortsigtede markedsrisiko.

## Investeringsfilosofi

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

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

## Danske Aktier

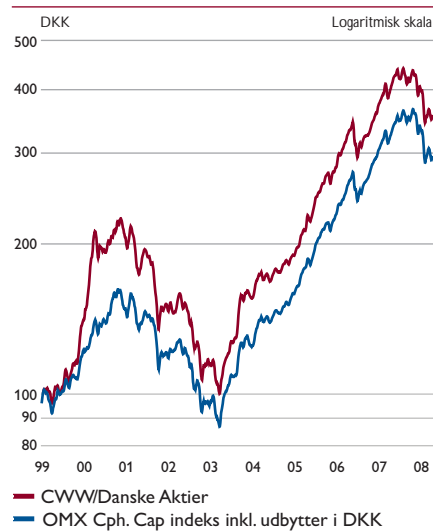
Nøgletal	31.03.08	31.12.07
Formue (i 1.000 kr.)	463.137	529.289
Cirkulerende andele stk.	2.141.289	2.225.749
Udbytte	0,00	0,00
Indre værdi	216,23	237,80
Officiel kurs	217,81	236,82

Fondskode	DK0010249655
Afdelingens start:	23.12.1998
Læs mere på:	<a href="http://www.cww.dk/da">www.cww.dk/da</a>

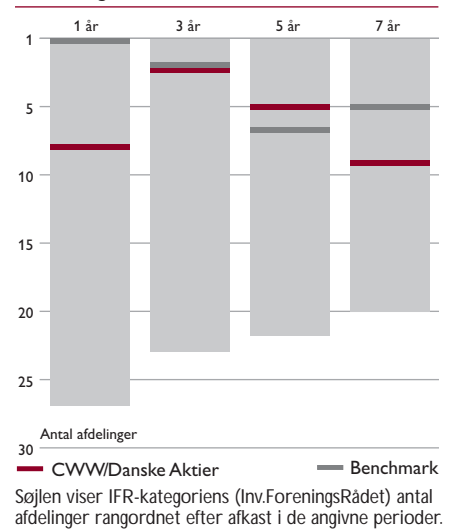
Afkast/Merafkast i %	1 år	3 år	5 år	7 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Danske Aktier	-9,4	66,1	238,5	102,7	14,9
Benchmark*	-6,8	67,8	226,0	118,4	12,6
Danske Aktier merafkast ift. benchmark*	-2,6	-1,7	12,5	-15,7	2,3

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	15,1	15,0	-	19,3
Std.afv. % p.a. benchmark*	14,2	13,8	-	16,0
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	0,9	1,4	-	0,5

### Danske Aktier levetid



### Placering i IFR's afkaststatistik



### Aktieporteføljen pr. 31.03.2008

	Cyklisk vækst	Stabil vækst	Strukturel vækst	Total	Benchmark*
<b>Energi</b>				0,0	1,2
<b>Råvarer</b>			Novozymes 2,5	2,5	2,9
<b>Industri og service</b>	A.P. Møller-Mærsk 10,3 FLSmidth 5,1 NKT 0,8 Torm 1,0 DSV 5,4	G4S 4,9	Vestas Wind Systems 10,2	37,7	33,5
<b>Forbrugsgoder - cykliske</b>	Bang & Olufsen 1,4 Søndagsavisen 1,3			2,7	2,2
<b>Forbrugsgoder - defensive</b>	IC Companys 1,1	Danisco 1,0		2,1	7,8
<b>Medicinal</b>			Bavarian Nordic 0,4 Coloplast 5,3 William Demant 4,7 GN Store Nord 2,2 NeuroSearch 0,6 Novo Nordisk 10,0	23,2	18,5
<b>Finans</b>	TK Development 2,3	Danske Bank 9,9 Nordea 4,3 Topdanmark 5,0 TrygVesta 5,3 Sydbank 1,8		28,6	28,0
<b>Informationsteknologi</b>			SimCorp 3,2	3,2	1,0
<b>Telekommunikation</b>				0,0	4,5
<b>Koncessioneret service</b>				0,0	0,4
<b>Andet</b>				0,0	0,0
<b>Total</b>	28,7	32,2	39,1	100,0	100,0

\* Benchmark består fra 1. januar 2004 af OMX Cph. Cap indeks inkl. udbytter i DKK. Tidligere var benchmark KAX Totalindeks ekskl. udbytter. Tallet bagved navnet på aktien angiver i procent andelen af Carnegie WorldWide/Danske Aktiers aktiebeholdning.



# Østeuropa

## Resumé

Med et afkast på -22,9% i forhold til benchmarkafkastet på -16,2% havde afdeling Østeuropa et ringe kvartal. Det dårlige afkast skyldes store fald i det tyrkiske marked samt inden for finans- og ejendomssektoren. Afdelingen har i løbet af kvartalet investeret i det russiske olieselskab Lukoil, som vi forventer

klar sig godt i et miljø med fortsat høje oliepriser og faldende beskatning.

Risiko for en længerevarende amerikansk recession og fortsatte store problemer for globale finansielle institutioner udgør den største fare for regionens aktiemarkeder, men omvendt formodes de aggressive rentesænkninger i USA at

være understøttende for de globale aktiemarkeder. Det er vores vurdering, at det meget store tilbagefald, vi har haft i 2008, er en glimrende mulighed for den langsigtede investor, og at de østeuropæiske aktiemarkeder fortsat byder på attraktive afkastmuligheder.

