



INVESTERINGSFORENINGEN CARNEGIE WORLDWIDE

Kvartalsorientering
1. kvartal 2007



- Verden i perspektiv 2007
- Investering i infrastruktur – ny drivkraft
 - Forventninger
- Fakta fra de enkelte afdelinger

Forord

Indholdsfortegnelse

Verden i perspektiv 2007	3
Forventninger	7
Globale Aktier	8
Europa	11
Danske Aktier	14
Østeuropa	17
Emerging Growth	20
Danske Obligationer	23
Investeringsforeningen Carnegie WorldWide	27

Kære Investor

Første kvartal bød igen på større udsving på de globale aktiemarkeder efter en forholdsvis lang periode med stigende kurser siden den tidligere korrektion i maj 2006. Korrektionen blev i denne omgang tilsyneladende relativt kortvarig, og alle foreningens aktieafdelinger sluttede derfor 1. kvartal med positive afkast. En af årsagerne til kursfaldene i februar og starten af marts var blandt andet meldinger fra den amerikanske realkreditsektor om, at de dårligst stillede husejere nu i stigende grad har problemer med at betale deres terminer. Dette sætter spørgsmålstegn ved vækstudsigterne for den amerikanske økonomi, idet de stigende priser på boligmarkedet har været en væsentlig drivkraft for økonomien. Men som vi blandt andet beskriver i kvartalets temaafsnit ”Verden i perspektiv 2007”, tror vi, at verdensøkonomien klarer et lavere væksttempo i USA, da vi globalt set ser infrastrukturinvesteringer, som en ny vigtig drivkraft.

Prisfastsættelsen på de globale aktiemarkeder er trods de pæne stigninger de seneste tre år ikke anstrengt, og da vi fortsat forventer en positiv vækst i verdensøkonomien, tror vi på en fortsat god udvikling på aktiemarkederne de kommende år. Du kan læse mere om strategien og vores forventninger til de enkelte afdelinger inde i kvartalsorienteringen.

Udbytter for regnskabsåret 2006

Årets generalforsamling blev afholdt den 18. april, hvor årets regnskab og udbytter blev godkendt. Afdeling Globale Aktier har nu udloppet kr. 3,00 pr. andel, afdeling Danske Aktier 40,25 kr. pr. andel, afdeling Europa 8,50 kr. pr. andel, afdeling Østeuropa 32,00 kr. pr. andel, afdeling Danske Obligationer Erhverv & Pension 3,50 kr. pr. andel og endelig har afdeling Danske Obligationer Privat udloppet 2,00 kr. pr. andel (heraf blev 1,00 kr. pr. andel udloppet a conto i efteråret 2006). Disse udbytter fragik kurserne torsdag den 19. april og blev indsat på medlemmernes konti den 24. april. Information om den skattemæssige behandling af disse udbytter findes i foreningens årsrapport og på hjemmesiden www.cww.dk.

God læselyst!

Tim Kristiansen

Mikael Randel



Verden i perspektiv 2007

Verden bliver tættere og tættere knyttet sammen disse år. Dette afspejler sig i, at verdenshandlen vokser hurtigere end verdensøkonomien. Vores tid ligner i mange henseender perioden fra midten af 1800-tallet og op til 1. verdenskrig. Dengang indførtes en fælles global møntfod i form af guldstandard, og de enkelte lande lod deres toldmure falde. Teknologiske landvindinger inden for transportområdet med dampskibe og jernbaner ledte sammen med bedre kommunikationsmuligheder i form af telegraf til en eksplosion i verdenshandlen, masseimmigration, vandring fra land til by (urbanisering) og uset høj investeringsaktivitet på tværs af landegrænser. Dengang som nu oplevede man særligt i den vestlige verden stor fremgang. Læren af den efterfølgende periode fra 1914 og helt frem til murens fald i 1989 er, at globalisering ikke er en naturlig selvfølge af økonomisk fremgang. Globalisering er et valg. Så længe politikere og meningsdannere ser flere fordele end ulemper ved globalisering og samarbejde, kan verden drage nytte af frugterne af de specialiseringsgevinster, der kommer ud af globalisering.

Graden af integration på tværs af landegrænser, hvor virksomheder bliver mere og mere globale i personalesammensætning og geografisk profil, leder dog til, at det bliver sværere at skrue tiden og globaliseringstrenden tilbage. Vi har oplevet fremkomsten af såkaldte platformsselskaber. Det er selskaber, som har investeret og placeret deres produktionskapacitet i eksempelvis Kina, dele af deres kundeservice og "call centre" i Indien og deres salgs- og kundefolk i de lokale markeder. Selskabet har et hovedsæde i eksempelvis USA, men hovedparten af aktiviteterne i selskabet foregår i resten af verden, hvor størstedelen af skatten også betales. Disse ofte børsnoterede selskaber kanaliserer herefter udbytter tilbage til en typisk international sammensat ejerkreds. Flere selskaber i Carnegie WorldWides afdelinger passer på denne beskrivelse. Særligt på de finansielle markeder er sammensmeltningen til et globalt marked nærmest fuldstændig. Det er i dette perspektiv, at en investor må vurdere den økonomiske udvikling og udviklingen på de finansielle markeder.

Den aktuelle økonomiske situation

For de kommende kvartaler er der et væsentligt spørgsmål at tage stilling til for at vurdere udviklingen på de finansielle markeder og særligt aktiemarkedet:

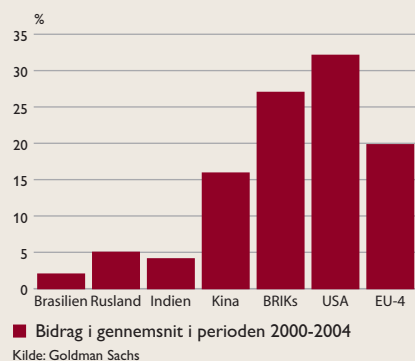
Hvordan vil verdensøkonomien klare en nedgang i den amerikanske vækst?

Vi har længe ventet, at den økonomiske vækst i USA skulle aftage, særligt i takt med et svagere boligmarked og deraf lavere forbrug og højere opsparing. Dette udspiller sig formentlig lige nu og i de kommende måneder. Det er vores hovedscenarie, at USA undgår en recession i kraft af en underliggende stærk beskæftigelsessituation og stigende personlige indkomster.

Der findes herefter to økonomiske skoler, hvor den ene siger, at væksten i Kina og Indien er så stærk, at hvis deres vækst lægges sammen med en lidt bedre økonomi i Europa og Japan, vil verden ikke opleve nogen vækstnedgang af betydning – selv med en afmatning i USA.

Den anden skole siger, at efterspørgslen fra USA er så vigtig på globalt plan, at den fortsat vil trække den globale vækst betydeligt ned i tempo.

Bidrag til global vækst



Målt på den første del af dette årti har det **direkte** bidrag fra USA til den globale vækst formentligt været på samme niveau som bidraget fra de fire store Emerging Markets lande tilsammen, mens Europa har bidraget noget mindre, som det fremgår af figuren til venstre.

Det er således uomtvisteligt, at såfremt væksten i USA falder tilbage, har det en markant effekt på den globale vækst, idet USA fortsat udgør 25% af verdensøkonomien og har bidraget med mere end denne vægt i væksten i den globale økonomi i de senere år.

De **indirekte** effekter af en vækstnedgang i USA på resten af verden er dog mere uklare på grund af den høje grad af globalisering og interaktion mellem de forskellige dele af verden. For at belyse dette emne, er det nødvendigt at grave dybere i de strukturelle drivkræfter for vækst i særligt Kina. Dette giver samtidig indblik i vores investeringstema Infrastruktur, som beskrives på side fem.

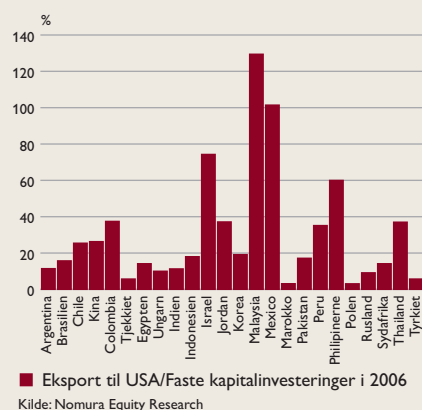
Drivkræfter for vækst i Kina og Indien

Urbaniseringen og den stærke økonomiske vækst har sin særlige drivkraft i den gunstige demografiske situation i Asien. I Kina er en stigende del af befolkningen i den arbejdsduelige alder de kommende 15 år, mens lande som Indien og Vietnam har en befolkningsprofil, hvor omkring 70% af befolkningen er under 35 år.

Industrialiseringen og urbaniseringen i Kina følger et mønster, som vi så efter 2. verdenskrig i Korea og Japan. Indien følger efter Kina med en forsinkelse på 15 til 20 år. De seneste år er omkring 40% af den samlede vækst i Kina kommet fra faste kapitalinvesteringer, hvor udbygningen af infrastruktur udgør en stor andel. Dette kan sammenlignes med væksten i USA, hvor op mod 70% af væksten i økonomien kommer fra privatforbrug. Det private forbrug i Kina og i Emerging Markets som helhed fylder i dag ikke så meget i et globalt perspektiv, men udgør et langsigtet enormt potentiale, som gradvist vil blive en betydende faktor i verdensøkonomien. Kinas privatforbrug i dag udgør omkring 35% af Kinas samlede økonomi og vokser godt 10% om året.

Selvom Kinas eksport til USA har været en central drivkraft for væksten i Kina de senere år og udgør en stigende andel af BNP, er investeringsaktiviteten dog vigtigere, som det også fremgår af figuren til venstre. Eksporten til USA udgør således 25% af de faste kapitalinvesteringer i Kina. Det fremgår også af denne figur, at for Emerging Markets som helhed og særligt for de store "BRIK lande" (Brasilien, Rusland, Indien og Kina) er den væsentligste faktor faste kapitalinvesteringer. Dog bemærkes det, at eksempelvis Mexico er særdeles afhængig af eksporten til USA.

Eksport til USA/Faste kapitalinvesteringer



Enormt behov for bedre infrastruktur

Det er meget sandsynligt, at de massive faste kapitalinvesteringer vil fortsætte trods en afmatning i den amerikanske økonomi. Det kræver dog kapital. Flere år med høje råvarepriser har ledt til overskud på betalingsbalancen i særligt Rusland, Brasilien og Mellemøsten og dermed givet disse lande en bedre likviditetssituation. Selvom flere asiatiske lande har behov for at importere råvarer, har flere af disse lande alligevel oparbejdet balanceoverskud. De mange år med handelsbalan-

ceoverskud har ledt til, at Kinas valutareserver er størst i verden med mere end 1.000 mia. USD. Kina står derfor i dag med en banksektor i bedring og frem for alt med rigelig likviditet og investeringskapital. Behovet for en udbygning af infrastrukturen er betydeligt og afgørende for, at politikerne fortsat kan levere vækst til befolkningen. Kina har i dag 166 byer med mere end 1 mio. indbyggere, hvor USA har ni byer i denne størrelse. Alligevel ligger urbaniseringsgraden i Kina ikke højere end omkring 40%, hvilket kun er marginalt højere end urbaniseringsgraden i USA tilbage i 1890 på 35%. Det er fortsat mindre end 30% af inderne, der lever i byområder. Al historik viser, at der er store produktivetsforbedringer ved at flytte folk fra landområderne og landbrug og ind i byerne til produktions- og servicejobs. For at disse produktivetsforbedringer skal materialisere sig, kræves en god infrastruktur. For Kina og Emerging Markets som helhed er en del af infrastrukturinvesteringerne gået til udbygning af særligt mobiltelefonnettet. Det har været et fornuftigt sted at starte, idet kommunikationsinfrastrukturen er af stor vigtighed for, at et samfund kan fungere. Det er formentlig her, et land opnår den hurtigste samfundsøkonomiske tilbagebetalingstid. Behovet for en bedre infrastruktur rækker dog videre ind i vand, renovation, kraftværker, veje, tognet og lufthavne.

