



INVESTERINGSFORENINGEN
CARNEGIE WORLDWIDE



Kvartalsorientering 2. kvartal 2009
Tema: Østeuropa i et større europæisk perspektiv

Kunsten at vælge fra

Indholdsfortegnelse

| | |
|--|--|
| Østeuropa i et større europæisk perspektiv | |
| Status efter 18 måneder i recession! | |
| Globale Aktier | |
| Europa | |
| Danske Aktier | |
| Østeuropa | |
| Emerging Growth | |
| Danske Obligationer | |
| Investeringsforeningen Carnegie WorldWide | |

Forord

3 **Kære investor**

6 Andet kvartal gav pæne afkast til aktieinvestorerne med
8 stigninger på mellem 10% og 43% på foreningens aktieaf-
11 delinger. Men måske endnu mere vigtigt er det, at der nu er
tegn på en stabilisering af finanssektoren og dermed forhå-
bentlig også en stabilisering af det bratte fald i den økono-
miske aktivitet.

14 Det er snart to år siden finanskrisen begyndte, og den ame-
17 rikanske økonomi har været i tilbagegang i cirka halvandet
20 år. I denne kvartalsorientering gør vi derfor status på udsig-
23 terne for finanssektoren og verdensøkonomien, da vi netop
27 ser disse områder som nøglen til at forstå afkastudsigterne
for aktiemarkedene de kommende år. Den voldsomme
økonomiske vækstnedgang betyder, at vi venter stor forskel
på afkastudviklingen mellem de enkelte selskaber. Vi tror
derfor, at vores fokus på en nøje aktieudvælgelse vil vise sig
værdifuld i de kommende år.

Østeuropa har været et område, som aktiekursmæssigt har været ekstremt svingende. Til illustration faldt afdeling Østeuropa sidste år 74%, men omvendt er afdelingen den bedste i år med et afkast på 46%. Vi forsøger at forklare om baggrunden for disse ekstreme udsving i en separat artikel. Konklusionen er, at vi stadig ser Østeuropa som et interessant investeringsområde, særligt fordi regionen har meget store råvarereserver, som Kina og resten af Asien har brug for.

Foreningens to obligationsafdelinger er planlagt til at fusionere med Nykredit Invest den 12. august. Som investor behøver du ikke foretage dig noget, da beviserne automatisk vil blive ombyttet i værdipapircentralen. Du kan eventuelt læse mere om fusionsplanen på vores hjemmeside www.cww.dk.

Med ønsket om en god sommer til alle medlemmer.

Tim Kristiansen

Mikael Randel



Østeuropa i et større europæisk perspektiv

Af porteføljeformaler Morten Springborg

Efter et halvt år hvor verdensøkonomien har været i frit fald efter Lehman Brothers kollaps i september 2008, er der flere tegn på, at verdensøkonomien igen er ved at komme på fode – om end på et meget lavere niveau. 2009 vil vækstmæssigt være det værste år siden 1930'erne. De længerevirkende effekter af ultralave renter og store offentlige budgetunderskud er uklare, men indtil videre har aktiemarkederne reageret meget positivt på udsigterne til, at verdensøkonomien undgår udbredt deflation og mangeårig recession. Således er de østeuropæiske aktiemarkeder i 2009 blandt de stærkeste globalt. I første halvår 2009 er Carnegie WorldWide afdeling Østeuropa steget næsten 46%. Dette kommer oven på et nærmest fuldkomment kollaps i 2008, hvor afdelingen faldt ca. 75%. Hvorfor denne utrolige volatilitet?

Gennem de seneste 20 år er de østeuropæiske økonomier gradvist blevet mere og mere integreret med resten af verdensøkonomien. I særdeleshed er der sket en eksplosion i direkte private investeringer siden optagelsen af flere østeuropæiske lande i EU i 2004. Således er landene i øst blevet mere og mere åbne og er blandt verdens mest eksportafhængige økonomier. Industriproduktionen som andel af BNP er blandt de højeste i Europa (Tjekkiet f.eks. 33%) og markant højere end selv Tyskland, Europas industrielle centrum, hvor industrien udgør ca. 25% af økonomien.

Opbygningen af en konkurrencedygtig industristruktur i Østeuropa har været medvirkende til generelt at løfte indkomstniveauet i regionen. Indkomstfremgangen har drevet et forbrugsboom, som på sin vis har afstedkommet betydelige betalingsbalanceunderskud i mange østeuropæiske lande. Disse underskud er i vid udstrækning blevet finansieret dels ved udenlandske direkte investeringer og dels ved (kortsigtet) lånoptagelse i udlandet af både virksomheder og forbrugere. I særdeleshed har det været meget almindeligt at foretage ejendoms køb finansieret i udenlandsk valuta som f.eks. euro eller schweizerfranc.

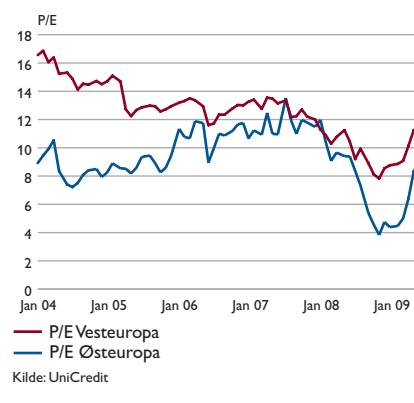
Både den internationale varehandel og finansieringen af de østeuropæiske betalingsbalanceunderskud kom i alvorlig modvind i kølvandet på Lehman Brothers kollaps. Industriproduktionen er faldet omkring 20% – svarende til udviklingen i Tyskland – og var det ikke for massiv støtte fra

EU og IMF, ville flere økonomier i Østeuropa have oplevet alvorlige valutakriser. Det er i dette lys, kollapset i aktiemarkederne skal ses.

Prisfastsættelsen i Østeuropa tilbage på det historiske gennemsnit

Som det fremgår af grafen nedenfor, oplevede de fleste aktiemarkeder i Østeuropa en revurdering frem til sidste år, som gjorde regionens prisfastsættelse lidt højere end Vesteuropa. Det kollapsende aktiemarked korrigerede dette, og i marts 2009 handlede aktierne i regionen på et historisk lavt P/E-niveau. Siden da har de meget store kursstigninger på aktiemarkederne bragt P/E-niveauet tilbage på det gennemsnitlige niveau for de sidste 7-8 år. I det lys kan den kraftige stigning i 2009 blot ses som en korrektion af et alt for stort fald i 2008.

P/E for Øst- og Vesteuropa



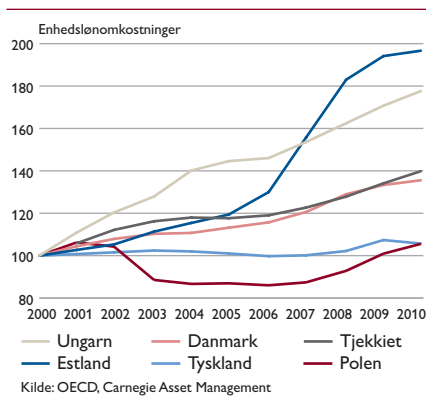
Nøglen til vurdering af aktiemarkederne fremover er udviklingen i realøkonomien i 2010 og fremover. Der er ingen tvivl om, at gældsopbygningen i den vestlige verden og i Østeuropa har været for stor, og at vi står foran en årrække, hvor opsparingen nødvendigvis må stige. De lande, der festede for vildt, har nu de mest alvorlige tømmermænd. Vores vurdering er, at dette blandt andet er lande som USA, Irland, Spanien, England og i Østeuropa de baltiske lande, Ukraine, Rumænien, Bulgarien og Ungarn. Omvendt vil lande som f.eks. Tyskland, Polen, Tjekkiet have gode forudsætninger for at realisere en rimelig vækst, når verdensøkonomien vender, da disse økonomier ikke er bebyrdet af alt for høj gældsætning og fortsat har konkurrencedygtige industrier.

Vækstudsigterne for Østeuropa bedre end for Vesteuropa

En række lande i Europa har gennem den sidste højkonjunktur som følge af for høje lønomkostninger og lille produktivitetsvækst set en betydelig forværring af konkurrenceevnen. Blandt disse økonomier kan nævnes Middelhavslandene, England, Sverige og Danmark. England og Sverige har haft mulighed for at tilpasse konkurrenceevnen ved depreciering af deres valutaer. Omvendt har Euro-landene (herunder Danmark) ikke denne mulighed for valutakurstilpasning, hvorfor en forbedring af konkurrenceevnen udelukkende vil kunne komme ved lavere lønstigninger og højere produktivitetsvækst. Dette indebærer alt andet lige en længere periode med lav indenlandsk vækst i disse lande, ikke helt ulig hvad Tyskland har oplevet siden genforeningen for snart 20 år siden.

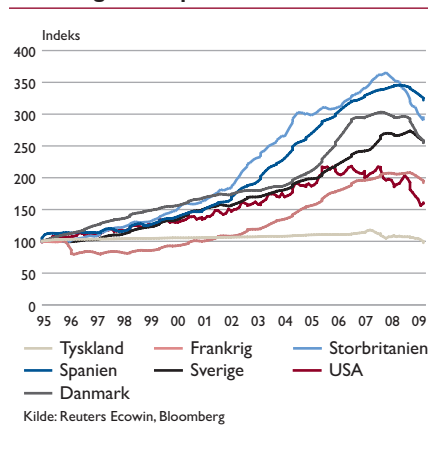
Enhedslønomkostninger:

Vækst 2000 - 2010



Et centralt element for den fremtidige økonomiske udvikling er udviklingen på boligmarkedet. Boligen er i de vestlige økonomier det væsentligste aktiv, og udviklingen i boligpriserne har stor indflydelse på økonomien. Som det fremgår af grafen, har Europa oplevet meget store stigninger i huspriserne de sidste 10 år og større stigninger end selv USA. Vores vurdering er, at prisfaldene i USA er ved at klinge af, hvilket vil kunne skabe en begyndende stabilitet i den amerikanske økonomi fra slutningen af 2009. Omvendt kommer Europa fra højere niveauer og faldene startede først senere, hvorfor det nok er for tidligt at vente en stabilisering af ejendomsmarkedet i det meste af Europa, inklusiv Østeuropa.

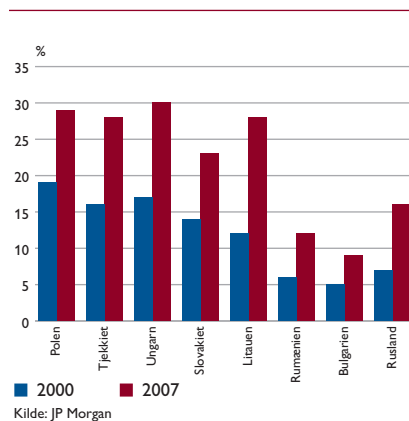
Udviklingen i huspriserne



Det er vores vurdering, at flere af de østeuropæiske lande har bedre forudsætninger for rimelig vækst end Eurozonen. Dette skyldes dels, at landenes gældssætning ikke er specielt høj sammenlignet med Vesteuropa. Yderligere vil de østeuropæiske lande også fremover være yderst konkurrencedygtige på grund af lave lønomkostninger og høj produktivitetsvækst, jf. de to følgende grafer. Vestlige virksomheder vil derfor fortsat outsource produktion til lande som Tjekkiet, Slovakiet, Polen og Tyrkiet m.fl.

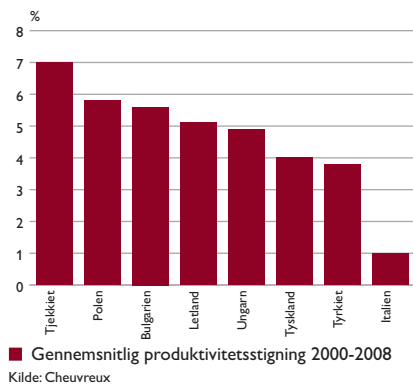
Lønomkostninger i Østeuropa:

% af niveauet i EU-området





Gennemsnitlig årlig vækst i produktivitet 2000-2008



De lande, der fortsat vil have meget store udfordringer i de kommende år, er primært de lande, der har valgt at have faste valutakurser. Dette gælder f.eks. de baltiske lande og Bulgarien. Usikkerheden vil fortsat være stor, i forhold til om disse valutaer vil blive devalueret, eller om man vælger at gå gennem en langstrakt deflation for derved at genskabe en balance i økonomierne. Indtil videre har regeringerne i disse lande fastholdt ikke at devaluere valutaerne, og som konsekvens heraf er der et meget stort pres på lønningerne. Eksempelvis er lønningerne i Letland faldet op til 20%.