## Ikke tilfredsstillende afkast i 1. kvartal

Efter at have holdt niveauet gennem 2. halvår 2007 oplevede de østeuropæiske aktiemarkeder i varierende grad tilbagegang forårsaget af den accelererende kreditkrise i de vestlige økonomier og frygten for en længerevarende amerikansk recession. Polen og Tjekkiet klarede sig bedst med nedgang på 12% og 8%, mens Ungarn og Rusland faldt henholdsvis ca. 17% og 18%. Det værste marked i regionen var Tyrkiet, som faldt ca. 40% i kvartalet, hvilket i høj grad påvirkede afdelingens afkast. Tematisk har vi i længere tid fokuseret på den kraftige udvidelse i købekraft blandt almindelige forbrugere i hele regionen. Dette har været det rette fokus frem til ultimo 2007, hvor selskaber inden for finans- og ejendomssektoren – begge sektorer, der er eksponeret til stigende privat købekraft – performede stærkt. I slipstrømmen fra den internationale kreditkrise er aktier inden for disse sektorer i Østeuropa blevet meget hårdt ramt, hvilket også er en del af forklaringen på afdelingens ringe afkast i 1. kvartal.

Afdelingens afkast var i 1. kvartal -22,9% i forhold til afdelingens benchmark, der faldt 16,2%. Afdelingens tre bedste aktier i kvartalet var Black Earth Farming (+25%), Peter Hambro og Uralkali (begge stort set uændrede). Tre af de dårligste aktier var tyrkiske, GarantiBank, Sekerbank og Sinpas faldt alle mere end 50%.

## Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

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

Det væsentligste tema i porteføljen er i dag eksponeringen til privatforbrug i regionen. Købekraften blandt almindelige forbrugere i regionen har udviklet sig eksplosivt de senere år, og regionen byder i dag på nogle af de højeste vækstrater inden for eksempel bankvæsen, medicinalforbrug, reklameforbrug og ejendomsinvesteringer i verden. Efter de kraftige kursfald inden for f.eks. banker og ejendomsaktier ser vi disse sektorer som meget attraktive, men den kortsigtede udvikling dikteres fortsat af udviklingen på de vestlige aktiemarkeder.

P/E på det tyrkiske aktiemarked



— P/E på det tyrkiske aktiemarked

Kilde:TEB

## Forventninger til Østeuropa

I et miljø, hvor der er meget stor usikkerhed om specielt konjunkturudviklingen i USA, er aktiemarkedene i de mindre udviklede dele af verden, herunder Østeuropa, blevet korrigeret meget kraftigt. Som det fremgår af temaartiklen på side 3, er vi fortsat meget positive på den langsigtede udvikling i udviklingsøkonomierne, og vi mener, at den kraftige konjunkturafmatning, der ses i specielt USA, ikke for alvor truer fortsat velstandsfremgang i udviklingsøkonomierne. Prisfastsættelsen på selskaberne i afdelingen er meget attraktiv, og økonomierne, de opererer i boomer, så vores vurdering er, at et tilbagefald i markedet er en glimrende købsmulighed for den langsigtede investor. Vi arbejder hver dag på, at afdelingens fokuserede investeringsstil kan bidrage til et bedre afkast end markedet.

## Omlægninger i kvartalet – køb af russisk olieaktie

Efter i en periode at have været ude af porteføljen er olieselskabet Lukoil blevet genkøbt. Dette skyldes dels vedvarende høje oliepriser, men vigtigere at det ser ud til, at den russiske stat har erkendt, at skatterne for oliesektoren må reduceres for at give incitamenter til investeringer. Den russiske olieproduktion er i dag faldende, et forhold der er uacceptabelt for den russiske stat, og vi forventer, at væksten i produktionen vil blive søgt stimuleret via skattelettelser. Vi ser Lukoil som det mest interessante af de store olieselskaber på grund af et godt vækstpotentiale og en god eksponering til raffinaderiaktiviteter, som er et område, hvor de russiske olieselskaber i dag tjener meget gode penge.

Baggrunden for afdelingens dårlige udvikling i 2008 skal findes i Tyrkiet. Efter et meget godt 2007, hvor afdelingens tyrkiske investeringer klarede sig godt, er disse faldet kraftigt i 2008. Den internationale kreditkrise har betydet, at investorer har solgt alt, hvad der opfattes som risikabelt, både vestlige banker, virksomhedsobligationer eller emerging markets aktier, herunder aktier i Tyrkiet, som på grund af et stort betalingsbalanceunderskud er blevet opfattet som særlig risikofyldt.

En yderligere negativ faktor har været en stigende politisk usikkerhed. Den tyrkiske statsanklager anlagde i marts sag mod det tyrkiske regeringsparti AKP. Anklagen var forfatningsstridig aktivitet, og domstolen blev anmodet om at tage stilling til en lukning af partiet og forbud mod politisk aktivitet for 71 navngivne AKP medlemmer, herunder præsident Gül og premierminister Erdogan. Sagen viser med tydelighed, hvor splittet Tyrkiet er i spørgsmålet om religionens placering i det tyrkiske samfund. De sekulære kræfter inden for domstolene og hæren vil med næb og kløer forsvare statens religiøse uafhængighed og vil f.eks. ikke tillade religiøse symboler som hovedtørklæder. Her over for står AKP, der gennem de seneste seks år succesfuldt har styret den tyrkiske økonomi og målrettet arbejder på tilnærmelse over for EU. AKP's muslimske orientering og partiets til tider overraskende insisteren på netop at tillade religiøse symboler som hovedtørklæder er baggrunden for den krise, den politiske scene i Tyrkiet nu befinder sig i.