Uanset at der kan stilles store spørgsmål ved effektiviteten af infrastrukturen i vores del af verden, befinder Emerging Markets sig i en situation, hvor der kræves mange års tunge investeringer i infrastruktur for at nå den nuværende vestlige standard. Således estimerer Goldman Sachs, at det vil tage 25 år og omkring 10.000 mia. USD for BRIK landene at komme op på det infrastrukturniveau, de seks største industrilande er på i dag. Dette beløb svarer til 2,2 gange BNP i BRIK landene. Herefter kommer de næste 11 lande på vækststigen som eksempelvis Vietnam, Indonesien og Pakistan. Det vil formentlig tage 10-15 år og 1.700 mia. USD for disse lande at nå et infrastrukturniveau som BRIK landene.

Regeringerne i særligt Kina og Indien forstår dette behov og driver udviklingen i den rigtige retning. Ét er behovet – noget andet er det at realisere disse enorme investeringer i praksis. Regeringerne i disse lande må åbne yderligere op, så også private og internationale midler kan kanaliseres ind i disse kæmpeprojekter. Det betyder, at staterne skal afgive eller opgive ejerandele i aktiver, som oftest opfattes som havende national sikkerhedsinteresse. Ligeledes bygger realiseringen af disse projekter på fortsat stabile samfundsøkonomiske og politiske forhold samt en fortsættelse af globaliseringstendensen. Vi er meget optimistiske med hensyn til denne udvikling, men de seneste nationaliseringer i Venezuela viser, at der fortsat er risici i dette positive infrastrukturscenarie. Kina spiller her en vigtig rolle, både i kraft af sin størrelse, men også som rollemodel for andre lande, som ønsker at gennemgå samme gunstige økonomiske udvikling gennem en omstilling til en mere liberal og kapitalistisk samfundsmodel.

Global infrastruktur som investeringstema

Som langsigtet investor er der gode muligheder for at tjene penge på den ventede kraftige vækst i infrastrukturinvesteringer i Emerging Markets. Over de kommende år vil mere end halvdelen af infrastrukturinvesteringerne ske i disse lande. Kina står i spidsen for denne udvikling og startede med et vejnetværksprojekt i 1988, som skal være 85.000 km langt og forbinde alle byer med over 200.000

indbyggere. De 34.000 km er allerede bygget, og der er stadig 60% tilbage af dette projekt.

Den udviklede del af verden kommer dog også til at opleve stigende investeringer i infrastruktur. Den store investeringsbølge i den vestlige verden skete efter 2. verdenskrig og frem til oliekriserne i 1970'erne. Præsident Eisenhower gennemførte investeringen i "interstate highway" systemet i 1950'erne i USA med positive makroøkonomiske konsekvenser. Der er efterhånden et stort behov for vedligeholdelse og opgradering af særligt vejnettet i USA og hele den udviklede del af verden. Ligeledes er der brug for store investeringer i vandnettet og hele energiinfrastrukturen på den nordlige halvkugle.

PPP (Public Private Partnerships) er det nye nøgleord, som skaber gode muligheder for at finansiere disse investeringer. Dette indebærer, at staten i de enkelte lande i højere grad tillader private virksomheder at varetage opgaver, som tidligere lå i offentligt regi. Et eksempel på dette er betalingsmotorveje. Finansieringen af disse projekter sker typisk ved, at pensionskasser med et latent behov for langsigtede aktiver investerer i en fond eller en obligationsstruktur, som finansierer investeringen fra start. Den offentlige myndighed giver herefter en koncession med et åremål på 25 til 100 år til en operatør af betalingsmotorvejen, som betaler afdrag og renter til pensionskasserne. På denne måde tilfredsstilles både investorer, samfund og forbrugere, uden at skattebyrden stiger, via en brugerbetalingsmodel. Disse modeller har været anvendt med succes i Sydeuropa og på det seneste også i England og Australien. Det store potentiale ligger i USA, hvor særligt vejnettet ikke har fulgt med den stigende trafik. Her har staten de senere år ikke investeret tilstrækkeligt. Et eksempel på et selskab, som drager nytte af denne trend, er Cintra i Carnegie WorldWide/Europa.

Der er ganske gode muligheder for at tjene penge for bestemte grupper af selskaber i dette scenarie. Vi ser gode muligheder for koncessionsselskaber, ingeniør- og konstruktionsvirksomheder ligesom udvalgte selskaber i kapitalgodeindustrien. Frem for alt skal der graves og flyttes en masse jord de kommende årtier. Selskaber, der leverer kritiske redskaber til så jordnært arbejde, står med gode indtjeningsmuligheder. Det er blandt andet derfor, vi har fundet det attraktivt at investere i Siemens, GE, Holcim og Caterpillar i den globale portefølje.

Til sidst et sigende eksempel på, hvad der foregår lige nu: Sydafrika er i gang med en række større offentlige infrastrukturprojekter, men har problemer med at købe udstyr som kraftværker, lokomotiver og kraner til havnene. Den sydafrikanske minister for offentlige arbejder udtalte på en konference den 29. marts 2007, at den største udfordring er, at verdens efterspørgsel efter kapitalgoder stiger så kraftigt, at det let overstiger udbuddet af disse goder. Dette er et signal om, at de stærke globale selskaber inden for disse områder går en god udvikling i møde de kommende år. Selskaberne er dog ikke immune over for den økonomiske konjunktur; der kommer bump undervejs, uanset at investeringstemaet ser stærkt ud lige nu. Det er derfor vigtigt at have et langsigtet perspektiv.

En global integreret verden giver gode muligheder for vækst til gavn for forbrugere og investorer. Globaliseringen driver infrastrukturinvesteringer til gavn for de næste generationer på kloden – og til gavn for dem, som investerer kløgtigt undervejs. ■

Forventninger

Renteforventninger

Det svagere amerikanske boligmarked og en strammere långivning er en risikofaktor for den amerikanske vækst, idet stigende priser på bolig- og aktiemarkedet har været en vigtig drivkraft. Vi forventer derfor, at FED holder sin styrente uforandret i 2. kvartal. Aktuelt er inflationen for høj og væksten for lav til, at centralbanken enten sænker eller hæver sin styrente. Vi forventer, at de længere obligationsrenter vil være svagt faldende ned mod 4,50-4,60% som følge af aftagende inflation og svagere vækst.

Den økonomiske vækst i Europa udvikler sig positivt med en vækstrate på 3,3% trukket af Tyskland og Italien. Væksten er særligt drevet af nettoeksporten. Stigende beskæftigelse er centralt for, at den europæiske vækst bliver selv bærende. Arbejdsløsheden er faldet til 7,2%. En positiv udvikling, som vi venter fortsætter. Omvendt betyder ECB's renteforhøjelser en næsten fordobling af låneomkostningerne for korte lån. Eksempelvis er prisstigningerne på det europæiske boligmarked nu vigende, hvilket også kan smitte negativt af på byggeriet. Den stærke euro, som er styrket med 10,5% over for dollar siden primo 2006, lægger en dæmper på konkurrenceevnen og i sidste ende eksporten. Alt i alt venter vi fortsat en robust europæisk vækst på 2,5%. Vi forventer, at ECB fortsætter sin normalisering af den korte rente og hæver den med endnu 0,25%-point til 4%.

Centralbanken er bekymret for inflationseffekterne af en høj pengemængdevækst og en vækst i kreditgivning til private på ca. 10%. Samtidig kan de kommende lønforhandlinger ende på for høje niveauer. Vi forventer dog en uforandret inflation omkring 1,9% holdt nede af intens konkurrence på tværs af landegrænserne, stigende handel på internettet, stigende import fra Asien samt en stærk euro. Vi forventer, at stigende korte renter og det faktum, at de korte og lange obligationsrenter er på samme niveau, lægger en bund under de lange obligationsrenter. De længere europæiske obligationsrenter forventes derfor at svinge omkring det nuværende niveau på 4,15% for den 10-årige rente.

Aktieforventninger

Vi forventer, at den globale økonomi kan modstå en afmatning af den amerikanske økonomi drevet af blandt andet infrastrukturinvesteringer i Emerging Markets og den vestlige verden. Selskabernes indtjening er på et højt niveau drevet af både god omsætningsvækst og marginforbedringer. I USA er marginerne på det højeste niveau i 30 år. Dette får nogle markedsdeltagere til at forudse et snart fald i virksomhedernes indtjening. Vi hælder dog til, at en god del af marginforbedringen skyldes strukturelle faktorer afledt af globaliseringstrenden. Samtidig vurderer vi ikke, at aktiemarkedene er højt prisfastsat, og mange af de store selskaber handles på P/E-niveauer under 15. Vi anser derfor specielt store kvalitetsselskaber for at være attraktivt prisfastsat.

Fusioner og overtagelser foregår i et accelererende tempo drevet af bl.a. ”private equity” fonde. Denne aktivitet udgør i dag i USA ca. 6% af værdien af aktiemarkedet. Det skaber ekstra efterspørgsel på aktier, idet investorerne ofte ønsker at genplacere pengene. Niveaulet på de 6% er ikke usædvanligt i et historisk perspektiv. Typisk topper aktiemarkedet først, når fusioner og overtagelser udgør ca. 10-12% af markedet. Vi tror derfor, at aktiemarkedene vil levere konkurrencedygtige afkast sammenlignet med obligationer de kommende år, men bl.a. usikkerheden om den amerikanske økonomi vil være et kim til mulige korrektioner. ■

Globale Aktier

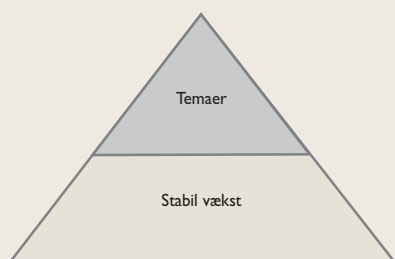
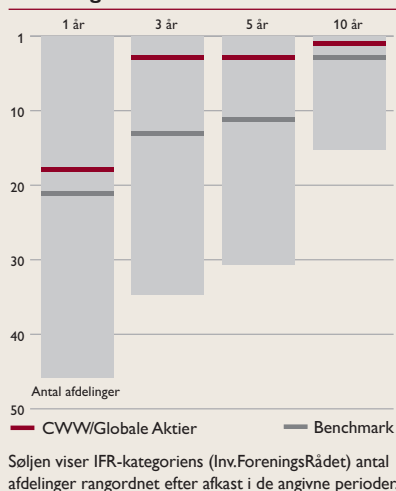
Resumé

1. kvartal 2007 var præget af store udsving på de globale aktiemarkeder. Markante udsving på det kinesiske marked og efterfølgende dårlige nyheder fra det amerikanske boligmarked på subprime området (boliglån af lavere kvalitet) resulterede i en større nedgang midt i kvartalet. Porteføljen viste dog robusthed i denne fase. Afdelingen har fortsat en høj vægt i store selskaber med stærkt cash flow og stabile forretnings-

modeller som eksempelvis selskaber inden for nydelsesmiddelindustrien. Vi ser fortsat gode langsigtede muligheder i særligt Asien og har fortsat en pæn eksponering til den stærke vækst i disse dele af verden. Denne eksponering sker fortsat overvejende gennem selskaber noteret på vestlige børser, men med en stor andel af omsætningen i Emerging Markets. Afdelingen har til gengæld nedtonet vægten i den finansielle sektor, hvor det ventes, at de rekordlave

tab og hensættelser samt det meget høje indtjeningsniveau bliver svært at opretholde de kommende år. Afdelingen har justeret olieeksponeringen samt ligeledes introduceret et nyt langsigtet tema, nemlig global infrastruktur, som berørt i det indledende temaafsnit. Vi forventer, at den globale afdeling igen i år kan levere et konkurrencedygtigt afkast over de næste 12 måneder.