Konvergensprocessen mellem Vesteuropa og Østeuropa er ikke slut, men vil forløbe forskelligt fra land til land. Fællesnævner for hele Europa vil dog være, at væksten bliver markant lavere end de seneste 10 år. Nogle lande vil være relative vindere og andre tabere, udfaldet heraf bestemmes af landenes evne til at tilpasse sig et mere besværligt miljø med stigende privatopsparing og reallønninger under pres.

Rusland godt positioneret som råvareleverandør til Kina

Rusland er en lidt anden historie. Landet er hårdt ramt af den faldende internationale handel, svage råvarepriser og den lille kreditvillighed, men omvendt er strukturen af den russiske økonomi væsentligt forskellig fra andre økonomier i regionen. Rusland gik ind i den globale recession med verdens tredjestørste valutareserve og har været i stand til at komme igennem krisen ved egen hjælp. Fremadrettet vil Ruslands økonomiske udvikling være bestemt af fortsatte

reformer af økonomien og udviklingen i råvarepriserne, her først og fremmest olieprisen. Med hensyn til reformprocessen er denne nedprioriteret i den nuværende krise, men vi tror, at reformprocessen kommer tilbage på sporet, når økonomien er stabiliseret.

På længere sigt tror vi, at råvarepriserne vil holde sig på et højt niveau i mange år fremover grundet den fortsatte vækst i udviklingsøkonomierne, først og fremmest Kina og Indien. Dette bringer Rusland i en unik position som leverandør af råvarer til disse hurtigt voksende økonomier, og vi ser fantastiske synergier mellem Rusland og Kina. Rusland kunne levere de nødvendige råvarer til udbygningen af den kinesiske økonomi. Kinesisk olieforbrug er i dag ca. 2 tønder per indbygger om året. Dette kan sammenlignes med lande som Taiwan og Sydkorea, lande der har gennemgået den industrialisering, som vi forventer, Kina vil gennemgå de kommende årtier. Disse to lande har i dag et olieforbrug per indbygger på 18 tønder om året. Det er derfor alfa og omega for Kina at sikre sig pålidelige leverancer af energi. På den anden side vil Kina kunne anvende nogle af sine enorme valutareserver på nødvendige infrastrukturinvesteringer i Rusland og samtidig bidrage til en ønsket diversifikation af sine valutareserver. Vi er overbeviste om, at dette er et vigtigt tema for de kommende år, og et investerings-tema vi vil positionere vores porteføljer til.

Investeringsudsigterne

Stigningen på de østeuropæiske aktiemarkeder har været meget stor i 2009, og prisfastsættelsen er nu igen på niveau med det historiske gennemsnit. På længere sigt ser vi fortsat et stort potentiale i regionens aktiemarkeder, da regionen ikke har samme strukturelle problemer som USA og store dele af Europa. Gældsætningen er ikke uoverskuelig høj, og der er fortsat en stor mulig efterspørgsel på alverdens former for forbrugsgoder, lige fra hårde hvidevarer og biler til finansielle tjenesteydelser, produktområder vi ikke tror vil vokse specielt meget i verdens mest udviklede og gældsplagede økonomier i årene fremover. Yderligere har Østeuropa et stort antal selskaber, der vil drage fordel af en mulig stigning på råvaremarkederne, specielt i Rusland, men også i Kasakhstan og andre tidligere Sovjet-stater, hvor afdeling Østeuropa i dag er investeret.

Status efter 18 måneder i recession!

Her efter 18 måneders recession i USA gøres en kort status på tre kritiske områder, som de sidste par år er behandlet i disse kvartalsorienteringer: Den globale samhandel, den finansielle sektor og de globale vækstudsigter.

Den globale samhandel

En sund drivkraft bag økonomisk vækst er en bedre global arbejdsdeling. Det skaber stigende produktivitet til gavn for de fleste. Men med stigende arbejdsløshed træder overlevelsesgenet i funktion blandt mennesker – herunder politikere. Al historik viser, at politikere sætter tiltag i gang, der kortsigtet søger at beskytte nationale arbejdspladser. Det sker desværre også denne gang. Selvom politikerne senest ved G20 mødet i april betonede vigtigheden af en åben verdensøkonomi, har WTO de seneste 3 måneder registreret en kraftig stigning i konkurrenceforvridende tiltag. Samtidig betyder mere restriktiv international långivning fra banker – den såkaldte kapitalprotektionisme, beskrevet i sidste kvartalsorientering – at investeringsaktiviteten på tværs af landegrænser falder drastisk i 2009. Det hæmmer den globale samhandel. Indtil videre betragtes nedgangen i den globale samhandel mere som om, det er en cyklisk end en strukturel tilbagegang. Integrationsgraden i verdensøkonomien har nået sådant et niveau, at det må betragtes som politisk og økonomisk uansvarligt at forfølge en aggressiv protektionistisk strategi.

Status er, at de seneste års positive trends i retning af stigende global samhandel er vendt. Globaliseringen er i tilbagegang, og det er på marginalen negativt for aktiemarkedene.

Den finansielle sektor

Vi har siden efteråret 2006 været bekymrede for det enorme omfang af derivatmarkeder i forhold til banksektorens kapitalgrundlag – det såkaldte skyggebanksystem. Vi havde derfor en meget lav vægt af vestlige finansaktier i 2007, da finanssektoren krakelerede og klarede os 17,9%-point bedre end markedet det år. For første gang siden da er vi nu mere konstruktive på den finansielle sektor af to årsager:

For det første tager politikerne i stigende grad fat i problemets kerne i forhold til at skabe tillid mellem banker. Den amerikanske finansminister Geithner tager aktive skridt i

retning af at skabe mere transparens i hele derivatkomplekset og skyggebanksystemet.

For det andet er det nu muligt for en række afgørende deltagere i det globale finansielle system at hente frisk kapital, fordi kreditmarkederne er mere likvide. Vi venter markante og nødvendige forbedringer i kapitaliseringsgraden i banksystemet trods et ventet stort omfang af tab på udlån de kommende 2-4 år. Vi venter, at den stejle rentekurve kombineret med politisk forståelse for behovet for en velkapitaliseret finanssektor giver mulighed for solid indtjening i de store banker.

Et sundt banksystem udgør kernen i den kapitalistiske model, som har haft så stor succes i den vestlige verden siden 2. verdenskrig. Banksystemet skal derfor på fode igen, inden en ny længere vækstfase for alvor kan begynde. Konturen af den fremtidige banksektor træder nu tydeligere frem. Det bliver tilbage til den gamle bankmodel, hvor bankerne kender de kunder, de låner penge ud til.

Status på den finansielle sektor er, at de aktive politiske indgreb har skabt en stabilisering efter en særdeles negativ trend for den finansielle sektor. Dette virker også stabiliserende for aktiemarkedene.

Den globale vækst

Centralbankerne kan trykke nok så mange pengesedler, men det afgørende er, at disse penge kommer i omløb gennem banksystemet og ud til forbrug og produktivt fremmende investeringer.

Kreditskabelsen fungerer, når der er tillid til fremtiden blandt huskøbere, forbrugere og virksomheder. Men tilliden har lidt et knæk, fordi gældsandelen nåede et for højt niveau. Banksystemet er rystet i sit fundament. Aktive indgreb i den finansielle sektor, som beskrevet ovenfor, er første skridt til en stabilisering og derefter en ny krediteksponering, som kan tage fart i løbet af nogle år. Klare finanspolitiske tiltag skubber til væksten i en række lande. Men staten har kun penge i kraft af sin evne til at låne eller beskatte. Derfor er der, alt andet lige, ikke samme ekspansive effekt af offentligt forbrug og offentlige investeringer. Ligesom Warren Buffett har sagt, at man ikke kan lave et barn på én

måned ved at gøre 9 kvinder gravide samtidigt, er det svært at forcere økonomisk vækst frem, med mindre der eksisterer et sundt grundlag for økonomisk vækst. I Kina er det økonomiske system indrettet på en stærk centralmagt og de seneste væksttal med en bedring af den kinesiske økonomi er positive. Gælden i det kinesiske samfund er forholdsvis lav, og behovet for eget hus af en god kvalitet er fortsat umættet.

Status på den globale vækst er, at efter en periode med enorme makroøkonomiske udsving, ventes trenden med lav nominel vækst at fortsætte en rum tid endnu.

Konklusion

Efter 18 måneder i recession peger trenden i disse tre nøglefaktorer på et retningsløst marked. Det peger på en afventende investeringsstrategi. Men timing er en svær og til tider en ydmygende disciplin. Aktiemarkedet har ikke givet et konkurrencedygtigt afkast de seneste 10 år. Aktier er nu ganske rimeligt prissatte i forhold til andre aktivtyper.

Det enkeltstående vigtigste spørgsmål investor skal stille sig er: hvad er min investeringshorisont?

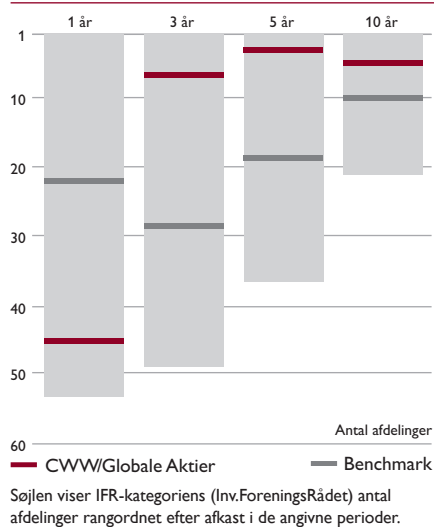
Vær forsigtig, hvis den er 6 måneder! Planlæg køb af aktier fordelt over de næste kvartaler, hvis din investeringshorisont er 10 år. I Carnegie WorldWide tænker vi mere i retning af den lange horisont, når vi vælger aktier. Vi foretrækker en ”køb aktien og behold den” strategi. Lige nu er der gode muligheder for at finde aktier, der giver et fint afkast for den tålmodige investor.





Globale Aktier

Placering i IFR's afkaststatistik



Resumé

Lidt bedre makroøkonomiske nøgletal koblet med en stabilisering af situationen i den finansielle sektor gav kraftige stigninger på verdens aktiebørser. Det var særligt selskaber med en svag finansiell stilling i sektorer med lav profitabilitet, som steg markant. Ligeledes steg selskaber i emerging markets mere end det generelle verdensindeks, der gik op med med 14,3%. Vi venter lav vækst i den globale økonomi og holder fortsat fast i selskaber med lav gæld og en stabil forretningsmodel med en stærk ledelse. Vi tror, at denne type selskaber klarer sig bedst gennem de kommende år. Denne type selskaber steg dog ikke så kraftigt i kvartalet som den generelle markedsudvikling, og afkastet på afdeling Globale Aktier i 2. kvartal 2009 blev på 10,4%.

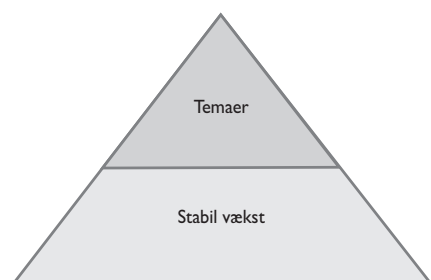
Hyperaktivt marked

Den bedste aktie i kvartalet var den indiske realkreditbank HDFC, som steg med hele 66%, mens det solide cementselskab Holcim steg 57% i kvartalet. Sådanne ekstreme stigninger vidner om et meget specielt kvartal, hvor der var stor forskel på vindere og tabere. En række af de stabile aktier som Procter & Gamble, Lorillard og pharmaselskaberne Roche og Novartis steg ikke særligt i kvartalet og gik relativt set markant dårligere end markedsudviklingen, hvor stigningen lå på 14,3%.