Situationen er meget negativ for Tyrkiet, da landet har stort behov for at tiltrække udenlandsk kapital, hvorfor den umiddelbare effekt har været en svækkelse af valutaen, et højere renteniveau og forventeligt en lavere vækst for 2008. Aktiemarkedet har reageret meget negativt med et fald på ca. 40% i 2008. Efter så stort et fald opstår der gode langsigtede købsmuligheder, men omvendt betyder retsagen også, at markedet ikke på kort sigt vil stige til tidligere højder. Baggrunden for vores fortsatte tro på tyrkiske aktier er, at selvom et AKP forbud er muligt – det er før sket, at politiske partier er blevet forbudt i Tyrkiet – vurderer vi det ikke som sandsynligt. Et forbud vil ikke være foreneligt med Tyrkiets status som kandidat til EU-medlemskab og et ledende demokrati i den muslimske verden. Partiets opbakning i den bredere befolkning er ganske enkelt for stor – partiet fik 47% af stemmerne i sommeren 2007 og ville få større tilslutning i dag, såfremt der blev udskrevet valg. Vi vurderer derfor, at der vil være meget stor usikkerhed i mange måneder fremover, men at fornuften i sidste ende vil vinde og et kompromis blive indgået. Markedet bliver derfor sandsynligvis ikke meget billigere, end det er i dag, hvor markedet også i historisk perspektiv er meget lavt prisfastsat, se grafen øverst på siden. Den tyrkiske transformation mod et moderne samfund vil fortsætte i årene fremover.

## Investeringsfilosofi

Afdelingens målsætning er at skabe en langsigtet høj værditilvækst, der overstiger afkastet på det generelle østeuropæiske aktiemarked med en moderat risiko på niveau med eller under markedsrisikoen.

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

Afdelingens risiko må forventes at være højere end eksempelvis risikoen på foreningens globale og europæiske afdelinger.

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

Nøgletal	31.03.08	31.12.07
Formue (i 1.000 kr.)	1.973.934	2.544.663
Cirkulerende andele stk.	5.046.277	5.178.677
Udbytte	0,00	0,00
Indre værdi	378,73	491,37
Officiel kurs	374,99	484,61

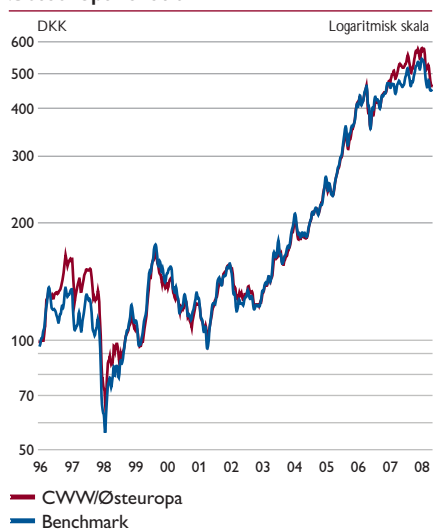
Østeuropa

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

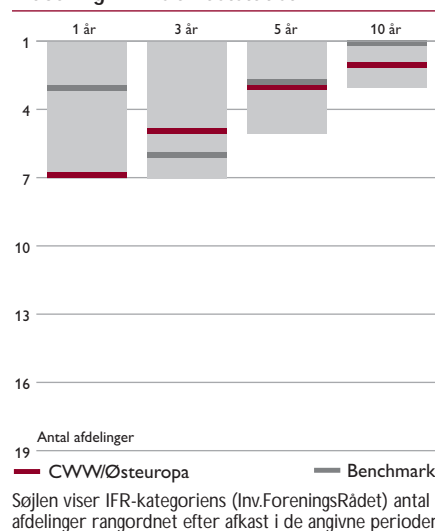
Afkast/Merafkast i %	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Østeuropa	-9,8	80,7	268,9	194,2	14,2
Benchmark*	-3,6	79,8	278,7	246,1	14,2
Østeuropa merafkast ift. benchmark*	-6,2	0,9	-9,8	-51,9	0,0

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	22,0	20,0	28,0	27,9
Std.afv. % p.a. benchmark*	22,1	21,4	31,0	31,2
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	0,8	1,2	0,3	0,4

### Østeuropa levetid



### Placering i IFR's afkaststatistik



### Aktieporteføljen pr. 31.03.2008

	Ungarn	Tjekkiet	Polen	Rusland	Andre lande	Total	Benchmark*
<b>Energi</b>				Eurasia Drilling 2,0 Gazprom 10,2 Lukoil 4,2		16,4	41,8
<b>Råvarer</b>				Norilsk Nickel 4,4 Raspadskaya 7,8 Uralkali 1,8 Peter Hambro 4,1	Akcansa Cimento 1,5	19,6	10,0
<b>Industri og service</b>			Budimex 1,9	Open Investments 5,9	Baltic Property 2,4 Sinpas Gayrimenkul 1,1 XXI Century Invest. 2,8	14,1	1,4
<b>Forbrugsgoder - cykliske</b>	Danubius Hotel 1,8			CTC Media 4,5	CME 2,9	9,2	2,6
<b>Forbrugsgoder - defensive</b>					Efes Breweries Int. 1,3	1,3	0,3
<b>Medicinal</b>					Acibadem 2,2 A&D Pharma 1,3	3,5	2,1
<b>Finans</b>				Sberbank 6,2 Bank St. Petersburg 0,9 Financ. Inst. Expl. Fund 3,9	Tyrkiye Halk Bankasi 2,1 GarantiBank 3,5 Sekerbank 2,4	19,0	21,7
<b>Informationsteknologi</b>						0,0	0,5
<b>Telekommunikation</b>				North-West Telecom 3,0 Sibirtelecom 2,3		5,3	11,9
<b>Koncessioneret service</b>		CEZ 6,2		EOS 3,0		9,2	7,7
<b>Andet</b>				Black Earth Farming 2,4		2,4	0,0
<b>Total</b>	1,8	6,2	1,9	66,6	23,5	100,0	-
<b>Benchmark*</b>	8,8	10,1	21,3	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

De dystre udsigter for den amerikanske økonomi, udsigten til lavere vækst i den globale økonomi og den finansielle krise har været hård ved investorerne i vækstaktier, og afdelingen gav et negativt afkast på 18,4% i første kvartal.