Placering i IFR's afkaststatistik



Svingende 1. kvartal

Den gode afslutning i 2006 ledte til, at flere af de stærke aktier i 2006 var svagere i januar med efterfølgende lavere afkast end markedet. Afdelingen klarede den kraftige nedgang i februar på niveau med markedet, men det samlede resultat for 1. kvartal var -0,1%. Morgan Stanleys aktieverdensindeks steg med 1,5%. Det var særligt de mere defensive aktier i porteføljen, som bidrog positivt med franske EDF, BAT og Nestlé som de mest bidragende aktier i porteføljen. På den negative side var det de olierelaterede aktier som Sinopec og Gazprom, der skuffede lidt. Ligeledes bidrog den japanske bank MUFG også negativt i 1. kvartal 2007.

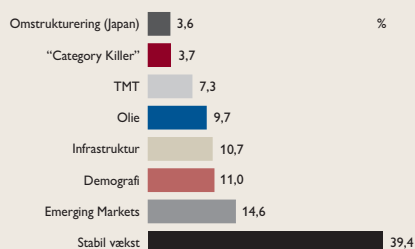
Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Investeringerne er bygget op om en kerne af stabile vækstselskaber, som har et højt og stabilt voksende frit cash flow (pengestrøm), som selskaberne kan bruge til dividender eller attraktive investeringer. Denne kerne af selskaber udgør fortsat knap halvdelen af porteføljen og består bl.a. af tobaksselskaber, fødevarer-selskaber og medicinalselskaber. Denne kerne af høj kvalitetsselskaber skaber et fundament for langsigtet værditilvækst samtidig med, at afdelingens risikoprofil holdes nede. Vi har i 1. kvartal marginalt øget denne del af porteføljen.

Den anden del af investeringerne er investeringstemaer, hvor vi ser et langsigtet attraktivt potentiale. Risikoen kan være lidt højere på disse investeringer end de stabile vækstaktier, men omvendt har vi store forventninger til afkastmulighederne her. Det netop introducerede investeringstema Infrastruktur er dels drevet af behovet for opgradering af infrastrukturen i Emerging Markets. Ligeledes er der underinvesteret i eksempelvis vejnettet i den vestlige del af verden i de sidste 20 år. Det giver gode muligheder for selskaber, som leverer kritisk materiel i forbindelse med infrastrukturprojekter.

I diagrammet på næste side fremgår fordelingen af selskaber på såkaldte investeringstemaer. Som det kan ses er Olie og Emerging Markets større investeringstemaer med en andel på 10% og 15%. Stabil vækst udgør ca. 40%, og det nye tema Infrastruktur indeholder Siemens, GE, Caterpillar og Holcim og udgør 11%.

Temaoversigt pr. 31. 03. 2007



Omlægninger i kvartalet

I kvartalet var der otte større transaktioner. Der blev foretaget en justering af olieeksponeringen, hvor ConocoPhillips og Gazprom og lidt af Sinopec blev solgt, mens positionen i Total blev øget. Ligeledes købte vi verdens største bore-rigselskab Transocean. Omlægningen skyldes, at vi gerne vil have en bredere eksponering til energisektoren, hvor vi også gerne vil have eksponering til udstyrsleverandører til de traditionelle olieselskaber. De integrerede olieselskabers gode indtjening er under pres fra underleverandører samt fra stigende skattetryk i de lande, som i sidste ende ejer ressourcerne. Med disse omlægninger har vi nu en mere balanceret olieeksponering, der er afpasset til disse ændrede omgivelser.

UBS blev solgt i kvartalet for at reducere risikoen til den finansielle sektor. De stigende tab og den lempelige kreditgivning i USA inden for boliglån ledte til, at en række selskaber med speciale i udlån til de dårligst stillede husejere måtte lukke deres forretning (subprime långivning). Dette sætter fokus på, at den eksponentielle vækst i den globale kreditgivning ikke kan fortsætte, hvorfor den finansielle sektor sandsynligvis må indstille sig på en lavere profitabilitet de kommende år.

Vores nye investeringstema Infrastruktur er bygget op af fire selskaber, hvor Holcim har været i porteføljen en lang periode, mens General Electric (GE) blev købt ind i og beskrevet i sidste kvartal. De to sidste selskaber i dette tema er Siemens og Caterpillar, der blev købt i 1. kvartal.

Siemens har en stærk global position inden for automation, energi/kraftværker samt udstyr til sundhedssektoren. Tre områder, som vil opleve god vækst i de kommende år. Selskabet ventes specielt at drage nytte af stigende globale investeringer inden for infrastrukturområdet, som påvirker flere af selskabets forretningsområder. Siemens kan på mange måder sammenlignes med GE, men er dog betydeligt mindre effektiv. Ledelsen er klar over dette, og det er vores overbevisning, at der er sat en masse aktiviteter i gang, som vil lede til rationaliseringsgevinster til gavn for aktionærene.

Caterpillar producerer produkter, som frem for alt flytter jord i forbindelse med infrastruktur- og byggeprojekter, men selskabet har også en stor andel af salget til mineindustrien. Dette amerikanske selskab har halvdel af omsætningen uden for USA og har det mest omfattende distributions- og servicenetværk – en vigtig konkurrencemæssig fordel.



Transocean er verdens suverænt største selskab inden for udlejning af borerigge. Selskabet har en meget stærk position, når det gælder borerigge, der bruges på dybt vand. Aktien er særdeles attraktivt prisfastsat, hvis olieprisen holder sig på et højt niveau i mange år frem.

Forventninger til Globale Aktier

Afdelingens brede eksponering til store stabile selskaber suppleret med mere vækstorienterede aktier passer godt ind i de omgivelser, vi venter i 2007. Vi ser store kvalitetsselskaber som et segment af markedet, der fortsat er attraktivt prisfastsat. Lidt højere makroøkonomisk usikkerhed vil skabe større udsving, og de store aktier klarer sig oftest bedre i sådanne omgivelser. Det er fortsat vores forventning, at afdelingen i 2007 vil give et konkurrencedygtigt afkast, både i forhold til verdensmarkedet og obligationer.

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

Globale Aktier

Nøgletal	31.03.07	31.12.06
Formue (i 1.000 kr.)	7.099.043	7.256.484
Cirkulerende andele stk.	13.792.427	14.087.606
Udbytte	0,00	0,00
Indre værdi	514,71	515,10
Officiel kurs	512,28	512,06

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

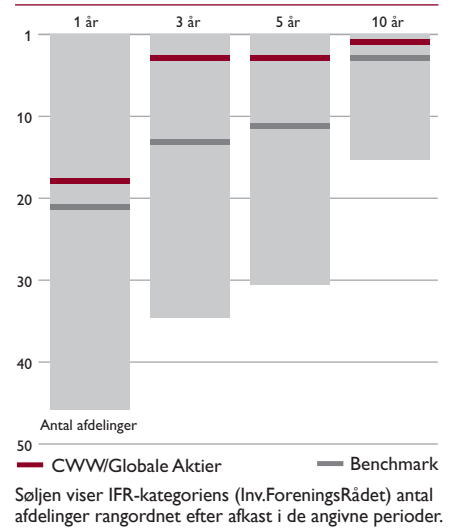
Afkast/Merakfast i %	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Globale Aktier	5,9	56,7	36,8	216,0	13,1
Benchmark*	4,8	39,2	8,2	85,4	7,5
Globale Aktier merakfast/Benchmark*	1,1	17,5	28,6	130,6	5,6

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Standardafvigelse % p.a. porteføljen	10,6	13,9	18,4	17,0
Standardafvigelse % p.a. benchmark*	7,7	14,3	17,0	16,2
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	1,2	0,3	0,4	0,4

Globale Aktier levetid



Placering i IFR's afkaststatistik



Aktieporteføljen pr. 31.03. 2007

	USA og Canada	Storbritannien	Kontinental-europa	Japan	Øvrige Fjernøsten	Emerging Markets	Total	Benchmark*
Energi	Transocean 2,1		Total 4,2		Sinopec 3,4		9,7	9,0
Råvarer		Rio Tinto 2,8	Holcim 3,7				6,5	6,3
Industri og service	General Electric 2,8 Praxair 2,9 Caterpillar 2,2		Siemens 2,0				9,9	10,9
Forbrugsgoder - cykliske					Esprit 3,7		3,7	11,4
Forbrugsgoder - defensive		BAT 6,9 Diageo 2,9	Nestlé 5,6	Japan Tobacco 6,2			21,6	8,3
Medicinal			Roche 4,5 Novartis 3,9				8,4	8,9
Finans	Aflac 2,6		Banco Bilbao 2,6	MUFG 3,6	HDFC 3,5 United Overseas Bk. 2,5		14,8	26,0
Informationsteknologi	Cisco Systems 3,5			Canon 3,8			7,3	10,1
Telekommunikation							0,0	4,6
Koncessioneret service			E.ON 6,0 Electricite de France 6,3				12,3	4,5
Andet					CWW/Asien 2,0	CWW/Øst. 3,8	5,8	0,0
Total	16,1	12,6	38,8	13,6	15,1	3,8	100,0	-
Benchmark*	51,4	11,3	22,1	10,9	4,3	0,0	-	100,0

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

Europa

Resumé

1. kvartal 2007 bød på et positivt afkast til afdelingen, hvis indre værdi steg 2,5%, lidt under europaindeksets stigning på 2,8%. Året startede positivt, men oplevede én kraftig korrektion i slutningen af februar som følge af den stigende usikkerhed om væksten i USA.

Det makroøkonomiske billede er fortsat positivt for Europa, og ligeså er billedet for virksomhedernes omsætning og

indtjening. Vi har i Tyskland købt E.ON og Siemens og omlagt energiinvesteringerne, hvor de lidt mere risikobetonede østeuropæiske selskaber, MOL og Gazprom, er blevet solgt til fordel for Total og Fred Olsen Energy.

Afdelingen har fortsat en stor kerne (60%) af store stabile vækstselskaber med høje og stabile pengestrømme (cash flow). Eksponeringen til selskaber, som drager nytte af udbygningen af den

globale infrastruktur, er blevet øget til godt 17%.

De tre støtter til de positive aktiemarkeder i Europa er fortsat intakte. Det drejer sig om høj indtjeningsevne i erhvervslivet og høj aktivitet inden for virksomhedsovertagelser (M&A). Hertil kommer en rimelig prisfastsættelse af den del af aktiemarkedet, som består af store og solide selskaber.

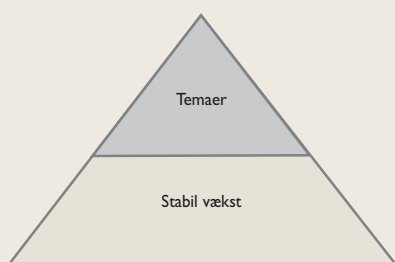
Positivt afkast i 1. kvartal

Afkastet for 1. kvartal blev positivt på 2,5%, selvom februar bød på en større kortvarig korrektion på hele 7%. Korrektionen var en følge af stigende usikkerhed om den fremtidige økonomiske vækst i USA. Morgan Stanleys Europaindeks steg med 2,8%, hvilket var lidt over afdelingens afkast. Afdelingen drog fordel af eksponeringen til mange velperformende stabile vækstselskaber, men afkastet blev trukket ned af afdelingens investeringer inden for olie- og gassektoren. Ligesom sidste år var denne sektor blandt de dårligst performende i 1. kvartal, hvilket skal ses i lyset af en vigende oliepris og stigning i sektorens beskatnings- og omkostningsniveau. Bedste aktie i kvartalet var tyrkiske GarantiBank, ligesom Electricite de France og British American Tobacco fortsatte de positive takter fra 2006.