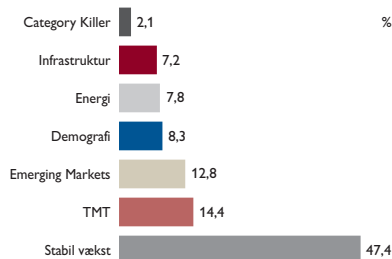
Denne markante efterspørgsel efter aktier med en høj risikoprofil – herunder særligt en favorisering af mindre forgældede selskaber samt banksektoren – ligger ikke godt til afdelingens profil i øjeblikket. Porteføljen fulgte dog ganske pænt med trods en markant anderledes profil med fokus på selskaber med lav gæld, stabilitet og langsigtet potentiale.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Vores investeringsstrategi er fortsat lagt an på forventninger om lav global økonomisk vækst. Det er drevet af behovet for nedbringelse af gæld i den private sektor. Samtidig venter vi, at realrenten vil ligge på et højere niveau de kommende år. Banksektoren vil kræve højere rentemarginaler, og investorerne vil kræve mere betaling for risiko i kølvandet på finanskrisen. Dette skaber gode muligheder for velkonsoliderede selskaber, der skaber deres egen pengestrøm selv i de mere besværlige økonomiske omgivelser. Vi har derfor en klar overvægt af selskaber med en stærk balance og en stabil forretningsmodel. Vi er dog nu mere åbne for langsigtede interessante aktier i den aggressive del af aktiemarkedet for at balancere den defensive profil, men vi har ikke hastværk. Det centrale er fortsat at finde det rigtige selskab.



Temaoversigt pr. 30.06.2009



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

Vi har fortsat en betydelig indirekte eksponering til emerging markets primært gennem selskaber noteret på vestlige børs. I sidste kvartal var det de direkte noterede selskaber i emerging markets, der steg meget. Vi ser et godt potentiale i de selskaber, der har den indirekte eksponering.

Omlægninger i kvartalet

I kvartalet solgte vi franske **Edf** og købte i stedet kinesiske **Sinopec**. Edf har meget værdifulde aktiver i form af forholdsvist unge atomkraftværker med mange års CO₂ fri energiproduktion til glæde for miljøet. Det er dog blevet mere uklart, hvorvidt det er aktionærerne eller den franske befolkning, der skal have fordel af dette. Vi valgte i stedet at købe et selskab, som vi tidligere har haft i porteføljen i form af det kinesiske olie- og raffinaderiselskab Sinopec. Sinopec er egentlig en eksponering til bilsalg – og dermed et stigende forbrug af brændstof i Kina. Værdiansættelsen er rimelig og potentialet betydeligt.

Vi har solgt det spanske telefonselskab **Telefonica**. Den spanske økonomi er i dyb krise, og det har ramt selv stabile områder som forbruget af telefoni. Ligeledes er der en risiko for lavere marginaler i takt med stigende konkurrence i Spanien, hvor telefonpriserne ligger over europæisk gennemsnit. Telefonica er meget attraktivt værdiansat, men vi frygter, at aktien vil forblive billig indtil markedssituationen er mere afklaret. Vi ser et større potentiale i et selskab, som vil have regeringsstøtte på tværs af landegrænser de kommende år. Amerikanske First Solar er verdens største og teknologisk ledende selskab inden for solcelleteknologi. Selskabets ”thin film” teknologi er særligt velegnet til store el-kraftværker. Vi venter, at politikernes krav om en større andel af alternativ energi i el-produktionen vil støtte selskabets afsætning i mange år. I kvartalet både købte vi og solgte igen det canadiske selskab **Potash**. Selskabet sælger potaske, som forbedrer produktiviteten af landbrugsjord. Kraftigere fald i afsætningen end ventet og frem for alt stigende usikkerhed omkring villigheden blandt producenterne til at holde fast i priserne på lidt længere sigt, efter at den tyske producent K+S overraskende sænkede priserne kraftigt, fik os til at sælge aktien igen.

Nøglen er aktieudvælgelsen

Vi ser aktiemarkedene som langsigtet attraktivt prisfastsatte, men der er på kort sigt stor usikkerhed. Dette betyder, at det er centralt at vælge, hvilken investeringshorisont man har som investor. I Carnegie WorldWide er vi langsigtede. Vi ser gode muligheder i flere sektorer og ser også mere konstruktiv på den finansielle sektor. Det handler om at finde enkeltaktier, der drager nytte af en langsigtet trend med en fundamental fornuftig prisfastsættelse. De kortsigtede udsving kan give mulighed for at købe langsigtede attraktive aktier til rimelige priser over de kommende 12 måneder.

Forventninger til Globale Aktier

Vi venter lav vækst i den globale økonomi de kommende par år. Efter de relativt pæne kursstigninger i andet kvartal taler meget derfor for en mere sidelæns markedsudvikling i den kommende tid.

Aktieudvælgelsen er i dette miljø nøglen til et attraktivt afkast. Vi tror, at selskaber med lav gæld, en stabil forretningsmodel og en stærk ledelse vi klare sig bedst i denne periode.

For en langsigtet investor ser vi aktiemarkedene som attraktivt prisfastsat, om end vi tror, at det samlede markedsafkast i 2009 bliver relativt moderat.

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.

| Nøgletal | 30.06.09 | 31.03.09 |
|--------------------------|------------|------------|
| Formue (i 1.000 kr.) | 4.603.756 | 3.889.719 |
| Cirkulerende andele stk. | 12.739.426 | 11.699.631 |
| Udbytte | 5,50 | 0,00 |
| Indre værdi | 361,38 | 332,47 |
| Officiel kurs | 364,54 | 330,77 |

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

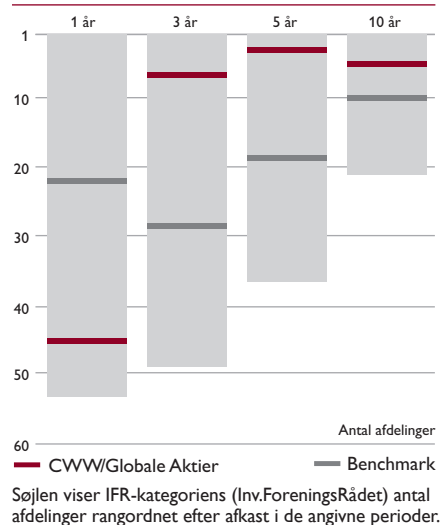
| Afkast/Merafkast i % | 1 år | 3 år | 5 år | 10 år | Levetid p.a. |
|--|-------|-------|-------|-------|--------------|
| Carnegie WorldWide/Globale Aktier | -25,6 | -19,0 | 14,4 | 28,8 | 9,5 |
| Benchmark* | -20,9 | -29,2 | -13,0 | -32,3 | 4,0 |
| Globale Aktier merafkast ift. benchmark* | -4,7 | 10,2 | 27,4 | 61,1 | 5,5 |

| Risiko | 3 år | 5 år | 10 år | Levetid |
|-------------------------------|------|------|-------|---------|
| Std.afv. % p.a. porteføljen | 15,9 | 14,8 | 17,8 | 17,2 |
| Std.afv. % p.a. benchmark* | 16,9 | 14,5 | 16,6 | 16,7 |
| Sharpe Ratio p.a. porteføljen | -0,7 | 0,0 | -0,1 | 0,2 |

Afkastudvikling (start indeks 100)



Placering i IFR's afkaststatistik



Aktieporteføljen pr. 30.06.2009

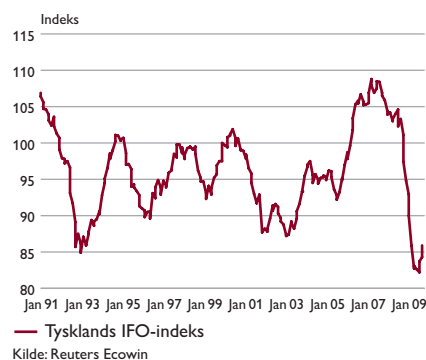
| | USA og Canada | Storbritannien | Kontinental-europa | Japan | Øvrige Fjernøsten | Emerging Markets | Total | Benchmark* |
|----------------------------------|---------------------------------------|-----------------------|---------------------------|---------------------------|-------------------|------------------|-------|------------|
| Energi | Peabody Energy 2,5 Transocean 2,6 | | | | Sinopec 2,7 | Gazprom 1,3 | 9,1 | 11,4 |
| Råvarer | Monsanto 3,1 | | Holcim 4,5 | | | | 7,6 | 6,8 |
| Industri og service | Praxair 4,3 First Solar 1,3 | | ABB 2,7 | | | | 8,3 | 10,3 |
| Forbrugsgoder - cykliske | | | | | Esprit 2,2 | | 2,2 | 9,3 |
| Forbrugsgoder - defensive | Lorillard 3,2 Procter & Gamble 3,7 | BAT 7,9 Diageo 2,6 | Nestlé 7,2 | Japan Tobacco 5,2 | | | 29,8 | 10,5 |
| Medicinal | | | Roche 4,6 Novartis 3,7 | | | | 8,3 | 10,7 |
| Finans | | | Allianz 4,2 | | HDFC 6,2 | | 10,4 | 19,7 |
| Informationsteknologi | Cisco Systems 3,4 Google 3,9 | | | Canon 3,0 Nintendo 1,6 | | | 11,9 | 11,7 |
| Telekommunikation | | Vodafone 2,7 | | | | | 2,7 | 4,6 |
| Koncessioneret service | Exelon 3,3 | | E.ON 2,7 | | | | 6,0 | 5,0 |
| Andet | | | | | CWW/Asien 2,0 | CWW/Øst. 1,7 | 3,7 | 0,0 |
| Total | 31,3 | 13,2 | 29,6 | 9,8 | 13,1 | 3,0 | 100,0 | - |
| Benchmark* | 53,2 | 9,8 | 20,4 | 11,3 | 5,3 | 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

Udviklingen i Tysklands IFO-index



Resumé

Andet kvartal bød på pæne kursstigninger, og afdelingens indre værdi steg med 14,2%, mens Morgan Stanleys europæiske aktieindeks steg 18,6%. Stigningen blev båret af markante stigninger inden for bl.a. finans- og råvaresektoren samt kraftige stigninger på de østeuropæiske aktiemarkeder.

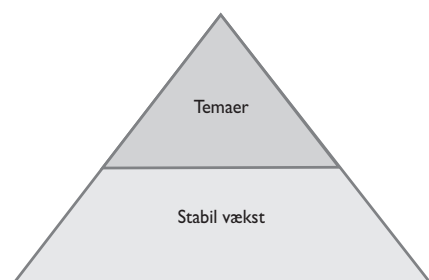
Den globale kreditkrise er ved at løse op takket være centralbankernes aggressive tiltag. De europæiske økonomier oplever dog stadig historisk stor nedgang i vækst og beskæftigelse, men vi tror, at udsigterne langsomt vil bedres. Vi har valgt at øge andelen af selskaber, som i højere grad drager gavn af et økonomisk opsving. Det drejer sig om BG og Tullow Oil, to unikke vækstelskaber inden for energi samt det nordisk baserede transportselskab DSV.

Afkast i 2. kvartal

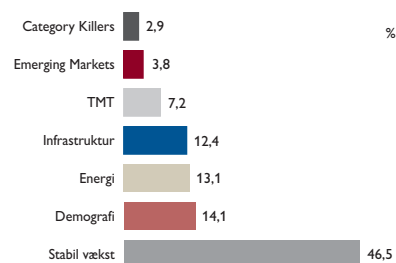
Andet kvartal gav pæne kursstigninger, hvor afdelingens indre værdi steg med 14,2%. Det var ikke tilfredsstillende målt i forhold til Morgan Stanleys europæiske aktieindeks, der steg 18,6%. Stigningen i 1. kvartal blev båret af markante stigninger inden for bl.a. finans- og råvaresektoren, ligesom de østeuropæiske markeder steg kraftigt. Det russiske indeks steg godt 50%, og afdelingens to russiske investeringer, Gazprom og Peter Hambro, bidrog derfor pænt til afkastet. De defensive sektorer, som koncessioneret service, tele- og medicinalektoren, faldt dog tilbage, idet investorerne generelt valgte at skifte til aktier i de mere konjunkturfølsomme sektorer. Værst gik det for Synthes (medicinske implantater) og Roche (medicinal), der oplevede pæne kursfald.