Særligt investeringerne i Emerging Markets har været ramt af kursfald, trods bedre vækstudsigter og generelt sunde økonomier. Det er svært at forudsige, hvornår den negative udvikling vender, men vi forventer, at aktiemarkedet inden længe igen vil belønne

kvalitetsvækstselskaber, der kan levere høj vækst i en periode med lav økonomisk vækst. Afdelingen søger at udnytte større kursfald til at foretage nyinvesteringer. Således er der kommet to nye selskaber til. Begge anskaffet efter store kursfald til en attraktiv pris.

## Køb din stråhat, når det regner...

Afdelingen har i kvartalet givet et negativt afkast på 18,4%, hvilket er 2,6%-point lavere end sammenligningsgrundlaget, Morgan Stanleys vækstindeks, der er faldet 15,8%. Den negative udvikling på aktiemarkedet har været hård ved alle investorer, uanset hvilken region man har investeret i (målt på indeksniveau). Således har investorerne i vækst- og valueaktier, europæiske og globale aktier lidt stort set samme tab. Investorerne i emerging markets har dog måttet inkassere et større tab end andre. Markedet er med andre ord i en fase, hvor det ikke skelner mellem selskaber af høj kvalitet og lav kvalitet, eller mellem value- og vækstelskaber. Det er vores overbevisning, at markedet inden længe igen vil fokusere på fundamentale forhold og ikke skære alle aktier over én kam. Når dette sker, vil kvalitetsvækstselskaber atter blive prisen fastsat ud fra deres evne til at generere vækst, da dette vil være særligt værdifuldt i en periode med lavere vækst, som nu synes på vej. Vi er derfor fortsat optimistiske med hensyn til vækstaktierne evne til at levere konkurrencedygtige afkast på længere sigt.

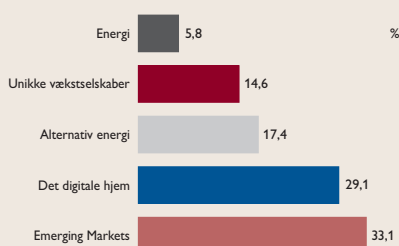
Afdelingens bedste investering var Yahoo!, der steg 15% i kvartalet. Et købstilbud fra Microsoft resulterede i en stigning på 50% på kun én dag. Indtil videre har Yahoo! ikke været særligt imødekomende over for tilbuddet, men efter vores mening er dette den bedste løsning for selskabet, og vi forventer, at handlen vil blive gennemført. Vi holder derfor fortsat fast i vores investering i Yahoo!

Kvartalets dårligste investering var det kinesiske olieselskab Sinopec, der faldt 47%. Medio januar solgte vi halvdelen af investeringen på væsentligt højere priser, men valgte at fastholde en mindre andel, idet vi anser Sinopec for at være godt positioneret, såfremt oliepriserne falder tilbage fra de nuværende rekordniveauer. Med en aftagende vækst i den globale økonomi vil presset på olieprisen formentlig aftage, hvilket er en fordel for Sinopec, der tjener hovedparten af sine penge på at raffinere og videresælge olieprodukter.

Et gammelt ordsprog siger, at man skal købe sin stråhat, når det regner, og sin paraply, når solen skinner. Afdelingens to nyinvesteringer er et godt eksempel på dette. Kursfaldene har således gjort det muligt at øge afdelingens eksponering yderligere til selskaber, der er eksponeret til de stigende priser på fødevarer gennem investering i et førende selskab inden for plantebeskyttelsesmidler, og vi har investeret i et af verdens mest innovative selskaber inden for denne teknologi. Se selskabsbeskrivelserne på næste side.



## Temaoversigt pr. 31.03.2008



## Forventninger til Emerging Growth

Som beskrevet i det indledende afsnit om vores forventninger til aktiemarkedene er der fortsat usikkerhed om, hvor længe og hvor hårdt finanskrisen vil påvirke om den økonomiske vækst og aktiemarkedene.

Afdelingen vil derfor fortsat føre en forsigtig strategi med fokus på kvalitetselskaber, der kan finansiere deres egen vækst. Afdelingen vil endvidere fortsat udnytte eventuelle større kursfald til at foretage yderligere investeringer i gode vækstelskaber inden for de strukturelt voksende investeringstemaer, som vi har identificeret.

Det er vores overbevisning, at kvalitetsvækstelskaber, som kan vokse selv i perioder med lavere vækst, vil blive efterspurgt af investorerne. Vi er derfor fortsat optimistiske med hensyn til vækstaktiernes evne til at levere konkurrencedygtige afkast på lidt længere sigt.

## Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

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

Afdelingen er investeret i følgende temaer: Emerging Markets (33%), Det digitale hjem (29%), Alternativ energi (17%), Unikke vækstelskaber (15%) og Energi (6%).

## Omlægninger i kvartalet

Vi har udnyttet kvartalets kursfald til at investere i to nye selskaber.

**Apple** (USA) er selskabet bag innovative produkter som Mac (Macintosh) computere, de digitale musikafspillere iPods og mobiltelefonen iPhone. Tidligere var Apple udelukkende kendt for Macintosh computere. Med introduktionen af den digitale musikafspiller iPod i 2001 ændrede dette sig radikalt, og forbrugerne har i dag for alvor fået øje på selskabets andre produkter, der alle oplever høje vækstrater. I efteråret 2007 lancerede Apple den banebrydende mobiltelefon iPhone, der foreløbig kun har en markedsandel på under 1% af det samlede marked for mobiltelefoner, men ifølge Apple sker 70% af internet surfing i USA fra mobiltelefoner på en iPhone. Så noget tyder på, at Apple endnu engang har fat i noget, der kan blive rigtig stort. I 2008 har Apple lanceret den nyeste version af Apple TV. Med Apple TV er det nu muligt at leje eller købe film direkte fra tv'et hjemme i stuen fra alle de store og ledende filmstudier. Dette produkt er helt nyt og bidrager ikke til selskabets indtjening endnu, men potentialet kan sammenlignes med iPod/iTunes, hvis det bliver en succes. Det er vores overbevisning, at Apple er et af de mest innovative selskaber i forbrugerelektronikbranchen med en række revolutionerende produkter, der alle har et stort og kun delvist udnyttet potentiale.