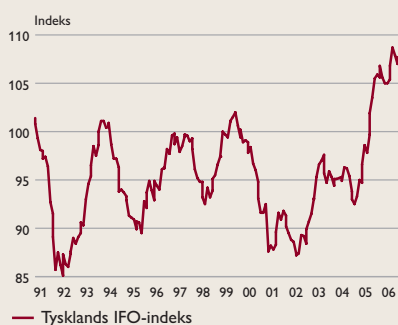
Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

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

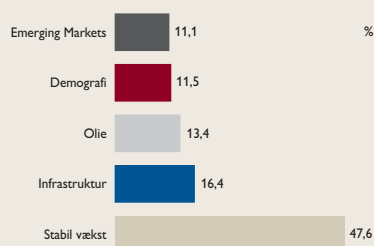
Afdelingen har siden lanceringen haft en stor overvægt af selskaber, som er hjemmehørende i en række hastigt voksende randlande, såsom Norden og Østeuropa samt i Spanien og Irland, mens lavere voksende økonomier som Tyskland og Italien har været undervægtet. Væksten overrasker dog nu positivt i Tyskland, hvor 800.000 personer er kommet i arbejde over det seneste år, hvilket har drevet arbejdsløsheden ned til godt 9%. Optimismen bobler på kontinentet, og IFO-indekset viser fortsat stor optimisme blandt tyske virksomhedsledere. Det er vores overbevisning, at en positiv spiral er sat i gang, som ikke kun vil gavne Tysklands økonomi, men hele Europas. På denne baggrund er vi fortsat med at øge vægten i Tyskland ved køb af E.ON og Siemens. Siemens passer ligeledes ind i vores nye langsigtede investeringstema Infrastruktur, som er omtalt i det indledende temaafsnit.



Tysklands IFO-indeks



Temaoversigt pr. 31.03. 2007



Forventninger til Europa

De tre støtter til de positive aktiemarkeder i Europa er fortsat intakte. Det drejer sig om høj indtjeningsevne i erhvervslivet og høj aktivitet inden for virksomhedsovertagelser (M&A). Hertil kommer en rimelig prisfastsættelse af den del af aktiemarkedet, som består af store og solide selskaber.

Det makroøkonomiske billede er fortsat positivt for Europa grundet tiltagende vækst i Tyskland. Det er vores opfattelse, at de nuværende forventninger til væksten i Europa for 2007/08 vil overraske positivt. Dette vil yde støtte til pæn salgs- og indtjningsvækst i Europa.

Lidt højere makroøkonomisk usikkerhed i USA vil formentlig skabe større udsving i afkastene, hvorfor vi favoriserer store aktier, som oftest klarer sig bedre i sådanne omgivelser.

Foruden kernen af stabile vækstselskaber består porteføljen af en række investeringer i diverse investeringstemaer, hvor vi ser et langsigtet attraktivt potentiale. De temaer, vi i øjeblikket fokuserer på ud over Infrastruktur, er den hastige økonomiske udvikling i nye markeder, herunder Østeuropa, og på energisektoren, hvor vi forventer, at olie og gaspriserne vil forblive på et højt niveau i tiden fremover.

Vi har i kvartalet reduceret eksponeringen til Østeuropa yderligere, så eksponeringen i dag primært sker igennem vesteuropæiske kvalitetsselskaber med betydelig eksponering til Østeuropa. Eksempler er østrigske Immoeast (Østeuropas største ejendomsinvestor) og Wienerberger (byggematerialer) med 40% af salget i øst. Hertil kommer Unicredito og Swedbank med deres velpositionerede banknetværk. Vi er stadig langsigtet positive på væksten i Østeuropa, og vi vil uden tvivl øge investeringerne i regionen med tiden.

Omlægninger i kvartalet – reduktion af energiaktierne

Der var i 1. kvartal fem større salg og køb. Vi nedjusterede olie- og gassektoren, hvor MOL, Vallourec og Gazprom blev solgt, mens positionen i Total og Fred Olsen Energy blev øget. Omlægningen skal ses i lyset af vores generelle ønske om at have en større eksponering til olieservice og en mindre eksponering til de traditionelle olieselskaber. De integrerede olieselskabers gode indtjening er under pres fra underleverandører samt fra stigende skattetryk i de lande, som i sidste ende ejer ressourcerne. Gazprom har indtil for nylig været begunstiget af en politisk velvilje til at opbygge en international energigigant, der med alle midler skulle sikre landet en ”rimelig” andel af Ruslands ressourcer. Normaliseringen af de indenlandske gaspriser er godt i gang, men som noget nyt er der tegn på, at den meget gunstige beskatning af gasudvinding også står over for en markant ændring i negativ retning.

Vi solgte i kvartalet UBS. De stigende tab og den lempelige kreditgivning i USA inden for huslån ledte til, at en række selskaber med speciale i udlån til mindre-bemidlede måtte lukke deres forretning. Dette sætter fokus på, at den eksponentielle vækst i den globale kreditgivning ikke kan fortsætte, hvorfor den finansielle sektor og især investeringsbankerne sandsynligvis må indstille sig på en lavere profitabilitet i de kommende år.

Salgene har finansieret den tidligere omtalte opvægtning af tyske aktier, hvor vi har købt Siemens og atter opbygget en position i E.ON. E.ON blev solgt i begyndelsen af 2006 efter at have lagt et bud på Endesa, Spaniens førende energiforsyningsselskab. Strategisk, mente vi dengang ligesom nu, at det var et dårligt træk, da vi ikke bryder os om det hårdt regulerede spanske energimarked. Siden da har der været modbud fra konkurrenter og politisk indblanding, så i skrivende stund har E.ON's ledelse kastet håndklædet i ringen og lader i stedet italienske Enel og spanske Acciona overtage Endesa til en pris, der er mere end det dobbelte af det oprindelige bud. E.ON får dog mulighed for at købe en række aktiver fra Endesa, hvilket, vi vurderer, er væsentligt mere værdiskabende og giver mulighed for højere udbytter og tilbagekøb af egne aktier. Siemens er beskrevet nærmere under afdeling Globale Aktier på side ni. Sluttelig har vi taget profit i Buzzzi Unicem (cement) efter kraftige kursstigninger, og at vægten i Roche (medicinal) er øget tilsvarende.

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

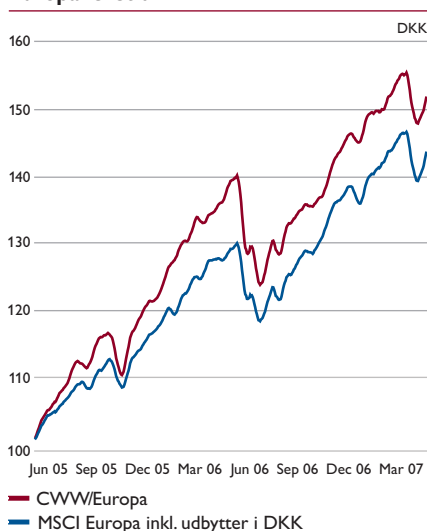
Nøgletal	31.03.07	31.12.06
Formue (i 1.000 kr.)	739.924	658.543
Cirkulerende andele stk.	4.505.180	4.475.880
Udbytte	0,00	0,00
Indre værdi	150,85	147,13
Officiel kurs	148,61	149,80

Fondskode	DK0010312529
Afdelingens start:	23.05.2005
Læs mere på:	www.cww.dk/eu

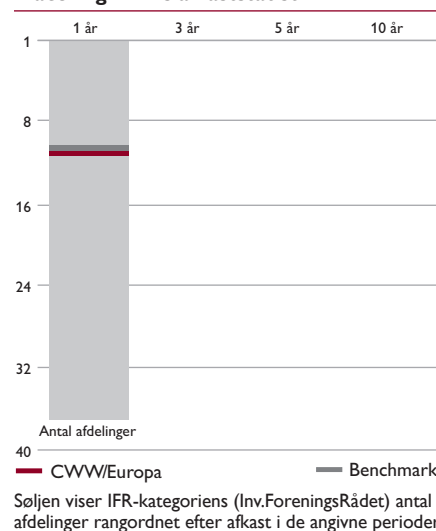
Afkast/Merakfast i %	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Europa	13,8	-	-	-	26,4
Benchmark*	13,8	-	-	-	22,4
Europa merakfast/Benchmark*	0,0	-	-	-	4,0

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. 31.03.2007

	Norden	UK og Irland	Centraleuropa	Sydeuropa	Østeuropa	Total	Benchmark*
Energi	Fred. Olsen Energy 4,1	Centrica 5,0	Total 4,3			13,4	9,3
Råvarer		Rio Tinto 2,4	Holcim 3,3	Buzzi Unicem 3,5		9,2	7,8
Industri og service			Wienerberger 3,5 Siemens 3,8			7,3	9,7
Forbrugsgoder - cykliske						0,0	10,1
Forbrugsgoder - defensive		BAT 6,5 Enterprise Inns 3,9 Diageo 3,5	Nestlé 4,9			18,8	9,6
Medicinal			Novartis 3,7 Roche 3,7			7,4	7,8
Finans	Swedbank 3,3	Allied Irish Bank 4,1 Royal Bank 4,2	Allianz 3,8 Immoeast 3,1	Piraeus Bank 2,2 Banco Bilbao 2,6 UniCredito Italiano 4,2	GarantiBank 2,1	29,6	29,8
Informationsteknologi						0,0	3,6
Telekommunikation						0,0	6,2
Koncessioneret service			Electricite de France 5,6 E.ON 2,9	Cintra 5,8		14,3	6,1
Andet						0,0	0,0
Total	7,4	29,6	42,6	18,3	2,1	100,0	-
Benchmark*	8,6	35,0	43,5	12,9	-	-	100,0

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

Danske Aktier

Resumé

Stigningerne fortsatte i 1. kvartal 2007, om end markedet blev rystet af den største korrektion siden maj 2006. Til-

liden er dog kommet tilbage, og markedet udvikler sig nu mere i takt med selskabernes indtjening. Vi ser fortsat et konkurrencedygtigt afkastpotentiale

i det danske aktiemarked, om end det må forventes at blive på et noget lavere niveau i 2007.

Godt afkast i 1. kvartal

Carnegie WorldWide/Danske Aktier gav et afkast på 5,9%. Benchmark gav i samme periode et afkast på 5,1%. Det gode afkast blev bl.a. skabt af porteføljens beholdninger i: 1) Vestas (+19%), der fortsat er præget af en stigende fokusering på den globale opvarmning, 2) Rockwool (+16%), der overraskede med et fantastisk godt 2006 resultat og 3) TK Development (+13%), der langsomt er ved at genvinde investorernes tillid, i takt med at fokus bliver rettet mod de interessante perspektiver for etablering af indkøbscentre i Østeuropa.

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

Porteføljen er bygget op omkring en række solide og velindtjenende selskaber med en gennemprøvet forretningsmodel, der skal skabe en solid performance i såvel gode som mindre gode tider. Der er 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 for større positive revurderinger af selskabets værdi i takt med, at selskabet udvikler sig over tiden.

Den mest aktuelle kortsigtede problemstilling for porteføljesammensætningen p.t. er spørgsmålet om, hvorvidt den igangværende konjunkturafmatning vil ende i en decideret recession eller blot være en vækstpause, inden verdensøkonomien igen tager fart. Vi forholder os moderat positive og ser således en større sandsynlighed for, at verdensøkonomien i 2007 kun vil opleve en vækstpause. Vi har derfor øget porteføljens vægt af cykliske aktier primært igennem en kraftig opvægtning af beholdningen i A.P. Møller-Mærsk.

Den globale opvarmning er menneskeskabt, og udledningen af CO₂ er en af de væsentligste årsager hertil. Den konklusion er FN's klimapanel kommet frem til, og de fleste regeringsledere i såvel Europa, Asien og sågar USA er enige om, at dette problem er den største udfordring verden står overfor. Det er årsagen til, at "CO₂ reduktion" trenden bliver en af de dominerende globale trends i de næste 10 år, hvorfor det bliver vigtigt at afdække de selskaber, som har eksponering direkte eller indirekte til denne trend. Porteføljen er p.t. eksponeret via Vestas (9%),



verdens største producent af vindmøller. Elektricitet produceret af vindmøller udleder væsentligt mindre CO₂ end elektricitetsproduktion baseret på kul. Novozymes (4%) er verdens største producent af industrielle enzymer. Enzymer erstatter petrokemiske produkter i industrielle sammenhænge og begrænser derved brugen af fossile brændstoffer. Størst bevågenhed er der p.t. på fremstillingen af bioethanol, hvortil der bruges enzymer for at udvinde sukkerstofferne fra majs eller hvede, og som derefter destilleres til alkohol/bioethanol. Bioethanolen erstatter gradvist benzin og begrænser derved CO₂ udledningen. Endelig er porteføljen eksponeret i Rockwool (2%), som er et indirekte spil på trenden, idet CO₂ udledning effektivt kan reduceres ved at nedsætte varmeforbruget og derved brugen af fossile brændstoffer. 15% af porteføljen har således en eksponering mod denne massive langsigtede trend.