Den globale kreditkrise er ved at løse op som følge af centralbankernes aggressive pengepolitiske tiltag. Dette eksempelvis illustreret ved, at den europæiske central bank (ECB) tilbyder de europæiske banker at låne til 1%. Dette er attraktivt, når bankerne blot kan købe statsobligationer og få et stort rentespænd i deres favør. Men tør bankerne også at låne pengene videre ud til deres kunder, som har behov for kreditter? Politikerne vil presse på, da de jo i stor stil har hjulpet bankerne ved at skyde offentlige midler ind i bankerne samt udstede indlånsgarantier. Det anslås, at der på verdensplan er udstedt omkring 9.000 mia. dollar i garantier og indskudskapital til bankerne.

Meget tyder på, at de finans- og pengepolitiske tiltag har den tilsigtede virkning, og tilliden til den globale økonomi er atter i bedring. Det ses blandt andet af IFO-indekset, som viser de tyske virksomhedslederes vurdering af udsigterne. De europæiske økonomier oplever dog i øjeblikket en historisk stor nedgang i vækst og beskæftigelse. OECD spår, at eurolandenes BNP vil falde 4,8% i år. På mellemlangt sigt skal de stigende offentlige underskud bringes ned, og gælden skal afdrages, så den europæiske forbruger må forvente højere skatter og lavere forbrug. Det vil lægge en dæmper på væksten i Europa, som i lang tid næppe vil komme over 2%.



Temaoversigt pr. 30.06.2009



Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Vi har i kvartalet valgt at øge andelen af selskaber, som i højere grad drager gavn af et økonomisk opsving. Overordnet har vi ikke ændret markant på afdelingens investeringsstrategi, der fortsat består af en kerne af stabile vækstselskaber på over halvdelen af porteføljen. Der er tale om store multinationale selskaber, der har en høj og stabilt voksende pengestrøm (frit cash flow). De er primært inden for sektorerne: stabile forbrugsgoder, medicinal og koncessioneret service. Fundamentalt er det frie cash flow forudsætningen for overlevelse og selskabernes fortsatte vækst. Vi tror, at selskaber med stærke balancer og højt frit cash flow vil være dominerende, ikke kun i den nuværende krise, men også på langt sigt.

Foruden kernen af stabile vækstselskaber består porteføljen af en række investeringstemaer, hvor vi ser et langsigtet attraktivt potentiale. Et sådant tema er energi, som udgør 13% af porteføljen, hvilket er 4% højere end i sidste kvartal. Vi forventer, at olie og gaspriser på længere sigt vil forblive på et højt niveau, hvilket bunder i vores positive syn på efterspørgslen fra bl.a. Kina og Indien. Selvom reservekapaciteten på nuværende tidspunkt er høj, så kæmper de fleste olieselskaber med at finde nye reserver, som skal erstatte de mange oliefelter, som oplever faldende produktion. Det drejer sig især om felter i Nordsøen og Den Mexicanske Golf. Vi har valgt fire unikke selskaber, der modsat sektoren som helhed, oplever god vækst og har unikke olie- og gasreserver. Derudover er Infrastruktur et andet stort tema på ca. 12% af porteføljen.

Omlægninger i kvartalet

Positionerne i **Holcim** (cement) og **Gazprom** (energi) er øget, imens **Synthes** (medicinalske implantater), **Fred Olsen** (olieservice) samt **Siemens** (industri) er reduceret. Franske **EdF** (koncessioneret service) er solgt helt ud, idet vi vurderer, at selskabet mod forventet bliver mere og mere underlagt de franske politikeres kontrol. Vi har købt **BG Group** og **Tullow Oil**. BG er et af verdens førende integrerede energiselskaber med fokus på gas. På mellemlangt sigt forventer vi en produktionsvækst på 6-8% drevet af meget lovende olie- og gasfund i Brasilien og Australien. Væksten vil ligeledes blive drevet af en unik global LNG-strategi (flydende naturgas), der dækker hele værdikæden fra produktion til distribution. Tullow Oil er et mellemstort engelsk olieselskab, som har lovende licenser i Ghana og Uganda. Netop Ghana vurderes af flere eksperter til at rumme betydelige reserver af olie og gas, hvorfor Tullow Oil er ideelt placeret.

Danske **DSV** (transport) er et nyt selskab i afdelingen. DSV er et nordisk baseret transportselskab, hvis aktiviteter er opdelt i henholdsvis "Road, Sea-Air og Solutions". Road-divisionen består af transport med lastbiler i Danmark og Europa. Den faktiske operationelle udførelse af transporterne er i al væsentlighed outsourcet til underleverandører, og DSV ejer f.eks. ikke egne fly eller skibe. Selskabet er forbindelsesled mellem kunden, rederiet og flyselskabet, og aktiviteterne er koncentreret om transport imellem Skandinavien, USA, UK og Fjernøsten. For at finansiere DSV investeringen har vi halveret investeringen i **Ferrovial** (lufthavne & betalingsmotorveje).

Forventninger til Europa

Efter kursstigningen i 2. kvartal er de europæiske aktiemarkeders værdifastsættelse tilbage på et rimeligt niveau. Henover sommeren vil de europæiske aktiemarkeder formentlig stadig opleve større svingninger i takt med, at markederne påvirkes af nøgletallene for den økonomiske udvikling.

Forventningerne til økonomien er i bedring, og Europas værste recession i mange år kan være slut i 2. halvår. Vi vil dog næppe opleve høje vækstrater fremover, hvilket vil lægge en dæmper på stigningspotentialet for de europæiske aktiemarkeder som helhed. Vi fastholder derfor en relativ defensiv investeringsprofil.

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.

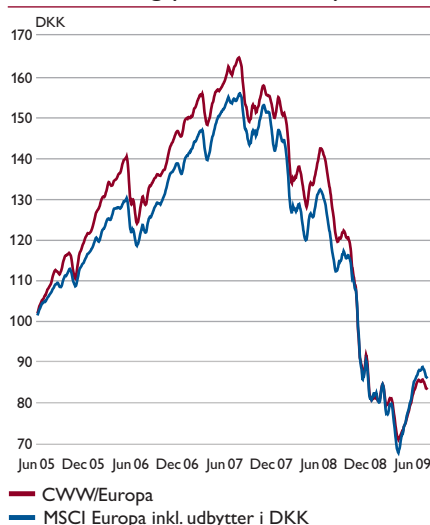
| Nøgletal | 30.06.09 | 31.03.09 |
|--------------------------|-----------|-----------|
| Formue (i 1.000 kr.) | 153.857 | 236.505 |
| Cirkulerende andele stk. | 2.096.973 | 3.615.301 |
| Udbytte | 1,25 | 0,00 |
| Indre værdi | 73,37 | 65,42 |
| Officiel kurs | 73,00 | 66,10 |

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

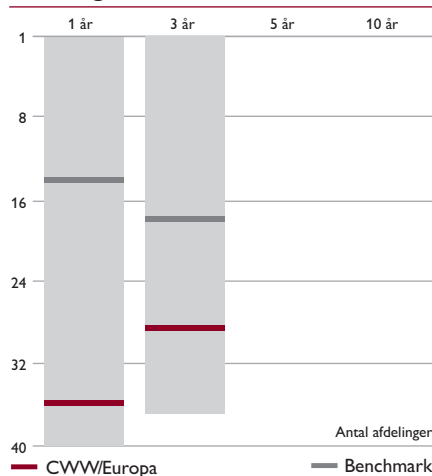
| Afkast/Merakfast i % | 1 år | 3 år | 5 år | 10 år | Levetid p.a. |
|----------------------------------|-------|-------|------|-------|--------------|
| Carnegie WorldWide/Europa | -34,8 | -35,6 | - | - | -4,2 |
| Benchmark* | -26,6 | -30,0 | - | - | -3,5 |
| Europa merakfast ift. benchmark* | -8,2 | -5,6 | - | - | -0,7 |

| Risiko | 3 år | 5 år | 10 år | Levetid |
|-------------------------------|------|------|-------|---------|
| Std.afv. % p.a. porteføljen | 18,8 | - | - | 17,6 |
| Std.afv. % p.a. benchmark* | 19,3 | - | - | 17,5 |
| Sharpe Ratio p.a. porteføljen | -1,0 | - | - | -0,4 |

Afkastudvikling (start indeks 100)



Placering i IFR's afkaststatistik



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

Aktieporteføljen pr. 30.06.2009

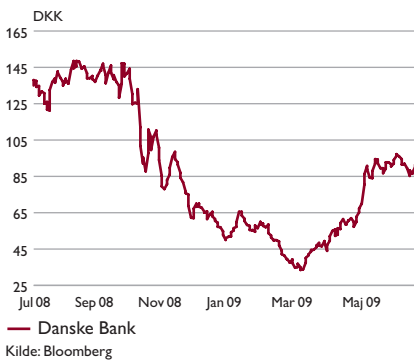
| | Norden | UK og Irland | Centraleuropa | Sydeuropa | Østeuropa | Total | Benchmark* |
|----------------------------------|------------------------|--------------------------------|--|-------------------------------------|-------------|-------|------------|
| Energi | Fred. Olsen Energy 4,2 | BG Group 2,0 Tullow Oil 2,1 | | | Gazprom 4,5 | 12,8 | 12,0 |
| Råvarer | | Peter Hambro Mining 3,5 | Holcim 4,7 Syngenta 4,8 | | | 13,0 | 8,3 |
| Industri og service | DSV 2,8 | | Linde 4,1 Siemens 3,3 | Grupo Ferrovial 1,9 Prysmian 2,2 | | 14,3 | 9,2 |
| Forbrugsgoder - cykliske | | | | | | 0,0 | 7,5 |
| Forbrugsgoder - defensive | Swedish Match 4,5 | BAT 6,8 Diageo 4,6 | Nestlé 6,2 | | | 22,1 | 12,1 |
| Medicinal | Novo Nordisk B 4,3 | | Novartis 2,5 Roche 5,4 Synthes 2,4 | | | 14,6 | 10,4 |
| Finans | Sampo 5,4 | | Allianz 4,1 | | | 9,5 | 23,1 |
| Informationsteknologi | | | SAP 3,0 | | | 3,0 | 3,1 |
| Telekommunikation | | Vodafone 4,5 | | | | 4,5 | 7,3 |
| Koncessioneret service | | | E.ON 6,2 | | | 6,2 | 7,0 |
| Andet | | | | | | 0,0 | 0,0 |
| Total | 21,2 | 23,5 | 46,7 | 4,1 | 4,5 | 100,0 | - |
| Benchmark* | 8,1 | 33,0 | 45,1 | 13,8 | - | - | 100,0 |

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



Danske Aktier

Kursudvikling Danske Bank



Kursudvikling DSV



Kursudvikling NKT Holding



Resumé

Afdeling Danske Aktier gav et afkast på 33,4% samt outperformede aktiemarkedet med 3,7%-point i 2. kvartal 2009 og fortsatte dermed de gode takter fra 1. kvartal. Vi forventer fortsat volatile, men svagt stigende kurser på det danske aktiemarked i den kommende periode. Vi vil benytte eventuelle tilbagefald til at købe yderligere op i gode og billige aktier.

Afkastet i 2. kvartal 2009

Udviklingen vendte brat i 2. kvartal, og det danske aktiemarked steg med hele 30%. De mange ”hjælpe-pakker” begyndte så småt at bremse de negative effekter af finanskrisen, og pessimismen kulminerede i løbet af marts måned. Investorerne fik mod på at købe attraktivt vurderede aktier på trods af de fortsat usikre fremtidsperspektiver. En del af stigningen skyldes dog ligeledes, at hedgefondene fik travlt med at tilbagekøbe tidligere solgte investeringer.