**Syngenta** (Schweiz) er en af verdens største producenter af plantebeskyttelsesmidler og frø. Selskabet opererer inden for tre forretningsområder: plantebeskyttelsesmidler, frø og forretningsudvikling, der er selskabets bioteknologiske del. I takt med den stigende velstand i Emerging Markets samt øget brug af afgrøder til fremstilling af biobrændsel har verden i de seneste år oplevet kraftigt stigende priser på fødevarer. Behovet for et højere høstudbytte og en bedre udnyttelse af landbrugsjorden stiger i takt med den stigende efterspørgsel. Højere udbytter kan blandt andet opnås gennem tilførsel af næringsstoffer (gødning) til jorden samt ved brug af plantebeskyttelsesmidler. Op mod en tredjedel af udbyttet går hvert år tabt på grund af ukrudt, skadedyr og forskellige plantesygdomme. Med de nuværende priser på afgrøder er der tale om et værdifuldt spild, og der er således god økonomi i at bruge plantebeskyttelsesmidler eller bedre frø. Det er vores overbevisning, at behovet for øget udbytte af landbrugsjorden er en langsigtet trend, hvorfor Syngenta står over for en længere årrække med høje vækstrater.

## 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 vækstelskaber, 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 høj prisfastsættelse eller en strukturel ændring af de langsigtede vækstudsigter.

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

Nøgletal	31.03.08	31.12.07
Formue (i 1.000 kr.)	109.096	135.060
Cirkulerende andele stk.	2.231.035	2.255.035
Udbytte	0,00	0,00
Indre værdi	48,90	59,89
Officiel kurs	49,98	58,83

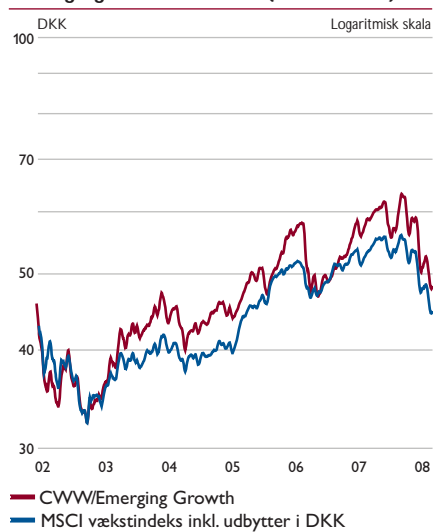
## Emerging Growth

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

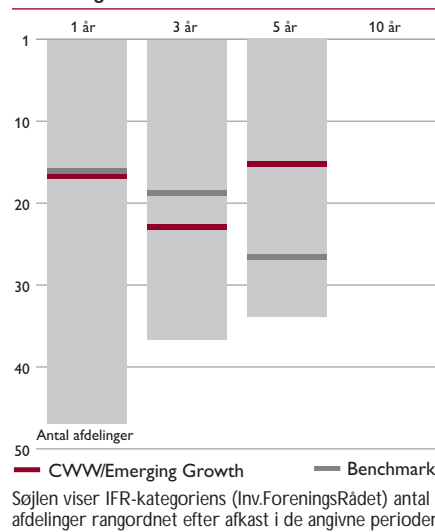
Afkast/Merakfast i %	1 år	3 år	5 år	7 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Emerging Growth	-15,2	9,5	47,9	-28,9	1,3
Benchmark*	-14,5	10,6	34,5	-	-
Emerging Growth merakfast ift. benchmark*	-0,7	-1,1	13,4	-	-

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	18,3	16,7	-	18,9
Std.afv. % p.a. benchmark*	11,4	10,8	-	13,0
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	0,0	0,3	-	-0,1

### Emerging Growth levetid (vækstaktier)



### Placering i IFR's afkaststatistik



### Aktieporteføljen pr. 31.03.2008

	USA og Canada	Storbritannien	Kontinentaleuropa	Japan	Øvrige Fjernøsten	Emerging Markets	Total
<b>Energi</b>	FMC Technologies 3,5				Sinopec 2,3		5,8
<b>Alternativ energi</b>	First Solar 3,8		Novozymes 3,0 Vestas Wind Systems 6,5 SolarWorld 4,1				17,4
<b>Unikke vækstelskaber</b>	Potash 5,1 Gammon Gold 2,4		Syngenta 2,5	Aeon Mall 4,6			14,6
<b>Det digitale hjem</b>	Corning 4,6 Apple Computer 3,2 Cisco Systems 4,5 Yahoo! 4,5 Microsoft 4,6			Nintendo 3,5	Taiwan Semiconductor 4,2		29,1
<b>Emerging Markets</b>			Holcim 4,0		Bharti Airtel 3,8 Raffles Education 4,7 KLCC Property Holdings 3,3 United Overseas Bank 5,3 India Cements 3,2	All America Latina 3,5 Open Investments 3,7 Estácio Participacoes 1,6	33,1
<b>Andet</b>							0,0
<b>Total</b>	36,2	0,0	20,1	8,1	26,8	8,8	100,0
<b>Benchmark*</b>	51,5	10,3	24,3	9,3	4,6	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.