Kursudvikling TK Development



Forventninger til Danske Aktier

Aktiemarkedet forventes at give et konkurrencedygtigt afkast i de kommende 12 måneder sammenholdt med en obligationsrente på 4% og en risikopræmie på ligeledes 4%. Vi forventer dog større volatilitet på aktiemarkedet i den kommende periode. Afkastet forventes primært drevet af investorernes forventninger til indtjeningsudviklingen og ikke mindst selskabernes evne til at levere den forventede fremgang. Kun i mindre omfang og i særlige tilfælde vil afkastet blive skabt pga. en højere vurdering. På denne baggrund forventes indtjeningsikkerhed og vurdering at få en større betydning for aktiernes udvikling.

Omlægninger i kvartalet

Vi foretog i starten af januar en kraftig opvægtning (+6,0%-point) af **A.P. Møller-Mærsk**, og aktien udgør nu 9,8% af porteføljen. De to væsentligste grunde til denne omlægning var dels en begrundet tro på, at A.P. Møller internt havde ryddet effektivt op efter den dårlige integration af P&O Nedlloyd i 2006, og dels at verdensøkonomien var på vej til at opleve en såkaldt blød landing i 2007. Et scenarie der burde afstedkomme stigende fragtrater i andet halvår 2007. A.P. Møller-Mærsk er yderst følsom over for ændringer i fragtraterne, og vi vurderer, at containerdivisionen i bedste fald kan forbedre indtjeningen med op mod 10 mia. kr., såfremt fragtraterne udvikler sig gunstigt i de kommende år.

Finansieringen af købet er sket via en reduktion i **Coloplast** og **Group4Securicor**. Coloplast er reduceret med 2,2% og udgør nu 1,7% af porteføljen. Aktien er højt vurderet, og risikoen for en nedjustering af indtjeningsforventningerne for 2007 på grund af en reform af det engelske sundhedssystem er overhængende. Aktien er fortsat interessant på langt sigt, blot er der andre mere interessante og mindre risikofyldte aktier at investere i p.t. Reduktionen i Group4Securicor er udelukkende en lovmæssig tilpasning (jf. 40% reglen) og har intet med vores tiltro til selskabet at gøre. Vi er fortsat meget positive på aktien, og den er fortsat en af de største overvægtede positioner i porteføljen.

Af mindre justeringer i porteføljen er der foretaget opvægtninger af beholdningerne i **Danske Bank** (+1%), **DSV** (+1%) og **TK Development** (+1%). Danske Bank er p.t. attraktivt vurderet, men har dette til trods underperformat de øvrige nordiske og europæiske banker på grund af frygten for integrationen af Sampo Bank. En frygt som vi finder klart overvurderet. DSV har underperformat markedet efter lidt skuffende regnskabsmeddelelser i både 3. og 4. kvartal 2006. Selskabet er en meget interessant langsigtet investeringscase på globaliseringstrenden, og da aktien igen er blevet attraktivt vurderet, finder vi det rigtigt at øge beholdningen. Endelig har vi øget i TK Development, idet vi vurderer, at selskabets aktie er meget lavt prissat og til fulde afspejler den overnormale risiko, der p.t. er i aktien på grund af bagmandspolitiets anklager om regnskabsmanipulation i årene 2002-2004. Perspektiverne for etableringer af indkøbscentre i Østeuropa er p.t. så interessante, at TK Development vil profitere af denne udvikling uanset udfaldet af retssagen. **SimCorp** indgår nu med 1%. Aktien er en interessant langsigtet investeringscase rettet mod opgraderingen og effektiviseringen af systemer til den finansielle sektor. Efter et markant kursdyk er selskabet nu fair vurderet.

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

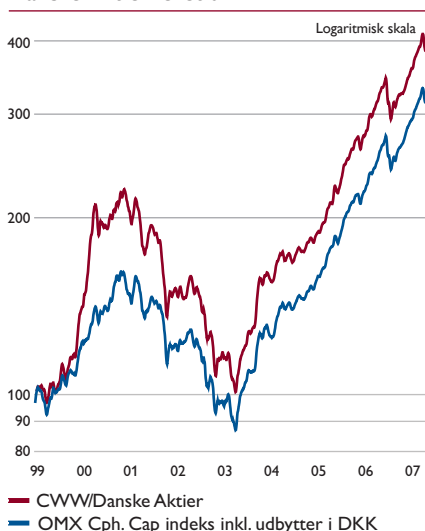
Nøgletal	31.03.07	31.12.06
Formue (i 1.000 kr.)	628.974	594.940
Cirkulerende andele stk.	2.245.259	2.269.019
Udbytte	0,00	0,00
Indre værdi	277,64	262,20
Officiel kurs	273,90	261,65

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

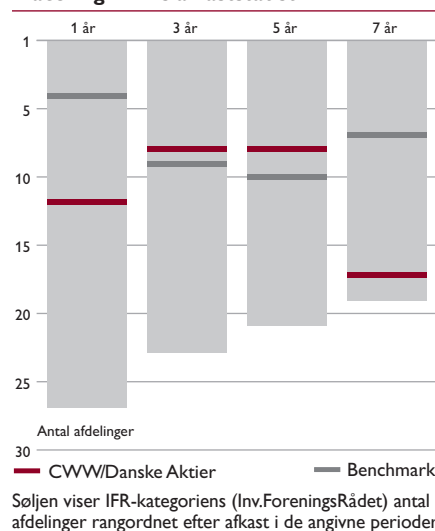
Afkast/Merafkast i %	1 år	3 år	5 år	7 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Danske Aktier	22,0	137,5	153,6	95,0	18,3
Benchmark*	24,4	133,0	152,4	135,0	15,3
Danske Aktier merafkast/Benchmark*	-2,4	4,5	1,2	-40,0	3,0

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Standardafvigelse % p.a. porteføljen	10,9	17,1	-	19,3
Standardafvigelse % p.a. benchmark*	9,4	15,3	-	15,6
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	2,4	0,9	-	0,7

Danske Aktier levetid



Placering i IFR's afkaststatistik



Aktieporteføljen pr. 31.03. 2007

	Cyklisk vækst	Stabil vækst	Strukturel vækst	Total	Benchmark*
Energi				0,0	1,3
Råvarer		Rockwool 1,8	Novozymes 4,2	6,0	3,0
Industri og service	A.P. Møller-Mærsk 9,8 FLSmidth 3,9 DSV 5,0	Group4Securicor 5,1	Vestas Wind Systems 9,0	32,8	27,7
Forbrugsgoder - cykliske	Bang & Olufsen 4,1 Søndagsavisen 3,9			8,0	3,1
Forbrugsgoder - defensive	IC Company 0,9	Danisco 2,1		3,0	7,2
Medicinal			Bavarian Nordic 2,4 Coloplast 1,7 NeuroSearch 1,2 Novo Nordisk 10,5	15,8	20,9
Finans	TK Development 2,8	Codan 2,6 Danske Bank 9,4 Nordea 4,7 Topdanmark 3,6 Jyske Bank 1,8 TrygVesta 3,0		27,9	32,0
Informationsteknologi			Thrane & Thrane 0,5 SimCorp 1,1	1,6	1,0
Telekommunikation			RTX 0,5 GN Store Nord 4,4	4,9	3,6
Koncessioneret service				0,0	0,2
Andet				0,0	0,0
Total	30,4	34,1	35,5	100,0	100,0

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

Resumé

Den positive udvikling på aktiemarkederne i Østeuropa fortsatte i 1. kvartal, om end starten på året også udviste den snart sædvanlige volatilitet. Afdelingen kom godt fra start og leverede en stigning på 4,5%, mens afdelingens benchmark faldt 1,2%. Afdelingen har fortsat strategien om at have en betydelig del af værdierne investeret i de

mindre udviklede markeder i Østeuropa med en særlig fokus på aktier, der er eksponeret til den kraftige vækst i købekraft og privatforbrug. De vigtigste parametre for udviklingen i regionen er fortsat eksterne forhold som det amerikanske boligmarked, olieprisen og udsigterne for inflationsudviklingen i den globale økonomi. Udsigterne for specielt amerikansk økonomi er uklare,

og vi forventer, at de løbende offentliggørelser af økonomiske nøgletal herfor vil give fortsat debat om varigheden af den økonomiske højkonjunktur i USA og deraf afledt usikkerhed om de globale aktiemarkeder, herunder de østeuropæiske. Det er fortsat vores vurdering, at eventuelle tilbagefald vil være glimrende købsmuligheder for den langsigtede investor.

Godt afkast i 1. kvartal

Kvartalet gav et afkast på 4,5%, hvor Morgan Stanleys modificerede Østeuropa-indeks faldt med 1,2%. Afdelingens bedste aktie var det russiske medieselskab CTC Media (+21%), mens de tyrkiske aktier GarantiBank (+17%) og Acibadem (+14%) også bidrog positivt til afkastet i kvartalet. Kun få aktier oplevede kursfald af betydning. Det drejede sig om Gedeon Richter (-8%), som faldt på grund af kraftigt beskåret subsidiering af medicinpriser i Rusland, og Sberbank (-6%), som faldt på grund af profittagning oven på meget kraftige kursstigninger i 2006. Generelt klarede afdelingen sig godt grundet en lav eksponering til energi og en meget høj eksponering til selskaber afhængig af indenlandsk efterspørgsel.

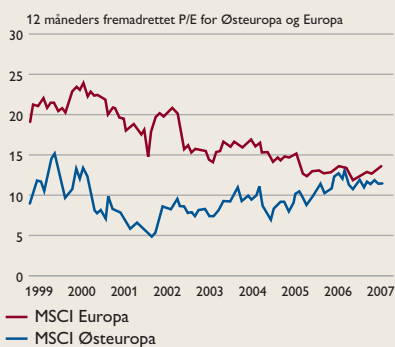
Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

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 er reduceret markant, har strategien siden 2005 været gradvist at flytte investeringer fra de mest udviklede markeder mod øst og syd, dvs. mod Rusland, de tidligere sovjetstater og Tyrkiet. Vi vurderer overordnet set, at disse markeder har et større potentiale end f.eks. aktiemarkederne i Polen, Tjekkiet og Ungarn.

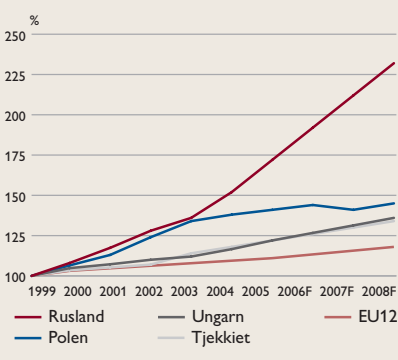
Det væsentligste tema i porteføljen er i dag eksponeringen til privatforbrug i regionen. Købekraften blandt almindelige forbrugere i regionen har udviklet sig eksplosivt, og regionen har i dag nogle af de højeste vækstrater i verden inden for eksempel bankvæsen, medicinalforbrug, reklameforbrug og ejendomsinvesteringer. Baggrunden herfor er, at i modsætning til eksempelvis den vestlige verden, hvor man har haft disse forbrugsmuligheder i en menneskealder, er dette helt nye markeder i de fleste østeuropæiske lande, og der er derfor et kolossalt ”opsparat” efterspørgselsbehov, der nu bliver udløst, da regionens indkomstniveau nu muliggør dette forbrug. Afdelingen har derfor bl.a. investeret i banker i Tyrkiet, Rusland og Kazakstan. I det forløbne kvartal har vi føjet yderligere en bank, Sekerbank, til porteføljen samt øget investeringerne i Kazkommerzbank.