Afdeling Danske Aktier gav i 2. kvartal et afkast på 33,4%, hvilket var 3,7%-point bedre end det generelle danske aktiemarked, der steg med 29,7%. Et pænt resultat i betragtning af, at porteføljen var defensivt orienteret i starten af året. Med en omhyggelig og ”heldig” timet tilpasning i løbet af marts måned ændrede vi balancen i porteføljen i retning af mere cykliske og lavt prislejende aktier. Det medførte, at porteføljen gav et merafkast, selv da markedet steg kraftigt.

I 1. halvår 2009 har afdelingen givet et afkast på 24,4%, hvilket skal sammenholdes med et indeksafkast på 16,6%. Det svarer til et merafkast på 7,8%, hvormed afdeling Danske Aktier fortsat er blandt de absolut bedste afdelinger med danske aktier.

Aktiemarkedet har i høj grad været præget af psykologi og langt mindre af de fundamentale økonomiske forhold. Det viste sig nemlig, at frygten for at selskaberne ville opleve en katastrofal ringe indtjeningsudvikling i 2009 var meget større, end det indtil videre har vist sig berettiget. Mange selskaber har været forudseende og dygtige til hurtigt at tilpasse omkostningerne, og 1. kvartalsrapporterne viste generelt ikke en forværring af selskabernes forventninger til 2009. Dette gav investorerne tro på, at bunden var nået.

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.

Forventninger til Danske Aktier

Vi forventer fortsat meget svingende kurser på det danske aktiemarked i den kommende periode, dog med en stigende underliggende tendens.

Vi forventer, at de mange finanspolitiske tiltag, som er gennemført over hele verden, vil begynde at smitte positivt af på den økonomiske udvikling i løbet af 2. halvår 2009. De markante pengepolitiske lempelser, som også har fundet sted, bør også begynde at stimulere verdensøkonomien og den danske økonomi. Det betyder forhåbentlig, at vi har den værste del af den økonomiske tilpasning bag os.

Det danske aktiemarked kan stige i ovenstående scenarie, idet prisfastsættelsen på trods af den seneste tids stigninger fortsat er gunstig. Den implicite risikopræmie (det årlige forventede merafkast) er nemlig fortsat høj set i et historisk perspektiv også selvom stigningen på det danske aktiemarked i 2. kvartal har reduceret den implicite risikopræmie til omkring 7%. Det betyder, at det danske aktiemarked teoretisk kan forventes at give et merafkast på 7% p.a. i forhold til den 10-årige obligation, hvilket kan sammenholdes med et "normalt" merafkast på 4% p.a.

Vi forventer store forskelle i performance på enkelte aktier og sektorer helt afhængig af de selskabsspecifikke forhold, hvilket burde give vores "værdibaserede stock picking"-strategi gunstige vilkår for at levere gode resultater.

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

Den usikre økonomiske situation og investorernes kortsigtede fokusering og ekstreme risikoaversion giver risiko for store udsving i aktiemarkedet på kort sigt, men netop derfor giver det også den langsigtede og tålmodige investor mulighed for at købe gode selskaber billigt, hvilket normalt ikke er tilfældet.

Vi fokuserer grundlæggende på det langsigtede perspektiv i vores investeringsstrategi, da de kortsigtede udsving i såvel økonomien som på aktiemarkedet er meget svære at forudsige. Det betyder, at vi vil benytte eventuelt faldende kurser til at købe op i selskaber, der har en langsigtet interessant forretningsmodel, forudsat at vi kan købe aktierne til en fornuftig pris. Vi tror grundlæggende på, at aktiemarkedet skal stige over de næste 12-24 måneder, men vi kan selvfølgelig ikke udelukke, at kurserne kortsigtet kan falde tilbage, da den økonomiske udvikling endnu ikke er i tydelig bedring. Det er dog værd at huske på, at kursfaldene siden toppen i 2007 har været meget store og derfor allerede inddiskonterer meget "dårlighed", og at prisfastsættelsen giver et stort fremtidigt potentiale. Mange selskaber har et stort fremtidigt potentiale, men det er ikke alle selskaber, som har en tilstrækkelig stærk balance til at overleve krisen og/eller kunne udnytte den til deres fordel. Vi fokuserer derfor tillige meget på at forstå selskabernes indtjeningsstabilitet og gældsætning for at være sikre på, at selskaberne evner at kunne modstå den nuværende krise i en længere periode.

Omlægninger i kvartalet

Overordnet er sammensætningen af porteføljen ikke ændret i kvartalet.

Vi har valgt at øge beholdningen af **Danske Bank** og **Jyske Bank** med i alt 3,5%-point. Konsekvenserne af krisen synes nu ikke længere uoverskuelige, og den meget lave vurdering af de to aktier gør dem til attraktive langsigtede investeringer. Til gengæld har vi reduceret **Nordea** med 2,5%, da aktiens prisfastsættelse efter vores vurdering ikke efterlader et attraktivt kurspotentiale.

Inden for de stabile vækstaktier har vi øget vægten i **Novo Nordisk** med 2%-point, mens **Coloplast** og **Carlsberg** er sænket med hver 1%-point. Novo Nordisk er en langsigtet vinder på det globale diabetes marked, og når vurderingen også er attraktiv, er det oplagt at have den maksimale eksponering til aktien. Coloplast og Carlsberg vurderer vi som fair prisfastsatte og derfor mindre interessante end Novo Nordisk.

I kategorien af cykliske aktier har vi øget vægten i **G4S** og **NKT** med henholdsvis 1%-point og 1,5%-point, og vi har til gengæld solgt vores positioner i både **D/S Norden** og **D/S Torm**.

Investeringsfilosofi

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

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

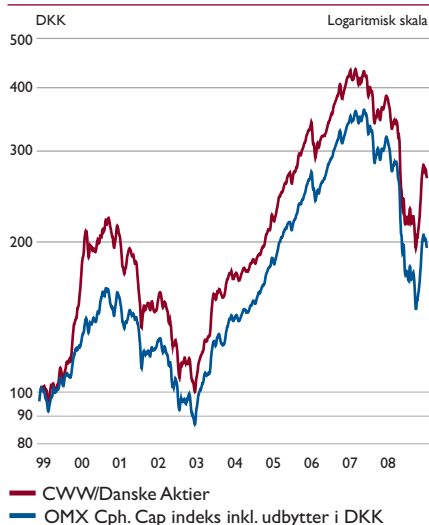
| Nøgletal | 30.06.09 | 31.03.09 |
|--------------------------|-----------|-----------|
| Formue (i 1.000 kr.) | 299.861 | 232.288 |
| Cirkulerende andele stk. | 2.411.995 | 2.451.433 |
| Udbytte | 1,75 | 0,00 |
| Indre værdi | 124,32 | 94,76 |
| Officiel kurs | 124,56 | 95,22 |

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

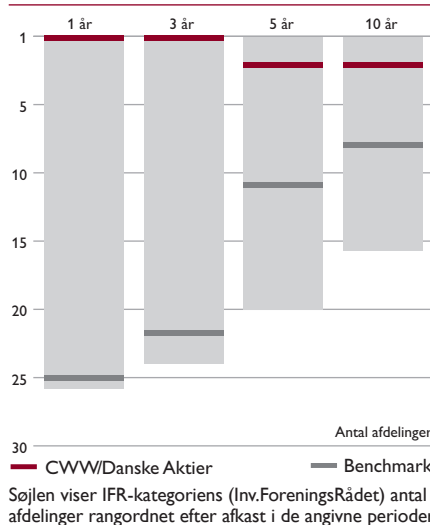
| Afkast/Merakfast i % | 1 år | 3 år | 5 år | 10 år | Levetid p.a. |
|---|-------|-------|------|-------|--------------|
| Carnegie WorldWide/Danske Aktier | -23,2 | -12,8 | 53,4 | 153,0 | 9,9 |
| Benchmark* | -32,8 | -21,9 | 34,6 | 92,2 | 6,6 |
| Danske Aktier merakfast ift. benchmark* | 9,6 | 9,1 | 18,8 | 60,8 | 3,3 |

| Risiko | 3 år | 5 år | 10 år | Levetid |
|-------------------------------|------|------|-------|---------|
| Std.afv. % p.a. porteføljen | 25,3 | 21,6 | 21,7 | 21,8 |
| Std.afv. % p.a. benchmark* | 25,5 | 21,4 | 21,0 | 19,5 |
| Sharpe Ratio p.a. porteføljen | -0,3 | 0,2 | 0,3 | 0,3 |

Afkastudvikling (start indeks 100)



Placering i IFR's afkaststatistik



Aktieporteføljen pr. 30.06.2009

| | Cyklisk vækst | Stabil vækst | Strukturel vækst | Finansiell vækst | Total | Benchmark* |
|----------------------------------|---|------------------------------|---|---|-------|------------|
| Energi | | | | | 0,0 | 0,8 |
| Råvarer | | | Novozymes 3,1 | | 3,1 | 4,5 |
| Industri og service | A.P. Møller-Mærsk 9,5 FLSmidth 4,3 NKT 3,1 DSV 5,0 | G4S 4,9 | Vestas Wind Systems 9,8 | | 36,6 | 31,2 |
| Forbrugsgoder - cykliske | Bang & Olufsen 0,4 Søndagsavisen 1,8 | | | | 2,2 | 1,8 |
| Forbrugsgoder - defensive | IC Companys 0,7 | Carlsberg 3,9 Danisco 1,7 | | | 6,3 | 7,3 |
| Medicinal | | | Bavarian Nordic 0,4 Coloplast 2,7 William Demant 3,1 GN Store Nord 3,7 NeuroSearch 0,4 Novo Nordisk 10,1 | | 20,4 | 21,6 |
| Finans | TK Development 1,5 | | | Danske Bank 9,5 Nordea 1,2 Topdanmark 4,5 Jyske Bank 4,6 TrygVesta 3,7 Sydbank 2,7 | 27,7 | 27,2 |
| Informationsteknologi | | | SimCorp 3,7 | | 3,7 | 1,0 |
| Telekommunikation | | | | | 0,0 | 4,3 |
| Koncessioneret service | | | | | 0,0 | 0,3 |
| Andet | | | | | 0,0 | 0,0 |
| Total | 26,3 | 10,5 | 37,0 | 26,2 | 100,0 | 100,0 |

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

Resumé

Efter et forfærdeligt 2008 har 1. halvår 2009 budt på en noget bedre udvikling med et afkast på 46%. Afdelingens performance har efter et svært 2008 været tilfredsstillende med en outperformance på 23%-point.

Gennem kvartalet er porteføljen blevet koncentreret yderligere og består i dag af 25 aktier, som vi tror meget på. To af de største positioner beskrives nedenfor.

Endelig et kvartal med positivt afkast!

De positive takter fra slutningen af 1. kvartal fortsatte med stor styrke gennem 2. kvartal. Afdeling Østeuropa steg 43,4%, hvilket kan sammenlignes med afdelingens benchmark, der steg 31,3%. Emerging markets steg generelt kraftigt i kvartalet på baggrund af forventninger om en stabilisering af verdensøkonomien. Råvaremarkederne, herunder olie, oplevede store stigninger, hvilket var drivkraften bag de meget store kursstigninger i Rusland, der var en af verdens stærkeste markeder i 1. halvår.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Afdelingens investeringer vil i de kommende kvartaler være mindre fokuseret på den langsigtede konvergens mellem de østeuropæiske og vesteuropæiske aktiemarkeder og eksponeringen til privatforbrug i regionen. I stedet vil investeringerne være fokuseret på stærke selskaber med lav gældsætning og højt frit cash flow og være mere opportunistisk, da mange kvalitetsaktier inden for f.eks. råvareproducerende industrier er meget attraktivt prisfastsat. Afdelingen vil fastholde den lille eksponering til specielt Polen og Ungarn endnu et stykke tid, indtil det er mere klart, hvorledes disse økonomier kommer gennem recessionen.