# Danske Obligationer

## Resumé

Den globale finanskriser eskalerede i 1. kvartal med udvidede kreditspænd og faldende statsrenter. Den amerikanske økonomi befinder sig i en alvorlig krise, som de amerikanske myndigheder i handling viser viljen til at løse. Eksempelvis sænkede FED sin styrende rente med 2%-point ned til 2,25%.

Begge afdelinger fik positive afkast i første kvartal. Afdeling Erhverv & Pensions afkast blev 1,3% og afdeling Privat opnåede et afkast på 1,7%.

Med amerikanske renter ved en rentebund, og ECB som ikke ventes at sænke sin korte rente, høj inflation samt fortsat usikkerhed i obligationsmarkedet venter vi fortsat høje udsving i de dan-

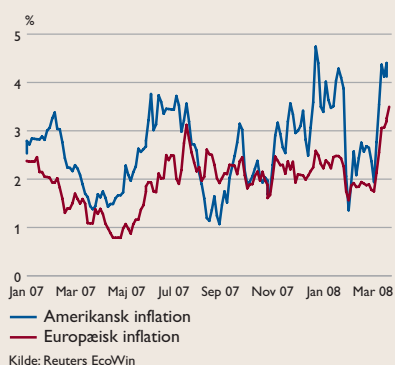
ske obligationsrenter i 2. kvartal, dog med en tendens til stigende renter.

Med 41% af formuen investeret i obligationer, hvis kuponrente varierer med den såkaldte interbankrente (lånerenten internt mellem banker), forsøger afdeling Erhverv & Pension at drage fordel af den høje interbankrente, som finanskrisen har medført.

5-årigt europæisk rentespænd



Amerikansk og europæisk inflation



## Obligationsmarkedet i 1. kvartal

Den globale finanskriser eskalerede i 1. kvartal. Flere storbanker afskrev nye tab på amerikanske subprimeobligationer. Merrenten på virksomhedsobligationer steg i takt med den tiltagende usikkerhed. Investorerne søgte sikkerhed i statsobligationer, specielt de tyske og amerikanske statsobligationer. Dette betød markante rentefald. Ligeledes udvidede landespændene sig mellem de europæiske lande og Tyskland til niveauer, som ikke er set siden 1997 kort før indførelsen af euroen. Kreditkrisens omfang og styrke fik FED til at sænke sin styrende rente med i alt 2,00%-point ned til 2,25%. FED lettede desuden bankernes adgang til likviditet. Medio marts reddede FED sammen med den amerikanske storbank J.P. Morgan investeringsbanken Bear Stearns fra at gå konkurs og forhindrede dermed en voldsom krise i banksystemet. Finanspolitisk er der vedtaget skattelettelser og investeringer svarende til ca. 1% af BNP. Endelig har de to største realkreditinstitutter i USA fået lempet deres solvenskrav, hvilket forventes at forøge udlånsmulighederne med ca. 200 mia. USD.

Den markante usikkerhed og behovet for likviditet betød, at investorerne solgte aktier og virksomhedsobligationer til fordel for sikre statsobligationer. Således faldt de amerikanske 2-, 5- og 10-årige statsobligationsrenter med 1,5%-, 1,9% og 0,6%-point. De tilsvarende danske renter faldt med 0,3-0,4%-point.

Samtidig stiger inflationen i både USA og i Europa primært drevet af de stigende energi- og fødevarerpriser. Olieprisen nåede 110 USD pr. tønde. Den amerikanske inflation steg til 4,0% og den europæiske blev målt til 3,5%. Den globale finanskriser har medført, at den stigende inflation stort set ikke har haft nogen effekt på obligationsmarkedet.

## Aktuel investeringsstrategi

Rentefølsomheden er 4,1% i afdeling Erhverv & Pension og 4,5% i afdeling Privat. Det svarer til, hvad porteføljernes værdi enten stiger eller falder med ved en generel renteændring på 1%-point.

Afdeling Erhverv & Pension har en høj andel af realkreditobligationer, som, vi forventer, vil give et godt afkast fremadrettet. Kreditkrisen har medført en højere merrente for realkreditobligationer i forhold til statsobligationer, som afde-

lingen fremadrettet vil få gavn af. Samtidig betyder den lave omsætning på boligmarkedet, at udbuddet af danske realkreditobligationer er begrænset, hvilket medfører, at afdelingen er beskyttet mod en negativ effekt herfra. Mere specifikt så lukkede al udstedelse af de realkreditobligationer, som afdelingen har investeret i, ultimo 2007. Dette indebærer, at der fremover ikke vil være noget udbud fra kreditforeningerne, men kun efterspørgsel. Realkreditobligationerne vil blive opkøbt af låntagere i forbindelse med låneomlægning enten ved almindelig konvertering eller i forbindelse med hushandel.

Afdeling Privats mål er at optimere afkastet efter skat for private investorer ved at tage hensyn til, at afkastet fra kursgevinster er skattefrie for private investorer. Dette indebærer, at afdelingen primært investerer i obligationer med 2% og 3% i pålydende rente. Kurserne på obligationer med 2% og 3% i pålydende rente er lavere i forhold til øvrige sammenlignelige obligationer blot med en højere pålydende rente. Investeringer i obligationer med 2% og 3% i pålydende rente har derfor udsigt til en høj andel af skattefrie kursgevinster. Statsobligationer har en pålydende rente mellem 4% og 7% og er derfor ikke interessante for afdelingen.

### Afkastet i 1. kvartal

Afkastet for afdeling Erhverv & Pension blev i 1. kvartal 1,33%, mod 2,44% for sammenligningsgrundlaget J.P. Morgan, som er sammensat af statsobligationer. 1,33% er et udmærket kvartalsresultat i dagens obligationsmarked med rentesatser mellem 3,9% og 4,5% for statsobligationer. Dog kunne afkastet ikke matche benchmark, som i kvartalet nød godt af investorernes efterspørgsel på sikkerhed i statsobligationer. Som følge af finanskrisen blev det til et mindre negativt afkast på 0,1% på den langsigtede investering i Kalvebod Serie 2. Til gengæld vil obligationen fra det nuværende niveau give et gennemsnitligt årligt afkast på 7% frem til forventet udløb i 2016.