Afdelingen har investeret betydeligt i udvikling af ejendomsprojekter i Baltikum, Polen, Rusland og Ukraine. Baggrunden er igen, at der er et kolossalt opsparat behov for at forbedre boligmassen. Selskaber, der er i stand til at gennemføre

Prissættelse (P/E)



Privat efterspørgselsvækst





komplekse ejendomsprojekter, vil derfor kunne tjene overnormale profitter. En af afdelingens bedste investeringer gennem de senere år, Open Investments, annoncerede endnu en kapitalforhøjelse i det forgangne kvartal, en kapitalforhøjelse vi påtænker at deltage i, da udsigterne for Open Investments fortsat er meget lyse. Selskabet vil bruge den nye kapital til yderligere landopkøb omkring Moskva og i udvalgte regioner, og selskabet vil i de kommende år fokusere på en meget kraftig acceleration i nybyggeriet af luksus enfamilieshuse samt på lidt længere sigt også bygge villaer for den russiske middelklasse, et marked der har enormt potentiale de næste mange år.

Energisektoren har været et andet toneangivende tema for afdelingen de senere år med fokus på gasmarkedet, specielt gennem afdelingens store investeringer i Gazprom og Novatek. I 1. kvartal har vi dog reduceret investeringerne i disse selskaber, da der er på kort sigt er en betydelig risiko for stigende beskatning af gassektoren i Rusland. Den langsigtede forventning om, at de unormalt lave russiske gaspriser over de kommende tre år vil normalisere sig hen imod niveauerne i Vesteuropa, er intakt, og vi forventer på et senere tidspunkt igen at øge vægten i den russiske gassektor.

Omlægninger i kvartalet – reduktion af energiaktierne

Der var i 1. kvartal følgende omlægninger i porteføljen, som beskrevet nedenfor.

Sekerbank er en mellemstor tyrkisk bank med omkring 220 filialer spredt over det meste af landet. Historisk har banken ikke været veldrevet, hvorfor banken i dag kun har ca. 20% lån per filial i forhold til de bedst drevne tyrkiske banker. Profitabiliteten er derfor tilsvarende lav. I 2006 indtrådte Kazakhstans største bank, BankTuranAlem som ejer sammen med bankens hidtidige hovedaktionær, bankens pensionskasse. Dette forhold kombineret med en kapitalforhøjelse har givet forhåbning om en styrket profitabilitet, hvilket ikke er reflekteret i prisfastsættelsen af selskabet, der hører til blandt Tyrkiets billigste finansielle virksomheder.

Raspadskaya er Ruslands næststørste producent af kul til stålindustrien, og det eneste børsnoterede kulmineselskab. Selskabet råder over reserver til yderligere 70 års produktion og er grundet historisk store investeringer i dag et af Ruslands mest effektive og profitable mineselskaber. Raspadskaya vil i perioden 2007-2010 øge sin produktion med 60% og er således en eksponering til den forventede kraftige infrastrukturudbygning i Rusland i de kommende år. Desuden eksporterer selskabet også til hurtigtvoksende økonomier som Indien og Ukraine.

Imperial Energy er et engelsk olieselskab, der opererer i Tomsk regionen i Vest-sibirien, Rusland. Selskabet har været succesfuld med at bygge meget store reserver, og selskabet er i dag målt på reserver det største uafhængige olieselskab i Rusland. Selskabet har også i de kommende år udsigt til at forøge reserverne, men væsentligst for selskabet vil være produktionsvæksten i de kommende år. Selskabet er først for nylig påbegyndt produktion, men vi forventer, at selskabet øger den daglige produktion til godt over 100.000 tønder olie i løbet af de næste fem år. For at finansiere ovennævnte og som følge af vores taktiske nedvægtning af gassektoren er Novatek og Vostok Nafta solgt, mens vi har reduceret vægtingen i Gazprom. For at finansiere ovennævnte er Urals Energy og Philip Morris CR solgt.

Forventninger til Østeuropa

Vi forventer, at den stigende tilstedeværelse af mere spekulative og kortsigtede investorer i regionen vil give anledning til højere volatilitet på aktiemarkederne i Østeuropa. Vi forventer dog konkurrencedygtige afkast i forhold til de globale aktiemarkeder de kommende 12 måneder, og vi forventer, at regionen også i de kommende år vil give bedre afkast end verdensmarkedsgennemsnittet. Vi arbejder hver dag på, at afdelingens fokuserede investeringsstil kan bidrage til et bedre afkast end markedet.

Investeringsfilosofi

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

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

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

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

Nøgletal	31.03.07	31.12.06
Formue (i 1.000 kr.)	2.036.010	2.005.578
Cirkulerende andele stk.	4.407.470	4.648.881
Udbytte	0,00	0,00
Indre værdi	450,71	431,41
Officiel kurs	445,39	431,64

Østeuropa

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

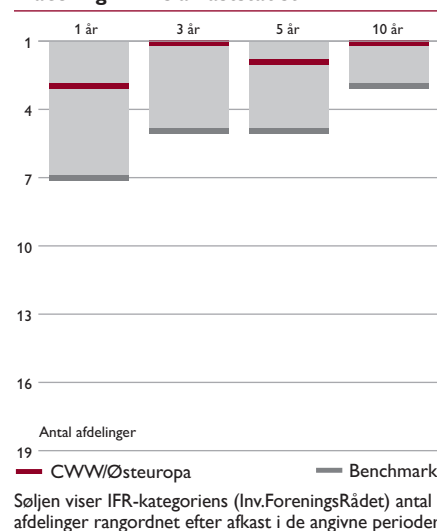
Afkast/Merakfast i %	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Østeuropa	18,6	147,8	230,8	281,6	16,9
Benchmark*	11,3	123,9	214,2	280,9	16,1
Østeuropa merakfast/Benchmark*	7,3	23,9	16,6	0,7	0,8

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Standardafvigelse % p.a. porteføljen	19,0	19,0	28,3	28,3
Standardafvigelse % p.a. benchmark*	21,0	22,1	32,0	32,0
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	1,5	1,1	0,4	0,4

Østeuropa levetid



Placering i IFR's afkaststatistik



Aktieporteføljen pr. 31.03. 2007

	Ungarn	Tjekkiet	Polen	Rusland	Andre lande	Total	Benchmark*
Energi	MOL 3,1			Gazprom ADR 4,4 Lukoil 3,1	Dragon Oil 0,9 Uranium Energy 6,1	17,6	44,5
Råvarer				Norilsk Nickel 4,2 Imperial Energy 2,1 Raspadskaya 1,6 Polyus Gold 1,4 Peter Hambro 3,1	Akansa Cimento 2,1	14,5	8,2
Industri og service			Budimex 3,0	Open Investments 8,1	Baltic Property 2,2 XXI Century Investments 1,9	15,2	0,2
Forbrugsgoder - cykliske	Danubius Hotel 2,3			CTC Media 2,9	CME 3,5	8,7	2,4
Forbrugsgoder - defensive					Efes Breweries Int. 1,3	1,3	0,5
Medicinal	Gedeon Richter 3,2				Acibadem 2,2 A&D Pharma 2,1	7,5	2,0
Finans				Sberbank 9,1	Akbank 1,4 Kazkommertsbank 2,4 Sekerbank 2,0 Financ. Inst. Expl. Fund 3,8 GarantiBank 2,4	21,1	22,9
Informationsteknologi						0,0	0,6
Telekommunikation				North-West Telecom 4,2 Sibirtelecom 3,4		7,6	11,5
Koncessioneret service		CEZ 4,6			Tallinna Vesi 1,9	6,5	7,2
Andet						0,0	0,0
Total	8,6	4,6	3,0	47,6	36,2	100,0	-
Benchmark*	11,1	9,0	20,7	59,2	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

Den positive udvikling, der prægede de finansielle markeder i årets første måned, blev hurtigt afløst af nervøsitet, usikkerhed og kursfald. Afkastet på vækstaktier fulgte udviklingen på det generelle aktiemarked, men trods nervøsitet på de finansielle markeder fort-

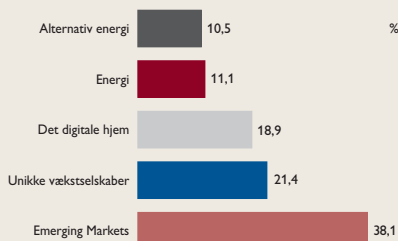
satte den positive udvikling for Emerging Growth, der startede i 4. kvartal 2006, ind i dette års 1. kvartal. Afdelingens afkast blev på 7,4% i kvartalet, hvilket er 5,5%-point bedre end sammenligningsgrundlaget. Investeringerne i Emerging Markets og Alternativ Energi bidrog positivt til afkastet. Kun et enkelt

nyt selskab har fundet vej til porteføljen - danske Vestas. I lyset af forventningen om aftagende økonomisk vækst ventes den nervøse stemning på de finansielle markeder at fortsætte i det kommende kvartal. Afdelingens fokus på vækstaktier med stærk finansiell position fortsætter.

Godt afkast i 1. kvartal

Kvartalet gav et afkast på 7,4%, mens Morgan Stanleys vækstindeks steg med 1,9%. Afdelingens investeringer i temaerne Emerging Markets og Alternativ Energi bidrog positivt til kvartalets afkast, mens investeringerne i temaet Energi trak afkastet ned. Raffles Education, der ejer og driver privatskoler i Kina, og har været afdelingens bedste investering i de sidste to år, fortsatte sin positive udvikling i 1. kvartal. Med en stigning på 30% blev aktien endnu en gang afdelingens bedste investering. I januar afholdt vi et møde med selskabets stifter og direktør, og vi har efter dette møde fortsat tillid til, at selskabet kan fortsætte den positive udvikling, vi hidtil har set. Åbning af nye skoler, muligheden for at tilføre nye fag til undervisningsudbuddet og gode muligheder for fortsatte prisstigninger er nogle af de faktorer, der gør, at vi fastholder vores investering i selskabet. Prisfastsættelsen på aktien er dog ikke længere billig, så udviklingen følges nøje. Investeringerne inden for alternativ energi havde ligeledes en positiv udvikling. Positive udmeldinger fra den amerikanske præsident samt nye mål for EU's brug af alternative energikilder satte fokus på de positive fremtidsudsigter for selskaberne i dette tema. Afdelingens investering i den japanske bank Shinsei Bank var dette kvartals dårligste investering med et kursfald på 18%. Efter et skuffende regnskab er aktien solgt.

Temaoversigt pr. 31. 03. 2007



Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

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

Afdelingen er investeret i følgende temaer: Emerging Markets (38%), Unikke vækstelskaber (21%), Det digitale hjem (19%), Energi (11%) og Alternativ energi (11%).

Investeringstemaet **Alternativ energi** er det af afdelingens temaer, som har de bedste langsigtede vækstudsigter. Mindre end 1% af verdens samlede energibehov dækkes i dag af vedvarende energikilder, så der er et stort potentiale for vækst i mange år fremover.



Vedvarende energi er for alvor kommet på den politiske dagsorden, og det virker nu til at være globalt anerkendt, at vi har global opvarmning, og at denne hovedsagelig er menneskeskabt. Særligt positivt er det, at alternativ energi og global opvarmning nu for alvor er kommet i fokus i USA, der som verdens største energiforbruger, står for ca. 20% af verdens samlede udledning af drivhusgasser. De store ødelæggelser efter orkanen Katrina, Al Gore's film "An Inconvenient Truth" samt præsident Bushs seneste "State of the Union" tale har på hver sin måde bidraget til at sætte fokus på sektoren og for alvor åbnet investorernes øjne for de muligheder, der findes.

Også i Europa har sektoren fået ny vind i sejlene, efter at EU på topmødet i marts vedtog en bindende målsætning om, at 20% af energiforbruget skal komme fra vedvarende energikilder i år 2020.

Politisk velvilje i form af offentlige investeringer og støtteordninger er afgørende for sektoren på nuværende tidspunkt, idet mange af teknologierne endnu ikke er konkurrencedygtige med de traditionelle energikilder. I dag er det således kun vind- og vandkraft, der er økonomisk konkurrencedygtige med de traditionelle energiformer. Elektricitet produceret af solceller er f.eks. ca. fem gange så dyrt som elektricitet produceret på olie eller gasfyrede kraftværker.