Kursudvikling Peter Hambro



Omlægninger i kvartalet

I 2. kvartal har afdelingen reduceret antallet af aktier kraftigt. Således er otte aktier blevet solgt. Dels er CTC, Bank of St. Petersburg, Raspadaskaya og Eurasia Drilling solgt efter meget store kursstigninger i 2009. Ligeledes har afdelingen efter kort ejerskab meget usædvanligt solgt to selskaber, der blev anskaffet i 1. kvartal, nemlig Eurasian Natural Resources Corporation og Kazakhmys. Baggrunden for det korte ejerskab var disse aktiers eksplosive kursudvikling over en kort periode. Norisk Nickel blev solgt til trods for selskabets fantastiske position som både verdens største og laveste omkostningsproducent af nikkel. Vi har en usikkerhed om selskabets langsigtede strategi, efter at den russiske stat har taget et fastere greb om selskabet, og udnævnt en ledelse, der ikke umiddelbart synes at have nogen erfaring inden for minedrift. Aricom er blevet overtaget af Peter Hambro.

Kursudvikling Dragon Oil



Forventninger til Østeuropa

Efter meget store stigninger i specielt 2. kvartal er vores forventning, at markedet vil konsolidere sig hen over sommeren og ind i efteråret. Aktiemarkedet er ikke længere rigtig billigt, og vi tror først på nye kursstigninger, når der er bedre synlighed for, hvilken vej verdensøkonomien bevæger sig i.

I temaartiklen i denne kvartalsorientering beskriver vi mere indgående vores forventninger til regionen. Langsigtet ser vi de østeuropæiske selskaber som attraktivt prissat, hvilket giver gode købsmuligheder for den langsigtede investor.

Vi arbejder hver dag på, at afdelingens fokuserede investeringsstil kan bidrage til et bedre afkast end markedet.

Afdelingen har i kvartalet investeret i to russiske teleselskaber.

Comstar er det dominerende teleselskab i Moskva og har gennem det lokale fastnetsselskab MGTS monopol på fastnettet i Moskva, hvor selskabet har 3,6 mio. kunder. Selskabets strategi er at øge andelen af kunder med bredbåndstjenester, ligesom selskabet ekspanderer ind i betalings-tv via selskabet STREAM. Comstar ejer 25% af Svyazinvest, det nationale holdingselskab for telesektoren i Rusland. Selvom timingen er usikker, har Comstar gode forudsætninger for at skabe værdi ved at sælge denne ejerandel. Comstar er majoritetsjet af Sistema, der ligeledes ejer en dominerende andel i MTS. Vi tror, at MTS på et tidspunkt vil købe og integrere Comstar, hvilket vil skabe yderligere værdi for minoritetsjerne i Comstar.

Vi har foretaget en mindre investering i Vimpelcom, der ligesom MTS er en landsdækkende mobiloperatør. Dels har vi ønsket at få en højere eksponering til mobilsektoren i Rusland, som vi har store forventninger til på lidt længere sigt, og dels vurderer vi, at den konflikt, der har været mellem hovedaktionærerne i Vimpelcom, nemlig Altimo (Alfa Bank) og Telenor, står foran en afklaring, hvilket vil være positivt for Vimpelcom.

Afdelingens største investeringer

Afdeling Østeuropa har gennem kvartalet koncentreret investeringerne yderligere, så porteføljen nu består af 25 aktier. De tre største investeringer udgør omkring 25% af afdelingens værdi. Peter Hambro og Dragon Oil er to af disse og selskaber, som vi har høje forventninger til.

Peter Hambro er et af verdens hurtigst voksende og billigste guldmineselskaber. Selskabet producerede i 2008 394.000 ounce guld og kontrollerer meget store guldforekomster i det sydøstlige Rusland (Amur). Her kan selskabet producere guld til nogle af verdens laveste omkostninger på 200-250 USD pr. ounce. I 2008 åbnede selskabet en ny mine, som i løbet af 2009 vil ekspandere produktionen kraftigt. I 2010-11 vil selskabets tredje mine starte produktion, hvorefter selskabet kan producere omkring 700-800.000 ounce guld med en produktionsomkostning på omkring 300 USD. Med dagens guldpris mellem 900-1.000 USD giver dette en enorm cash flow generering på over 400 mio. USD, hvilket kan sammenholdes med selskabets nuværende markedsværdi på ca. 1.600 mio. USD.

Dragon Oil er et olieselskab med aktiviteter i det Kaspiske Hav ud for Turkmenistan. Selskabet producerer godt 45.000 tønder olie om dagen, som vi tror kan vokse 10-15 % pr. år. Hertil kommer et stort potentiale fra selskabets store uudnyttede gasreserver, der i disse dage tiltrækker sig meget stor interesse fra bl.a. Kina og Gazprom. Der er forventninger om, at hovedaktionæren i selskabet, ENOC, det nationale olieselskab i de Arabiske Emirater, vil lægge bud på selskabet, et bud vi håber ikke bliver succesfuldt, da vi ser et fortsat meget stort potentiale for Dragon over de kommende mange år i takt med, at selskabet leverer vækst i olieproduktionen og får udviklet gasreserverne.

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 syd-øst, som eksempelvis de tidligere sovjetstater og Tyrkiet.

| Nøgletal | 30.06.09 | 31.03.09 |
|--------------------------|-----------|-----------|
| Formue (i 1.000 kr.) | 808.846 | 579.174 |
| Cirkulerende andele stk. | 4.781.604 | 4.850.204 |
| Udbytte | 1,75 | 0,00 |
| Indre værdi | 169,16 | 119,41 |
| Officiel kurs | 167,04 | 116,20 |

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

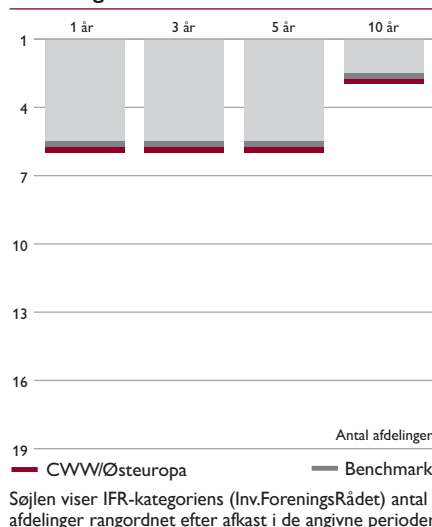
| Afkast/Merafkast i % | 1 år | 3 år | 5 år | 10 år | Levetid p.a. |
|-------------------------------------|-------|-------|------|-------|--------------|
| Carnegie WorldWide/Østeuropa | -55,1 | -42,8 | 18,0 | 98,3 | 6,6 |
| Benchmark* | -51,4 | -41,3 | 21,6 | 105,3 | 7,0 |
| Østeuropa merafkast ift. benchmark* | -3,7 | -1,5 | -3,6 | -7,0 | -0,4 |

| Risiko | 3 år | 5 år | 10 år | Levetid |
|-------------------------------|------|------|-------|---------|
| Std.afv. % p.a. porteføljen | 39,4 | 34,2 | 29,4 | 32,1 |
| Std.afv. % p.a. benchmark* | 35,1 | 31,7 | 30,4 | 33,6 |
| Sharpe Ratio p.a. porteføljen | -0,6 | 0,0 | 0,1 | 0,1 |

Afkastudvikling (start indeks 100)



Placering i IFR's afkaststatistik



Aktieporteføljen pr. 30.06.2009

| | Ungarn | Tjekkiet | Polen | Rusland | Andre lande | Total | Benchmark* |
|----------------------------------|--------------------|----------|-------------|---|--|-------|------------|
| Energi | | | | Gazprom 9,6 Lukoil 4,0 | Dragon Oil 10,8 Kazmunaigas Exp. 5,2 | 29,6 | 44,3 |
| Råvarer | | | | Uralkali 4,6 Peter Hambro 8,9 | | 13,5 | 9,7 |
| Industri og service | | | Budimex 2,4 | Open Investments 2,1 | XXI Century Invest. 0,1 | 4,6 | 0,6 |
| Forbrugsgoder - cykliske | Danubius Hotel 2,5 | | | | | 2,5 | 0,7 |
| Forbrugsgoder - defensive | | | | | Efes Breweries Int. 1,0 BIM Birlesik Magazalar 5,5 | 6,5 | 0,4 |
| Medicinal | | | | | A&D Pharma 1,1 | 1,1 | 2,5 |
| Finans | | | | East Cap. Financials Fund 1,6 | GarantiBank 4,9 Baltic Property 3,7 Sinpas Gayrimenkul 2,5 | 12,7 | 20,7 |
| Informationsteknologi | | | | | | 0,0 | 0,8 |
| Telekommunikation | | | | North-West Telecom 2,0 MTS 8,6 Comstar United Telesyst. 2,3 Vimpel Communications 3,5 Sibirtelecom 1,5 | | 17,9 | 11,3 |
| Koncessioneret service | | CEZ 5,5 | | EOS 2,4 | | 7,9 | 9,0 |
| Andet | | | | Black Earth Farming 3,7 | | 3,7 | 0,0 |
| Total | 2,5 | 5,5 | 2,4 | 54,8 | 34,8 | 100,0 | - |
| Benchmark* | 9,9 | 10,3 | 20,7 | 59,1 | 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

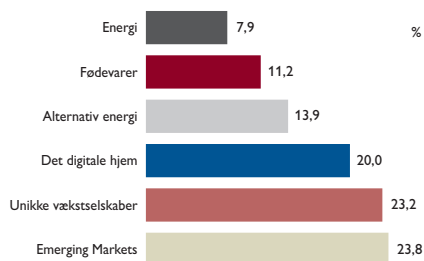
Vi befinder os i en usædvanlig periode med negativ vækst og mangel på risikovillig kapital. Sædvanligvis ville afdeling Emerging Growth investere en del af formuen i mindre selskaber med banebrydende teknologier eller produkter inden for strukturelt voksende temaer som Alternativ Energi, Fødevarer eller Emerging Markets. Set i lyset af de vanskelige tider har afdelingen imidlertid søgt ly i de større og mere etablerede virksomheder med lavere vækst, men dog stadig inden for samme strukturelt voksende temaer. Trods mindre negative økonomiske nøgletal og positive toner på de finansielle markeder i 2. kvartal er det endnu for tidligt at ændre væsentligt på denne strategi. Afdeling Emerging Growth havde et afkast på 18,4% i 2. kvartal.

Endelig bedre takter for vækstaktierne

Efter syv kvartaler i træk med negative afkast på aktiemarkedene vendte udviklingen i 2. kvartal og bød på pæne kursstigninger. Lidt mindre negative økonomiske nøgletal samt tro på, at vækstpakkerne vil have en effekt, sendte kurserne op ad. Generelt ser virksomhederne fortsat dystert på fremtiden, men flere tror nu på, at det værste er overstået. Vækstaktierne, målt ved Morgan Stanleys vækstindeks, leverede et lidt lavere afkast i kvartalet i forhold til det brede aktiemarked, mens afkastet år til dato er marginalt bedre. Afdelingens indre værdi steg med 18,4% i kvartalet. Sammenligningsgrundlaget, Morgan Stanleys vækstindeks, steg med 12,2% i samme periode. År til dato har afdelingen givet et afkast på 8,0% sammenlignet med 8,2% for Morgan Stanleys vækstindeks.

Kvartalets bedste investering var det brasilianske uddannelsesselskab Estácio Participacoes. Aktien steg 77% i kvartalet på baggrund af et godt regnskab, der blandt andet viste, at omstruktureringen i selskabet går efter planen. Det har også været et godt kvartal for afdelingens finansaktier. Den indiske realkreditbank HDFC steg således med 67%. Et veloverstået valg i Indien samt faldende renter har drevet stigningen. Den amerikanske bank Wells Fargo, der blev købt til afdelingen i sidste kvartal, steg 62%. Stigningen kan blandt andet tilskrives stigende tiltro til, at banken i de kommende år vil have en markant fremgang i indtjeningen drevet af fortsat høje rentemarginaler og aftagende tab på udlån. Afdelingens dårligste investering var schweiziske Synthes, der fremstiller implantater til behandling af knoglebrud. Synthes har været uventet hårdt ramt af den økonomiske nedgang. Groft sagt er der færre mennesker, der brækker arme og ben i øjeblikket. Formentlig på grund af færre ulykker i forbindelse med ferie og sportsaktiviteter, da krisen holder folk hjemme. Aktien faldt 18% i kvartalet. Afdelingen fastholder indtil videre investeringen, da vi p.t. anser aktien for attraktivt prissat i forhold til de langsigtede forventninger.