Afdeling Privat opnåede i 1. kvartal et afkast på 1,68% før skat. Fremadrettet forventer vi, at Kalvebod giver et højt årligt afkast efter skat for den private investor. Gennemsnitligt 5,5% ved 59% skat og 6,2% ved 38% skat frem til forventet udløb i 2016. Fremover forventer vi et lavere bruttoafkast for afdeling Privat sammenholdt med afdeling Erhverv & Pension. Dette skyldes den lavere markedsrente på de 2% og 3% obligationer, som afdeling Privat investerer i, set i forhold til de obligationer afdeling Erhverv & Pension investerer i. Lavkuponobligationerne er målt efter skat fortsat fordelagtige for den private investor på trods af den lavere effektive rente før skat.

---

### Forventninger til obligationsmarkedet

Med amerikanske renter ved en rentebund, ECB som ikke ventes at sænke sin korte rente, høj inflation samt fortsat usikkerhed i obligationsmarkedet ventes fortsat høje udsving i de danske obligationsrenter, i 2. kvartal, dog med en tendens til stigende renter.

Ved at være investeret med 41% af formuen i obligationer, hvis kuponrente varierer med den såkaldte interbankrente (lånerenten internt mellem banker) forsøger afdeling Erhverv & Pension at drage fordel af den høje interbankrente, som finanskrisen har medført.



Nøgletal	31.03.08	31.12.07
Formue (i 1.000 kr.)	73.464	72.439
Cirkulerende andele stk.	738.066	740.166
Udbytte	0,00	0,00
Indre værdi	99,54	97,87
Officiel kurs	99,35	97,70

Læs mere om

Danske Obligationer Privat på:

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

#### Danske Obligationer Privat levetid



— CWW/Danske Obligationer Privat

# Danske Obligationer Privat

## Porteføljen

Afdelingen har ikke ændret sin risikoprofil i 1. kvartal. Rentefølsomheden er 4,5% mod 4,4% ved udgangen af 2007. Rentefølsomheden viser den forventede ændring i afdelingens værdi ved en renteændring på 1%-point.

Afdelingen har investeret 4% af formuen i en 2,5% indeksobligation fra RD. Investorerne modtager en opskrivning af den nominelle værdi, der modsvarer inflationen i Danmark. Opskrivninger er skattefrie, hvilket gør obligationen attraktiv for private investorer på trods af en kurs omkring kurs 100. Vi forventer en god performance for indeksobligationen på et års sigt med stigende opskrivninger, som følge af den aktuelt stigende inflation, som bliver tilskrevet med ca. et års forsinkelse.

Porteføljen er sammensat af obligationer med 2%, 2,5% og 3% i pålydende rente, da disse giver højst mulige afkast efter skat for private investorer. Porteføljen er udelukkende sammensat af realkredit- og erhvervsobligationer, da der som nævnt ikke findes statsobligationer med en lav kupon på 2% eller 3%. Fordelingen på pålydende rente er ca. 62% med 2%, ca. 4% med 2,5% samt 28% med 3% i pålydende rente. Afdelingens 2% og 3% obligationer forventes af nyde godt af et favorabelt forhold mellem udbud og efterspørgsel. Således udstedes der kun nye obligationer i det danske obligationsmarked med 4% eller højere i pålydende rente. På den måde er der lukket for nyudstedelse af obligationer med 2% og 3%. Samtidig reduceres den udestående mængde af 2% obligationer kraftigt i løbet af 2008 og starten af 2009. Cirka 75% er ejet af private investorer, hvor vi venter, at en høj andel heraf vil blive geninvesteres i andre skatteoptimale obligationer for de private investorer. 2% obligationer, specielt dem med kort til mellemlang løbetid, handles nu til en væsentlig lavere markedsrente end tilsvarende obligationer med 4% i pålydende rente. På trods heraf er 2% obligationerne fortsat optimale for den private investor. Den private investor med 59% beskatning opnår et ekstraafkast efter skat på ca. 0,8%-point ved at investere i en 2% obligation med ni måneder til udløb i forhold til at placere pengene på en konto i banken til 4% i rente. Formuleret på en anden måde skal investor have en rente på 6% i banken for at opnå samme afkast efter skat på 2,4%.

Læs mere om afdelingens investering i Kalvebod Serie 2 på side 26.

## Privat

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

## Obligationssporteføljen pr. 31.03.2008

	Obligation	Procent	Total
<b>Statsobligationer</b>	Ingen	0,0	0,0
<b>Realkreditobligationer - konverterbare</b>	3,00% BRF Kredit 2027	5,6	28,0
	3,00% Realkredit Danmark 2023	2,7	
	3,00% Realkredit Danmark 2028	0,5	
	3,00% Nykredit 2028	9,0	
	3,00% Nordea Kredit 2026	10,2	
<b>Realkreditobligationer - inkonverterbare</b>	2,00% Danmarks Skibskreditfond 2015	5,0	44,1
	2,00% Kommunekredit 2008	0,1	
	2,00% BRF Kredit 2009	16,1	
	2,00% Realkredit Danmark 2009	10,8	
	2,00% Nykredit 2009	12,1	
<b>Erhverv</b>	2,00% Kalvebod 2016	8,3	18,0
	2,00% Storebæltsforbindelsen 2023	9,7	
<b>Indeksobligationer</b>	2,50% Realkredit Danmark 2026	4,1	4,1
<b>Likviditet</b>		5,8	5,8
<b>Total</b>		100,0	100,0