Afdelingen har investeret i tre selskaber, der opererer inden for alternativ energi: Novozymes, der er verdens førende producent af enzymer til fremstilling af ethanol, Solarworld, Tysklands andenstørste producent af solceller samt danske Vestas, verdens største producent af vindmøller.

De langsigtede udsigter for sektoren er særdeles gode, men på kortere sigt er risikoen høj. Politisk afhængighed, teknologisk usikkerhed og øget konkurrence samt meget let adgang til kapital er blot nogle af de risici investorerne skal forholde sig til. På grund af den høje kortsigtede risiko vil kun en mindre del af afdelingens investeringer være placeret i Alternativ energi.

Forventninger til Emerging Growth

I lyset af forventningen om aftagende økonomisk vækst kan den nervøse stemning på de finansielle markeder godt fortsætte i det kommende kvartal. Specielt udviklingen på det vigtige amerikanske boligmarked følges nøje. I perioder med lavere økonomisk vækst bliver vækst i indtjening og omsætning en mangelvare, og investorerne er i sådanne perioder ofte villige til at betale en højere pris for kvalitetsvækstaktier. Der er gode forudsætninger for, at denne udvikling vil tage fart i år. Afdelingens fokus på vækstaktier med stærk finansiell position fortsætter.

Omlægninger i kvartalet – Nyt selskab i Alternativ energi

Der er kun foretaget mindre justeringer af porteføljen i kvartalet. Energitemaet er blevet yderligere nedvægtet, idet vi ser forøget risiko for stigende beskatning af selskabernes overskud samt stigende udvindings- og eftersøgningsomkostninger i de kommende år. Investeringen i den japanske bank Shinsei Bank er solgt efter et skuffende regnskab, der blandt andet viste stigende tab og hensættelser på udlån. Kun et enkelt nyt selskab har fundet vej til porteføljen: den danske vindmølleproducent Vestas.

Vestas (Tema: Alternativ Energi) er verdens største producent af vindmøller med en markedsandel på over 35%. Verdensmarkedet for vindbaseret elektricitetsproduktion ventes at vokse med 10-20% p.a. over de næste 5-10 år. Vestas' strategi er baseret på en forventet global stigning i energiforbruget, en stigende miljøbevidsthed samt en fortsat forbedring af vindmølleteknologiens kosteffektivitet, hvorved vindkraft forventes at udvikle sig til en betydende del af energiforsyningen på verdensplan.

Investeringsfilosofi

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

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

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

Nøgletal	31.03.07	31.12.06
Formue (i 1.000 kr.)	140.080	143.556
Cirkulerende andele stk.	2.430.635	2.674.135
Udbytte	0,00	0,00
Indre værdi	57,63	53,68
Officiel kurs	56,75	53,13

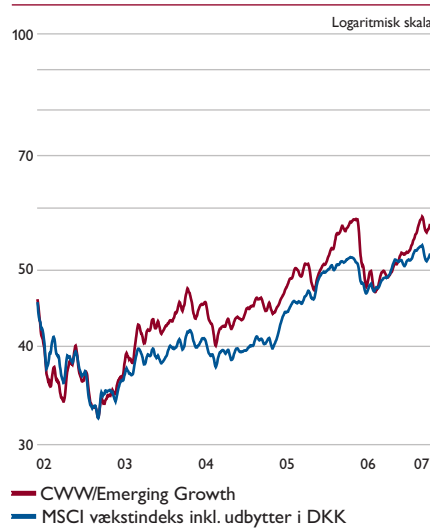
Emerging Growth

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

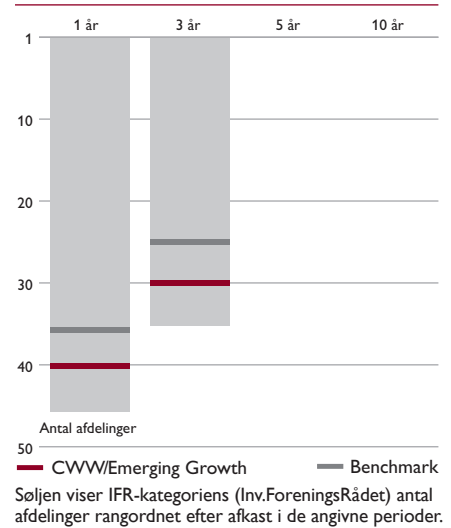
Afkast/Merakfast i %	1 år	3 år	5 år	7 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Emerging Growth	0,1	26,2	-1,0	-70,3	-7,0
Benchmark*	1,3	29,9	-	-	-
Emerging Growth merakfast/Benchmark*	-1,2	-3,7	-	-	-

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Standardafvigelse % p.a. porteføljen	14,7	-	-	18,2
Standardafvigelse % p.a. benchmark*	8,3	-	-	12,8
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	0,4	-	-	0,1

Emerging Growth levetid (vækstaktier)



Placering i IFR's afkaststatistik



Aktieporteføljen pr. 31.03. 2007

Fase Penetrationsgrad	Innovationsfasen 0-10%	Tidlig vækstfase 10-25%	Tidligt massemarked 25-50%	Sent massemarked 50-75%	Total	Benchmark*
Energi	SolarWorld 3,6		Suncor Energy 2,4 Sinopec 4,8		10,8	5,9
Råvarer	Gammon Lake 5,0		Novozymes 4,8	Holcim 3,4	13,2	7,7
Industri og service		Open Investments 3,3 Open Investments Rights 0,2 Vestas Wind Systems 2,1 Raffles Education 7,2 Sunrise Senior Living 4,2	Chiyoda Corp. 3,9 All America Latina 6,4	Keppel 4,3	31,6	11,9
Forbrugsgoder - cykliske		Pantaloen Retail 2,3 Aeon Mall 4,4	Yahoo! 4,4		11,1	14,7
Forbrugsgoder - defensive					-	11,6
Medicinal					-	12,3
Finans		United Overseas Bank 4,8		UOL Group 4,3	9,1	12,9
Informationsteknologi			Corning 4,9 Taiwan Semiconductor 2,7	Cisco Systems 3,5 Microsoft 4,1 Amdocs 3,7	18,9	17,7
Telekommunikation			Bharti Airtel 5,3		5,3	2,4
Koncessioneret service					-	2,9
Andet					-	-
Total	8,6	28,5	39,6	23,3	100,0	100,0

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

Danske Obligationer

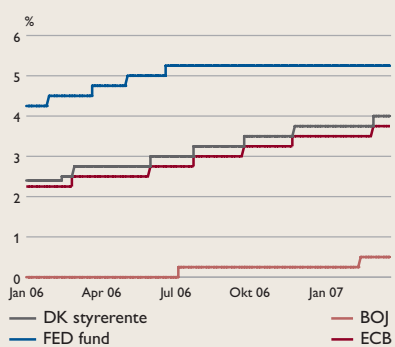
Resumé

Afdeling Danske Obligationer E&P har øget andelen af realkreditobligationer til 78% i forventning om, at realkreditobligationer vil klare sig godt ved den forventede indførelse af nye såkaldte "særligt dækkede obligationer". Afdeling Danske Obligationer Privat er fortsat attraktiv for den private inves-

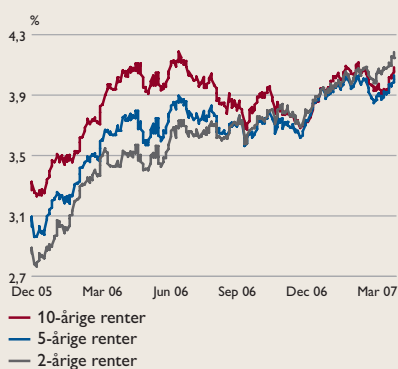
tor. Eksempelvis investerer vi i obligationer, hvor afkastet efter skat matcher en bankkontorente mellem 4,55% og 6,25%, afhængig af beskattningen. Den Europæiske Centralbank (ECB) forventes at fortsætte sin normalisering af niveauet for den korte rente og hæve sin styrente med 0,25%-point til 4%. Vi forventer, at udsigten til stigende

korte renter og det faktum, at de korte og lange obligationsrenter er på samme niveau, vil lægge en bund under de lange obligationsrenter. De lange europæiske obligationsrenter forventes at svinge omkring det nuværende niveau på 4,15% for den 10-årige rente i 2. kvartal.

Centralbankstyrede korte renter



Danske renter



Obligationsmarkedet i 1. kvartal

Den Europæiske Centralbank (ECB) fortsatte sin strategi med en normalisering af de korte renter. ECB hævede sin korte styrente med 0,25%-point fra 3,50% til 3,75%. ECB argumenterer med stigende europæisk økonomisk vækst, høj pengemængdevækst, høj vækst i kreditgivning, samt en bekymring for stigende lønninger, som med tiden kan føre til stigende inflation. Nationalbanken i Danmark fulgte efter og hævede sin korte styrente fra 3,75% til 4,00%. Den amerikanske centralbank (FED) fastholdt sin styrente på 5,25%, men fjernede sit signal om, at næste renteændring kan blive en renteforhøjelse. FED's dilemma er en kombination af aftagende vækst og en kerneinflation (inflation renset for fødevarer og energi) på 2,3%, hvilket er højere end FED's såkaldte bekvemlighedszone på 1-2%.

Såvel de amerikanske som de europæiske obligationsrenter var i 1. kvartal drevet af ændrede markedsforventninger til FED's og ECB's rentekurs. Således faldt de amerikanske obligationsrenter med 0,25%-point for 2-årige obligationer til 4,55% og 0,05% for 10-årige obligationer til 4,65%, i takt med at markedsforventningerne til en rentesænkning fra FED blev fremskyndet. I Europa steg obligationsrenterne derimod med mellem 0,1%-point og 0,2%-point primært i takt med, at obligationsmarkedet hævede forventningerne til en renteforhøjelse fra ECB til 4,00%. Således steg den danske 2-årige obligationsrente med 0,2%-point til 4,16%, og den 20-årige obligationsrente steg med 0,2%-point til 4,25%.

Aktuel investeringsstrategi

Rentefølsomheden er på 5,5% i afdeling Erhverv & Pension og 6% i afdeling Privat. Det svarer til, at porteføljernes værdi falder med ca. 5,5% henholdsvis 6% ved en generel rentestigning på 1%-point, og modsat stiger tilsvarende ved et generelt rentefald på 1%-point.

Afdelingerne har en relativt høj kursfølsomhed, fordi vi ser attraktive muligheder for danske realkreditobligationer, specielt dem med lang løbetid.

Begge afdelingers porteføljer er sammensat med en høj andel af realkreditobligationer, som ventes at nyde godt af den forventede indførelse af den nye lånetype "særligt dækkede obligationer" (SDO) efter 1. juli, som blev beskrevet i den seneste kvartalsorientering. Baggrunden er, at der er en ny lovgivning på vej, der

åbner op for, at såvel banker og realkreditinstitutter kan yde boligejerne lån mod pant i ejendommen finansieret ved at udstede SDO'er.

Vi forventer, at en del låntagere vil vælge at skifte fra det nuværende kendte realkreditsystem til de nye lånemuligheder, blandt andet som følge af muligheden for mere fleksible og individuelle lånetyper som eksempelvis længere afdragsfrie perioder og længere løbetid. Konsekvensen forventes at være, at omfanget af førtidsindfrielse og dermed opkøb af obligationer stiger. Den største positive kursmæssige effekt forventer vi vil være på lange konverterbare obligationer med forholdsvis lav kupon samt inkonverterbare obligationer.

En risikofaktor for danske realkreditobligationer er krisen i det såkaldte subprimelånemarked i USA, som er beskrevet i afsnittet om renteforventninger. Subprimekrisen har medført stigende renter og dermed faldende kurser på subprimeobligationerne. En udvikling som kan sprede sig til andre virksomheds- og realkreditobligationer. For det første forventer vi, at krisen kan indkapsles, om end det er vanskeligt at vide på nuværende tidspunkt. Skulle krisen sprede sig, så har historien vist, at også danske realkreditobligationer kan rammes negativt af en international krise på markederne for realkredit- og virksomhedsobligationer. I givet fald forventer vi dog, at effekten bliver behersket og kortvarig. Man skal huske, at de danske realkreditobligationer har den bedst mulige rating AAA fra ratinginstitutterne Moody's samt Standard & Poor's samt en enestående historik, hvor samtlige investorer i danske realkreditobligationer gennem næsten 200 år har fået deres investerede penge forrentet og hovedstolen tilbage.