Temaoversigt pr. 30.06.2009



Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

De finansielle markeder er fortsat præget af den globale økonomiske krise. Trods en vis opblødning på kreditmarkederne har mange virksomheder fortsat svært ved at skaffe kapital. Afdelingen fortsætter derfor med at koncentrere investeringerne inden for store velkapitaliserede dividendebetalende vækstselskaber med højt frit cash flow og lav gæld. Så længe kapitalmarkederne er helt eller delvist lukkede, vil afdelingen søge ly i denne type aktier, men i takt med at der atter stilles likviditet til rådighed for de mindre vækstselskaber, vil afdelingen igen søge mod aktier, der befinder sig i en tidligere væksthase. Afdelingen har koncentreret sine investeringer inden for få strukturelt voksende temaer med fokus på investeringer i selskaber, som har vundet fodfæste på markedet og kan finansiere deres vækst via driften. Afdelingen er investeret i følgende temaer: Emerging Markets (24%), Det digitale hjem (20%), Alternativ energi (14%), Unikke vækstselskaber (23%), Energi (8%) og Fødevarer (11%).

Omlægninger i kvartalet

Afdelingen har investeret i to nye selskaber i kvartalet. Med investeringen i FPL Group har afdelingen øget investeringerne inden for temaet Alternativ Energi. Én tredjedel af FPL Groups elektricitetsproduktion stammer fra vedvarende energikilder. På trods af den globale økonomiske krise har vi stadig forventninger om gode vækstrater i Emerging Markets. Efter længere tid uden nyinvesteringer i Emerging Markets finder vi det derfor igen attraktivt at øge investeringerne i dette tema, hvorfor vi har investeret i Standard Chartered.

Standard Chartered (Hong Kong/UK) er en global bank med fokus på Asien, Afrika og Mellemøsten. Mere end 90% af indtjeningen stammer fra disse regioner. Standard Chartered har en stærk balance og en god balance mellem ind- og udlån. Banken er derfor mindre afhængig af at finansiere sig på kapitalmarkederne end mange andre banker. Banken er velpositioneret til at drage nytte af de vækstmuligheder, der er i Asien, Afrika og Mellemøsten i kraft af dens stærke balance og likviditet.

FPL Group (USA) er et holdingselskab for elektricitetselskabet Florida Power & Light - et af USA's største elektricitetselskaber med base i Florida - og Next-Era Energy Resources - et energiselskab med produktion i mere end 16 stater i USA og Canada. FPL Group er USA's største producent af elektricitet baseret på vindenergi og er ledende inden for solenergi. Ca. én tredjedel af selskabets samlede produktion af energi stammer fra vedvarende energikilder. Udover vedvarende energi producerer FPL også energi via atomkraft og gas. Kun en lille del af produktionen kommer fra kul og olie. Selskabet har en af de laveste udledninger af CO₂ i industrien, hvilket stiller dem i en gunstig position, såfremt der i USA indføres en beskatning på udledningen af CO₂.

Forventninger til Emerging Growth

Der er endnu ikke grønt lys for den globale økonomi, og mange virksomheder melder stadig om faldende omsætning og indtjening, om end der er visse tegn på en stabilisering. Mange virksomheder har fortsat vanskeligt ved at få lån og kreditter i bankerne. Specielt de mindre vækstselskaber rammes hårdt, idet de ofte har brug for tilførsel af kapital til at finansiere væksten. Fremover forventer vi, at bankerne vil åbne lidt mere op for långivningen, om end det bliver langt fra det tidligere niveau. Samtidig er det stadig vanskeligt for de små virksomheder at hente penge på kapitalmarkederne. Afdelingen fortsætter derfor med at fokusere på investeringer i mere etablerede vækstselskaber og vil kun selektivt investere i mindre vækstselskaber.

Investeringsfilosofi

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

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

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

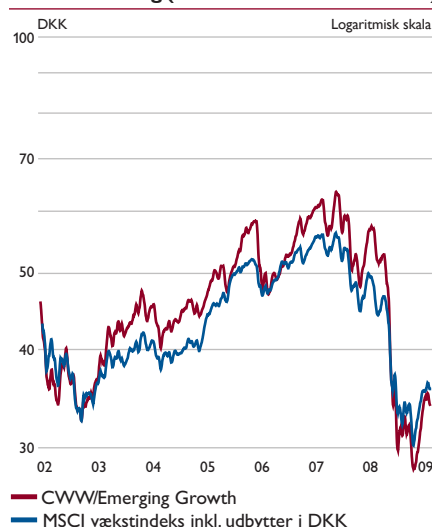
| Nøgletal | 30.06.09 | 31.03.09 |
|--------------------------|-----------|-----------|
| Formue (i 1.000 kr.) | 52.854 | 45.022 |
| Cirkulerende andele stk. | 1.551.785 | 1.564.635 |
| Udbytte | 0,00 | 0,00 |
| Indre værdi | 34,06 | 28,78 |
| Officiel kurs | 33,76 | 29,00 |

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

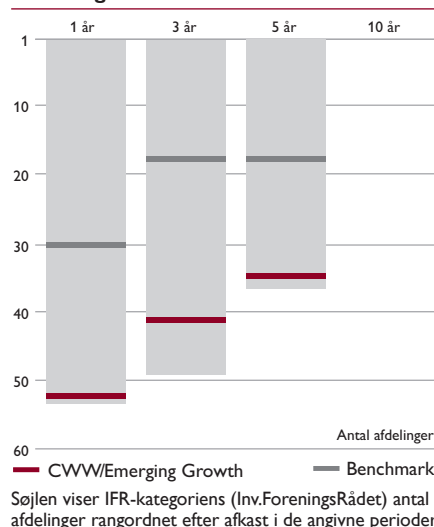
| Afkast/Merafkast i % | 1 år | 3 år | 5 år | 7 år | Levetid p.a. |
|---|-------|-------|-------|-------|--------------|
| Carnegie WorldWide/Emerging Growth | -37,8 | -32,5 | -26,0 | -19,9 | -10,4 |
| Benchmark* | -22,5 | -25,9 | -12,7 | - | - |
| Emerging Growth merafkast ift. benchmark* | -15,3 | -6,6 | -13,3 | - | - |

| Risiko | 3 år | 5 år | 10 år | Levetid |
|-------------------------------|------|------|-------|---------|
| Std.afv. % p.a. porteføljen | 25,4 | 22,3 | - | 22,1 |
| Std.afv. % p.a. benchmark* | 16,7 | 14,4 | - | 15,1 |
| Sharpe Ratio p.a. porteføljen | -0,7 | -0,4 | - | -0,3 |

Afkastudvikling (start vækstaktier indeks 45)



Placering i IFR's afkaststatistik



Aktieporteføljen pr. 30.06.2009

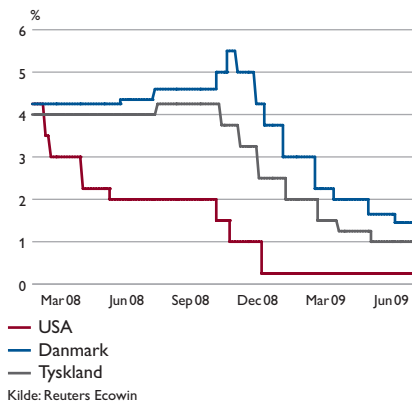
| | USA og Canada | Storbritannien | Kontinental-europa | Japan | Øvrige Fjernøsten | Emerging Markets | Total |
|------------------------------|---|----------------|---|---------------|---|---------------------------|-------|
| Energi | Quanta Services 3,8 | | ABB 4,1 | | | | 7,9 |
| Alternativ energi | First Solar 3,4 FPL Group 3,2 | | Novozymes 3,4 Vestas Wind Systems 3,9 | | | | 13,9 |
| Fødevarer | Potash 4,0 Deere & Co 3,2 | | Syngenta 4,0 | | | | 11,2 |
| Unikke vækstselskaber | Bristol-Meyers Squibb 2,8 McDonalds 3,0 Wells Fargo 2,4 Colgate-Palmolive 2,8 | | Novo Nordisk 3,1 Synthes 1,7 Unibet Group 3,5 | Aeon Mall 3,9 | | | 23,2 |
| Det digitale hjem | Apple Computer 6,3 Activision Blizzard 4,2 Microsoft 4,2 | | | Nintendo 2,3 | Taiwan Semiconductor 3,0 | | 20,0 |
| Emerging Markets | | | Holcim 3,6 | | Bharti Airtel 5,0 HDFC 6,0 Standard Chartered 3,2 | Estácio Participacoes 6,0 | 23,8 |
| Andet | | | | | | | 0,0 |
| Total | 43,3 | 0,0 | 27,3 | 6,2 | 17,2 | 6,0 | 100,0 |
| Benchmark* | 53,4 | 10,1 | 20,0 | 11,2 | 5,3 | 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.

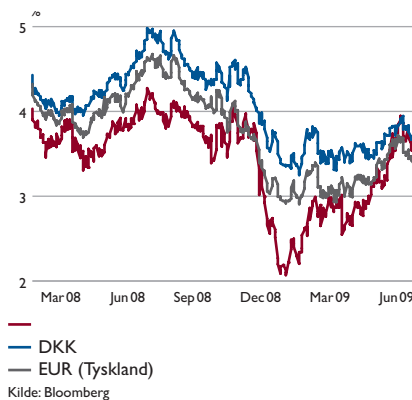


Danske Obligationer

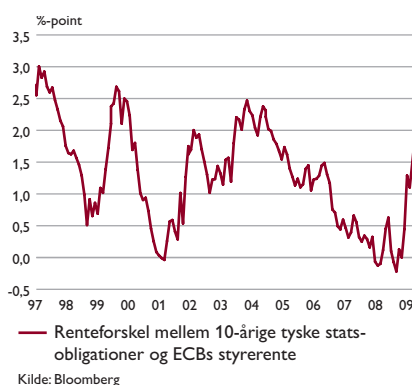
Centralbankernes korte renter



Udviklingen i 10-årige statsobligationsrenter



Forskellen på 10-årige tyske statsobligationer og ECB-renten



Resumé

Begge obligationsafdelinger har i såvel 2. kvartal som i første halvår opnået et væsentligt bedre afkast end sammenligningsgrundlaget. I de seneste kvartalsorienteringer har vi udtrykt forsigtighed med investering i de længere obligationer. Efter at obligationsrenterne nu er steget en del, og da der samtidig ikke på kort sigt er udsigt til væsentlige stramninger fra verdens centralbanker, anbefaler vi nu igen at placere den sikre del af opsparingen i lange obligationer.

De to obligationsafdelinger er planlagt til at fusionere den 12. august med to lignende afdelinger i Nykredit Invest. Læs mere på www.cww.dk.

Obligationsmarkedet i 2. kvartal

Verdens centralbankchefer og finansministre gør fortsat store indsatser for at mindske tilbagegangen i den økonomiske vækst og for at løse op for krisen i banksektoren. Mens den amerikanske centralbank fastholdt den rekordlave rente på 0,25%, så fortsatte centralbankerne i Europa med at sænke renterne i andet kvartal. Den Europæiske Centralbanks (ECB) korte rente kom således ned på 1%. I Danmark sænkede Nationalbanken renten til 1,45%. Trods fortsatte rentesænkninger fra centralbankerne, så fortsatte de lidt længere obligationsrenter med at stige i 2. kvartal. Stigningen i de lange renter skyldes primært, at en del af investorerne igen er blevet lidt mere risikovillige og dermed forlader de sikre statsobligationer til fordel for aktier og højrenteobligationer.