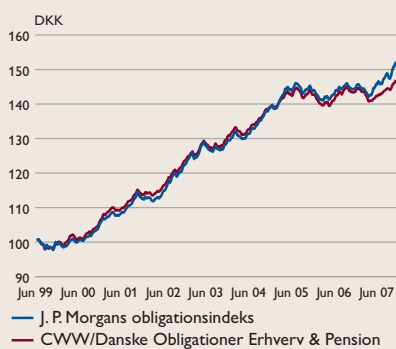
Nøgletal	31.03.08	31.12.07
Formue (i 1.000 kr.)	99.562	103.319
Cirkulerende andele stk.	1.015.626	1.068.226
Udbytte	0,00	0,00
Indre værdi	98,03	96,72
Officiel kurs	98,38	96,50

#### Læs mere om

#### Danske Obligationer E&P på:

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

#### Danske Obligationer E&P levetid



# Danske Obligationer Erhverv & Pension

## Porteføljen

Afdelingen har ikke ændret sin risikoprofil i 1. kvartal. Rentefølsomheden er 4,1% mod 4,2% ved udgangen af 2007. Rentefølsomheden viser forventet ændring i afdelingens værdi ved en renteændring på 1%-point. Vi forsøger at drage fordel af finanskrisen ved at investere 41% af formuen i tre obligationer, hvis kuponrente varierer med den såkaldte interbankrente. Krisen har medført, at interbankrenten i øjeblikket er ca. 0,6%-point højere end det normale leje i forhold til Nationalbankens korte styrerente. Således er de tre obligationers kuponrente mellem 4,94-5,57%, hvilket er højt i det danske obligationsmarked.

Afdeling Erhverv & Pension forsøger også at drage fordel af den høje inflation ved at investere 4% af formuen i 2,5% indeksobligation udstedt af RD. Læs mere om denne obligation på side 25.

Der er investeret ca. 19% i erhvervsobligationer. Der er investeret 10% i en obligation udstedt af Carlsberg, som udløber om 15 måneder. Vi er meget positive på investeringen i Carlsberg set i lyset af den overskuelige investeringshorisont kombineret med selskabets indtjeningsmæssige medgang. Det er hensigten at beholde obligationen frem til udløb og dermed se frem til et annualiseret afkast omkring 5,4%. De sidste 9% er placeret i en langsigtet investering i Kalvebod Serie 2, som forventes at udløbe i 2016. Kalvebod Serie 2 er sammensat af ni regionale pengeinstitutter, som er geografisk veldiversificeret. Ingen af de regionale og lokale danske pengeinstitutter har rapporteret om beholdninger af amerikanske subprimelån. Finanskrisen har betydet, at pengeinstitutters finansieringsomkostninger er steget. Samtidig er der en tendens til stigende tab og nedskrivninger, som skal ses i lyset af, at pengeinstitutternes tab og nedskrivninger de seneste år har været historisk lave. Vi venter, at dette vil fortsætte i lyset af de lavere vækstudsigter samt øgede kreditrisici efter de seneste års ekspansive udlånsvækst. Samlet set har de ni regionale pengeinstitutter fortsat solide kapitalforhold. Aktuelt udgør eventuel mangel på likviditet den største trussel. Skulle en sådan situation opstå, venter vi, at større banker vil være interesseret i at overtage det mindre pengeinstitut ved at købe aktierne og således holde obligationsejerne skadefri.

## Erhverv & Pension

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

## Obligationeporteføljen pr. 31.03.2008

	Obligation	Procent	Total
<b>Statsobligationer</b>	4,00% Danske Stat 2010	0,1	5,7
	4,00% Danske Stat 2015	1,1	
	5,00% Danske Stat 2013	0,1	
	6,00% Danske Stat 2011	4,4	
<b>Realkreditobligationer - konverterbare</b>	3,00% Realkredit Danmark 2018	4,3	54,2
	4,00% Nordea Kredit 2038	5,4	
	5,00% BRF Kredit 2038	19,2	
	5,358% Totalkredit 2015	7,3	
	5,567% Nykredit 2038	18,0	
<b>Realkreditobligationer - inkonverterbare</b>	4,935% Danmarks Skibskredit 2018	16,1	16,1
<b>Erhverv</b>	4,875% Carlsberg 2009	9,9	19,3
	2,00% Kalvebod 2016	9,4	
<b>Indeksobligationer</b>	2,50% Realkredit Danmark 2026	4,3	4,3
<b>Likviditet</b>		0,4	0,4
<b>Total</b>		100,0	100,0

# Investeringsforeningen Carnegie WorldWide

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

Fokus er nøgleordet, fordi det skaber top motivation, overblik og mulighed for at gå i dybden. De ingredienser, der efter vores erfaring skal til for at skabe ekstraordinære langsigtede investeringsresultater til de 23.000 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 betydelig højere værditilvækst på langt sigt.

Vil du vide mere, så kontakt en af vores porteføljeforvaltere på 35 46 35 46.

Foreningen opfordrer til, at alle medlemmer lader sig navnenotere via deres depotbank.

Redaktionen er afsluttet den 11. april 2008. Kvartalsorienteringen for 1. kvartal er offentliggjort på [www.cww.dk](http://www.cww.dk) den 16. april 2008 og udsendt til alle medlemmer den 30. april 2008.

Vi skal oplyse, at tallene i denne kvartalsorientering er historiske, og at tidligere afkast ikke kan anvendes som en pålidelig indikator for fremtidige afkast. For yderligere oplysninger henvises til prospektet for de enkelte afdelinger, som kan findes på [www.cww.dk](http://www.cww.dk) under menupunktet Information og nyheder – Prospekter og vedtægter.

Fravalg skaber resultater.

**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)