Afkastet i 1. kvartal

Afkastet for afdeling Erhverv & Pension blev i 1. kvartal på 0,38%, hvilket er bedre end afkastet på 0,29% for sammenligningsgrundlaget J.P. Morgan Danske Obligationer. Afdeling Privat opnåede et afkast på 0,37% for 1. kvartal. Ved uforandrede markedsrenter forventer vi et kvartalsafkast på ca. 1%. De svagt stigende obligationsrenter og dermed faldende obligationskurser reducerede afkastet. Den høje andel af realkreditobligationer sikrede afdelingerne et afkast bedre end sammenligningsgrundlaget.

Forventninger til obligationsmarkedet

Den amerikanske centralbank forventes at holde sin styrente uforandret på 5,25%. Aktuelt er inflationen for høj og væksten for lav til, at centralbanken enten sænker eller hæver sin styrente. En cocktail af et svagt boligmarked og en stramning af långivningen forventes at forlænge perioden med moderat økonomisk vækst mellem 2-2,5% i USA. Udsigten hertil samt en aftagende inflation forventes at betyde, at de længere obligationsrenter vil være svagt faldende fra det nuværende niveau på 4,75% ned i mod 4,50-4,60%

Den økonomiske vækst i Europa udvikler sig positivt med en vækstrate på 3,3% drevet specielt af eksporten og især af Tyskland. Ligeledes er den stigende beskæftigelse positiv for den europæiske økonomi. Omvendt forventer vi, at ECB's næsten fordobling af den korte rente fra 2% til 3,75% samt en stærk euro vil have en negativ effekt på den økonomiske vækst. Vi tror, at ECB fortsætter normaliseringen af niveauet for den korte rente og hæver sin styrente 0,25%-point til 4%. Vi forventer en uforandret inflation på det nuværende niveau på 1,9% holdt nede af en intens konkurrence på tværs af landegrænserne, stadigt stigende import af billige varer fra Asien samt den stærke euro. De længere europæiske obligationsrenter forventer vi vil svinge omkring det nuværende niveau på 4,15% for den 10-årige rente.

Nøgletal	31.03.07	31.12.06
Formue (i 1.000 kr.)	76.119	74.554
Cirkulerende andele stk.	761.766	749.766
Udbytte	0,00	0,00
Indre værdi	99,81	99,44
Officiel kurs	99,50	100,28

Læs mere om

Danske Obligationer Privat på:

www.cww.dk/dop

Danske Obligationer Privat levetid



— CWW/Danske Obligationer Privat

Danske Obligationer Privat

Porteføljen

Porteføljen er sammensat på en måde, som efter skat er optimeret for den private investor, der investerer sine såkaldte frie midler. Derfor tilstræbes det, at højst mulige andel af afkastet hidrører fra skattefrie kursgevinster. Porteføljen er derfor sammensat af obligationer med 2% og 3% i pålydende rente, da disse giver højst muligt afkast efter skat for private investorer. Der findes ingen statsobligationer med 2% eller 3% i pålydende rente. Porteføljen er derfor sammensat af realkredit- og erhvervsobligationer, 71% af porteføljen i obligationer med 2% i kuponrente og 28% i obligationer med 3% i kuponrente.

Mindsterenten er i øjeblikket fastsat til 3%. Mindsterenten afgør satsen for den pålydende rente ved nyudstedelsen af obligationer. Udbudet af nye realkreditobligationer er således med 3% i pålydende rente for konverterbare obligationer og primært 4% for inkonverterbare obligationer. Kvartalets stigende obligationsrenter betyder, at markedsrenterne skal falde med 0,92%-point for, at der igen kan udstedes obligationer med 2% i kuponrente. Et rentefald som vi ikke tror på. Ser vi frem til primo 2008 og primo 2009, så udløber ca. halvdelen af alle 2%-obligationer. Ca. 70% er ejet af private investorer, som må forventes at ville efterspørge andre 2%-obligationer. Dertil skal lægges, at 2%-obligationer, specielt med kort til mellemlang løbetid, fortsat er optimale for den private investor. Den private investor med 59% beskatning opnår et ekstra afkast efter skat på ca. 0,7%-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. Formulert på en anden måde skal denne investor have en rente på 6,25% i banken for at opnå samme afkast efter skat på 2,56%, som der kan opnås på obligationen. Den samme investor kan se frem til et merafkast på ca. 0,90%-point efter skat ved at investere i en 2% RD med udløb i 2011 i forhold til en tilsvarende obligation blot med 4% i pålydende rente.

2%-obligationernes overlegenhed for de private investorer betyder således, at der ikke er noget reelt alternativ for den private investor, der ønsker en kort til mellemlang forrentning. Det nævnte udløb af 2%-obligationer kombineret med et forventet ikke-eksisterende udbud skaber et misforhold mellem udbud og efterspørgsel af skatteoptimale obligationer, som vi venter vil være til fordel for afdelingens portefølje.

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 tilvækst ved aktiv investering på det danske obligationsmarked med fokus på de langsigtede trends på de globale kapitalmarkeder.

Obligationssporteføljen pr. 31.03. 2007

	Obligation	Procent	Total
Statsobligationer	Ingen	0,0	0,0
Realkreditobligationer - konverterbare	3,00% BRF Kredit 2028	5,6	28,3
	3,00% Realkredit Danmark 2023	2,7	
	3,00% Realkredit Danmark 2028	0,5	
	3,00% Nykredit 2028	9,1	
	3,00% Nordea Kredit 2028	10,4	
Realkreditobligationer - inkonverterbare	2,00% Danmarks Skibskreditfond 2015	6,8	52,4
	2,00% Kommunekredit 2008	0,3	
	2,00% BRF Kredit 2011	7,4	
	2,00% BRF Kredit 2009	8,3	
	2,00% Realkredit Danmark 2011	15,9	
	2,00% Nykredit 2011	13,7	
Erhverv	2,00% Kalvebod 2016	8,6	18,2
	2,00% Storebæltsforbindelsen 2023	9,6	
Indeksobligationer	Ingen	0,0	0,0
Likviditet		1,1	1,1
Total		100,0	100,0

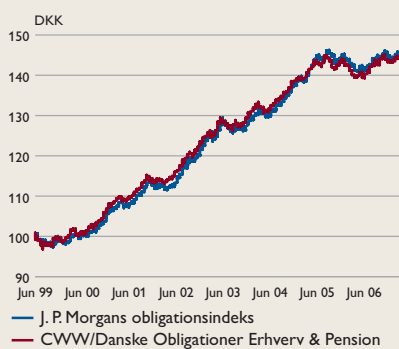
Nøgletal	31.03.07	31.12.06
Formue (i 1.000 kr.)	123.808	138.602
Cirkulerende andele stk.	1.234.981	1.387.741
Udbytte	0,00	0,00
Indre værdi	100,25	99,88
Officiel kurs	101,40	100,62

Læs mere om

Danske Obligationer E&P på:

www.cww.dk/doep

Danske Obligationer E&P levetid



Danske Obligationer Erhverv & Pension

Porteføljen

Afdelingen øgede i kvartalet sin andel af realkreditobligationer til ca. 78% og reducerede samtidig andelen af statsobligationer til 4,6%, da vi forventer, at realkreditobligationer vil give et højere afkast end statsobligationerne, som beskrevet i afsnittet ”Aktuel investeringsstrategi”.

Porteføljen kan beskrives med et lag af erhvervsobligationer, som bidrager med en relativt høj rente. Her er investeret 9,6% i Carlsberg, som udløber i 2009. Denne giver en merrente på ca. 0,6%-point i forhold til statsobligationer. Ligeledes er der investeret 8,1% i Kalvebod Serie 2 med forventet udløb i 2016, som har en merrente på ca. 1,50%-point i forhold til en tilsvarende statsobligation. Kalvebod Serie 2 består af ni regionale banker og sparekasser, som har en historisk høj indtjening og samtidig er velkonsoliderede. Da obligationen samtidig er en 2%-obligation, og markedet for udstedelse af nye 2%-obligationer er lukket, forventer vi, at renteforskellen til statsobligationer indsnævres i løbet af året med en ekstra kursgevinst til følge.

I andet lag findes afdelingens konverterbare realkreditobligationer. I kvartalet blev afdelingens 4%-obligationer med udløb i 2035 omlagt til 4% afdragsfrie Nordea 2038. Da de afdragsfrie obligationer kun var afdragsfrie i 10 år ved udstedelsen, vil låntagerne om ca. 8 år opleve en markant højere ydelse, som en del låntagere sandsynligvis ikke kan eller ikke ønsker at betale. De bliver derfor nødt til at skifte lån og opkøbe de bagvedliggende obligationer. Med indførelsen af særligt dækkede obligationer forventer vi, at opkøbene rykkes frem med en fordelagtig kursudvikling til følge på disse realkreditobligationer. I næste lag findes 2%- og 3%-obligationer, som er attraktive, fordi der er et misforhold mellem udbud og efterspørgsel af skatteoptimale obligationer for private investorer, som beskrevet i afsnittet for afdeling Danske Obligationer Privat. I sidste lag findes inkonverterbare stats- og realkreditobligationer. Andelen af statsobligationer er reduceret til 4,5%, mens andelen af inkonverterbare realkreditobligationer er øget til 53%. Disse inkonverterbare realkreditobligationer forventer vi vil nyde godt af indførelsen af særligt dækkede obligationer.

Erhverv & Pension

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

Obligationeporteføljen pr. 31.03. 2007

	Obligation	Procent	Total
Statsobligationer	4,00% Danske Stat 2010	0,1	4,6
	4,00% Danske Stat 2015	0,9	
	5,00% Danske Stat 2013	0,1	
	6,00% Danske Stat 2011	3,5	
Realkreditobligationer - konverterbare	3,00% Realkredit Danmark 2018	3,8	23,8
	4,00% Nordea Kredit 2038	20,0	
Realkreditobligationer - inkonverterbare	2,00% Nykredit 2011	9,8	53,6
	4,00% Nykredit 2012	6,5	
	4,00% Nykredit 2017	5,6	
	2,00% Realkredit Danmark 2011	2,0	
	4,00% Realkredit Danmark 2008	3,2	
	4,00% Realkredit Danmark 2009	7,3	
	4,00% Realkredit Danmark 2012	7,2	
4,00% BRF Kredit 2015	12,0		
Erhverv	4,875% Carlsberg 2009	9,7	17,8
	2,00% Kalvebod 2016	8,1	
Indeksobligationer	Ingen	0,0	0,0
Likviditet		0,2	0,2
Total		100,0	100,0

Investeringsforeningen Carnegie WorldWide

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

Fokus er nøgleordet, fordi det skaber top motivation, overblik og mulighed for at gå i dybden. De ingredienser, der efter vores erfaring skal til for at skabe ekstraordinære langsigtede investeringsresultater til de mere end 24.000 medlemmer, der har valgt Carnegie WorldWide.

Alle foreningens afdelinger har fravalgt den tryghed, det er, at investere med udgangspunkt i sammensætningen af det generelle marked. Det betyder i praksis, at foreningens afdelinger må forventes at have en afkastudvikling, der ligger langt fra markedsudviklingen – naturligvis med det sigte at skabe en betydelig højere værditilvækst på langt sigt.

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

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

Redaktionen er afsluttet den 18. april 2007. Kvartalsorienteringen for 1. kvartal er offentliggjort på www.cww.dk den 20. april 2007 og udsendt til alle medlemmer den 30. april 2007.

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 under menupunktet Information og nyheder – Prospekter og vedtægter.

INVESTERINGSFORENINGEN CARNEGIE WORLDWIDE

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