Forventninger til renteutviklingen

Som beskrevet i de seneste kvartalsorienteringer har vi i en periode forventet stigende obligationsrenter og har derfor fokuseret på obligationer med kortere varighed. Denne holdning er nu ændret, da lange obligationer igen er rimeligt prisfastsatte og dermed mere købsværdige. Vores bekymring for renteutviklingen i starten af 2009 var primært begrundet i øget udbud af statsobligationer, forventning om øget risikoappetit hos investorerne samt risiko for stigende inflation på langt og mellemlangt sigt. Når vi nu igen ser mere positivt på længere-løbende obligationer, skyldes det primært følgende faktorer:

- **Længere periode med lav vækst.** Selv om flere økonomiske indikatorer peger på, at vi undgår en dyb recession, må vi dog indstille os på en længere periode med en vækst, der ligger noget lavere end normalt.
- **”Anker” fra lave centralbankrenter.** Centralbankerne ventes at fastholde de lave renteniveauer, indtil der er mere sikre tegn på en vending i den økonomiske vækst. Vi venter derfor ikke rentestigninger fra centralbankerne i 2009. Som det ses på figuren til venstre, ligger forskellen mellem de 10-årige obligationsrenter og de korte centralbankrenter nu tæt på toppen af det interval,

Danske Obligationer Privat

| Nøgletal | 30.06.09 | 31.03.09 |
|--------------------------|----------|----------|
| Formue (i 1.000 kr.) | 62.321 | 62.487 |
| Cirkulerende andele stk. | 634.866 | 634.866 |
| Udbytte | 1,25 | 0,00 |
| Indre værdi | 98,16 | 98,43 |
| Officiel kurs | 95,55 | 96,10 |

Læs mere om

Danske Obligationer Privat på:

www.cww.dk/dop

Afkastudvikling (start indeks 100)

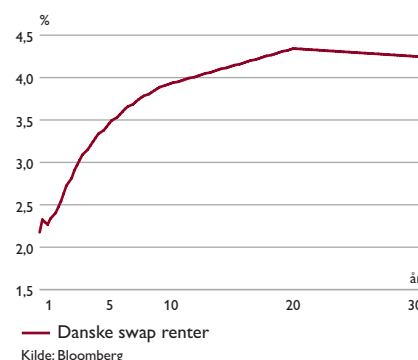


de normalt bevæger sig indenfor. De lave centralbankrenter vil derfor i resten af 2009 være et ”anker”, der begrænser stigninger i de lange renter.

- **Normalisering af risikoappetitten.** Som nævnt var en normalisering af risikoappetitten en af de vigtigste kortsigtede risikofaktorer for obligationsmarkedet ved årets start. Diverse investorundersøgelser tyder på, at øget risikovilighed er en af de væsentligste årsager til årets stigninger i obligationsrenterne. Det betyder samtidigt, at denne risikofaktor nu er udtømt og fremadrettet ikke vil fortsætte med at presse obligationsrenterne yderligere op.
- **Stigende udbud af statsobligationer.** Lavere vækst og finanspolitiske lemper betyder samtidig en kraftig vækst i de statslige underskud og dermed stigende udbud af statsobligationer. Dette vil alt andet lige give et opadgående pres på obligationsrenterne. Vi tror dog, at den ventede effekt af det øgede udbud sandsynligvis allerede er priset ind i de nuværende obligationsrenter.
- **Realistiske inflationsforventninger.** Obligationsmarkedet fokuserer nu igen på de lidt mere langsigtede inflationære effekter, der kan blive en følge af den lempelige penge- og finanspolitik. Markedets indprisede inflationsforventninger (målt som forskellen mellem renten på traditionelle obligationer og indeksobligationer) er steget væsentligt i de seneste måneder. Det vil sige, at markedet med de nuværende højere renteniveauer allerede har taget højde for endnu en af de vigtige risikofaktorer for obligationer.

Vi venter derfor alt i alt kun moderate rentestigninger resten af 2009. Da rentestrukturen er meget stejl (se figuren til højre), opnås der en væsentlig merrente ved investering i lange obligationer i stedet for korte. Selv ved mindre rentestigninger på 0,3-0,8% i løbet af

Danmark: Swap rentekurve



Danske Obligationer Privat

| | |
|----------------------|---|
| Navn | CWW/Danske Obligationer Privat |
| Fondskode | DK0060012110 |
| Målgrupper | Privatpersoner, der investerer frie midler uden for pensionsopsparing |
| Investeringsunivers | Danske obligationer – P.t. 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 formueilvækst ved aktiv investering på det danske obligationsmarked med fokus på de langsigtede trends på de globale kapitalmarkeder. |

Obligationssporteføljen for Danske Obligationer Privat pr. 30.06.2009

| | Obligation | Procent | Total |
|---|-------------------------------------|---------|-------|
| Statsobligationer | Ingen | 0,0 | 0,0 |
| Realkreditobligationer - konverterbare | 3,00% BRF Kredit 2027 | 6,6 | 43,1 |
| | 3,00% Realkredit Danmark 2023 | 3,0 | |
| | 3,00% Realkredit Danmark 2028 | 0,5 | |
| | 3,00% Nykredit 2028 | 10,6 | |
| | 3,00% Nordea Kredit 2026 | 12,0 | |
| | 4,00% Realkredit Danmark 2038 | 10,4 | |
| Realkreditobligationer - inkonverterbare | 2,00% Danmarks Skibskreditfond 2015 | 6,1 | 32,0 |
| | 2,00% Realkredit Danmark 2011 | 3,2 | |
| | 2,00% BRF Kredit 2011 | 12,8 | |
| | 4,00% Nykredit 2014 | 9,9 | |
| Erhverv | 2,00% Kalvebod 2016 | 4,1 | 15,8 |
| | 2,00% Storebæltsforbindelsen 2023 | 11,7 | |
| Indeksobligationer | 2,50% Realkredit Danmark 2026 | 4,2 | 4,2 |
| Likviditet | | 4,9 | 4,9 |
| Total | | 100,0 | 100,0 |

Danske Obligationer Erhverv & Pension

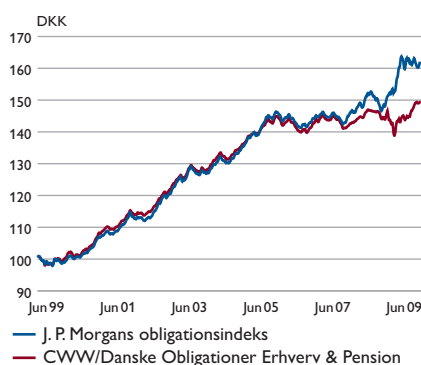
| Nøgletal | 30.06.09 | 31.03.09 |
|--------------------------|----------|----------|
| Formue (i 1.000 kr.) | 80.334 | 92.023 |
| Cirkulerende andele stk. | 867.576 | 971.126 |
| Udbytte | 3,75 | 0,00 |
| Indre værdi | 92,60 | 94,76 |
| Officiel kurs | 90,40 | 94,70 |

Læs mere om

Danske Obligationer E&P på:

www.cww.dk/doep

Afkastudvikling (start indeks 100)



det kommende år kan det derfor være attraktivt at være investeret i lange obligationer frem for korte obligationer eller aftaleindskud.

Aktuel investeringsstrategi i obligationsporteføljerne

Vi har i det meste af 2009 ført en relativt forsigtig investeringsstrategi. Efter at obligationsrenterne nu er steget væsentligt, og merrenten på lange obligationer er blevet mere attraktiv, har vi øget rentefølsomheden en smule. Ved udgangen af juni er rentefølsomheden ca. 5,7%. Det svarer til, at porteføljernes værdi vil falde med ca. 5,7%, hvis hele rentekurven på en dag stiger med ét %-point.

Efter at realkreditobligationerne i 2009 generelt har haft et godt afkast i forhold til statsobligationerne, venter vi på kort sigt ikke yderligere indsnævring af rentespændet. For fortsat at drage nytte af merrenten på realkreditobligationer fastholder vi dog en høj andel af realkreditobligationer i porteføljerne.

Begge afdelinger har fortsat investeret en mindre del af porteføljen i en Kalvebod-obligation, som består af ansvarlig kapital fra danske lokalbanker. Problemerne for lokalbankerne er ikke blevet mindre i løbet af 2009, men Bankpakke II kombineret med et faldende rentespænd for tilsvarende obligationer på de globale kapitalmarkeder har skabt lidt bedre udsigter.

Afkastet i obligationsafdelingerne

Afkastet for Danske Obligationer Erhverv & Pension og Danske Obligationer Privat var i 2. kvartal på henholdsvis 1,7% og 1,0%. For første halvår var det samlede afkast henholdsvis 3,4% og 2,1%. Dermed klarede begge afdelinger sig væsentligt bedre end sammenligningsgrundlaget, J. P. Morgan Danske Obligationer, som opnåede et afkast på -0,4% i 2. kvartal og -0,7% i første halvår.

Det gode relative afkast skyldes primært, at vi har holdt en begrænset renterisiko i en periode, hvor obligationsrenterne er steget. Samtidigt har begge afdelinger haft en høj andel af realkreditobligationer, som modsat 2008 generelt har klarer sig bedre end statsobligationer i 2009.

Danske 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. |

Obligationporteføljen for Danske Obligationer Erhverv & Pension pr. 30.06.2009

| | Obligation | Procent | Total |
|---|-------------------------------|---------|-------|
| Statsobligationer | 4,00% Danske Stat 2010 | 0,1 | 9,3 |
| | 4,00% Danske Stat 2015 | 0,1 | |
| | 4,50% Danske Stat 2039 | 9,0 | |
| | 5,00% Danske Stat 2013 | 0,1 | |
| Realkreditobligationer - konverterbare | 3,00% Realkredit Danmark 2018 | 4,5 | 41,1 |
| | 4,00% Nordea Kredit 2038 | 6,6 | |
| | 5,00% BRF Kredit 2038 | 15,8 | |
| | 5,00% Totalkredit 2016 | 5,9 | |
| | 5,402% Totalkredit 2015 | 8,3 | |
| Realkreditobligationer - inkonverterbare | 4,00% Nordea Kredit 2013 | 7,8 | 34,2 |
| | 4,00% Realkredit Danmark 2011 | 3,4 | |
| | 4,00% Realkredit Danmark 2013 | 7,8 | |
| | 4,00% Realkredit Danmark 2017 | 4,1 | |
| | 4,00% BRF Kredit 2013 | 2,1 | |
| | 4,00% Nykredit 2013 | 9,0 | |
| Erhverv | 2,00% Kalvebod 2016 | 4,7 | 4,7 |
| Indeksobligationer | 2,50% Realkredit Danmark 2026 | 4,5 | 4,5 |
| Likviditet | | 6,2 | 6,2 |
| 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 topmotivation, overblik og mulighed for at gå i dybden. De ingredienser, der efter vores erfaring skal til for at skabe ekstraordinære langsigtede investeringsresultater til de mere end 20.000 medlemmer, der har valgt Carnegie WorldWide.

Alle foreningens afdelinger har fravalgt at investere med udgangspunkt i sammensætningen af det generelle marked. Det betyder i praksis, at foreningens afdelinger må forventes at have en afkastudvikling, der ligger langt fra markedsudviklingen – naturligvis med det sigte at skabe en 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 15. juli 2009. Kvartalsorienteringen for 2. kvartal er offentliggjort på www.cww.dk den 17. juli 2009 og udsendt til alle medlemmer den 30. juli 2009.

Vi skal oplyse, at tallene i denne kvartalsorientering er historiske, og at tidligere afkast ikke kan anvendes som en pålidelig indikator for fremtidige afkast. Vi tager forbehold for trykfejl i kvartalsorienteringen. For yderligere oplysninger henvises til prospektet for de enkelte afdelinger, som kan findes på www.cww.dk under menupunktet Information & materiale – Prospekter & vedtægter.

Det rigtige valg kræver
indsigt og tålmodighed.

INVESTERINGSFORENINGEN CARNEGIE WORLDWIDE

Dampfærgevej 26 · DK-2100 København Ø

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

www.cww.dk