

Kvartalsorientering  
1. kvartal 2009

Tema:  
Kalamazoo!



INVESTERINGSFORENINGEN  
CARNegie WORLDWIDE

*Kunsten at vælge fra*

# Indholdsfortegnelse

Kalamazoo! .....	4
Forventninger .....	7
Globale Aktier .....	8
Europa .....	11
Danske Aktier .....	14
Østeuropa .....	17
Emerging Growth .....	20
Danske Obligationer .....	23
Investeringsforeningen Carnegie WorldWide .....	27



# Forord

## Kære investor

2009 er startet som 2008 sluttede med store kursbevægelser på aktiemarkederne og generelt en negativ tendens. Kvartalet sluttede dog med kursstigninger, blandt andet på grund af en begyndende tillid til de politiske initiativer, der bliver iværksat. Herunder spæde tegn på en stabilisering af den amerikanske banksektor, hvor blandt andet en ændring af regnskabsreglerne i forbindelse med værdiansættelsen af illikvide aktiver mindsker presset på bankernes balance.

For aktieinvestorer med lang investeringshorisont er det bemærkelsesværdigt, at 10-års afkastet nu er negativt. Dette er kun sket få gange tidligere i historien, og vi skal tilbage til 1930'erne for at finde tilsvarende perioder. Historisk set har sådanne situationer dog netop været et fordelagtigt tidspunkt at overveje køb, idet de efterfølgende 10 år i gennemsnit har givet attraktive afkast op mod 10% om året.

Udsigterne for de kommende år afhænger i høj grad af, hvorledes politikerne håndterer krisen. I kvartalets temaartikel sætter vi fokus på risikoen for øget protektionisme. Vores konklusion er dog, at vi har tiltro til, at politikerne forstår fordelene ved frie kapital- og handelsbevægelser og dermed ikke sætter de store fremskridt på frihandelsområdet over styr ved ukloge kortsigtede beslutninger.

Som følge af de lidt bedre markedsudsigter og en generelt attraktiv prisfastsættelse har vi ændret vores defensivt anlagte porteføljer en lille smule over mod selskaber med højere cyklisk følsomhed og højere vækstudsigter. Du kan læse om strategien i de enkelte afdelinger og vores forventninger inde i kvartalsorienteringen.

## Fokusering af produktbuddet og fusion af foreningens to obligationsafdelinger

Som annonceret i slutningen af december 2008 har vi som led i en løbende evaluering af foreningens produktbud besluttet at fokusere dette og afvikle de to obligationsafdelinger. En af baggrundene herfor har blandt andet været, at vi har måttet konstatere, at det har været vanskeligt at skabe merafkast på det danske obligationsmarked, og afkastet på foreningens to obligationsafdelinger har de seneste par år været under vores forventninger.

Vi har nu besluttet at søge en fusion af foreningens to obligationsafdelinger med Investeringsforeningen Nykredit Invest. Valget af fusionspartner har taget udgangspunkt i en evaluering af historiske resultater, organisatoriske kompetencer samt omkostninger. På foreningens ordinære generalforsamling foreslog bestyrelsen derfor, at afdeling Danske Obligationer Privat fusioneres med Nykredit Invest afdeling Lange obligationer, og afdeling Danske Obligationer Erhverv & Pension fusioneres med Nykredit Invest afdeling Lange obligationer (Pension). Forslaget blev vedtaget af medlemmerne, og hvis forslaget endeligt godkendes på en ekstraordinær generalforsamling og efterfølgende godkendes af Finanstilsynet, er sammenlægningen planlagt til at finde sted den 12. august 2009. Vi vil løbende opdatere om udviklingen i denne proces på foreningens hjemmeside.

Tim Kristiansen

Mikael Randel



# Kalamazoo!

*Af porteføljeformaler Bo Knudsen*

Navnet klinger, som kom det fra et futuristisk actioneventyr. Og måske er der tale om et blik ind i fremtiden. Kalamazoo er en mindre amerikansk by med omkring 300.000 indbyggere i kriseramte Michigan, USA. Byen har skabt masser af jobs gennem fokus på det lokale frem for det globale – ”lokalsamfunds-kapitalisme” (Community Capitalism). Lokale penge kanaliseret ind i lokale virksomheder, der skaber jobs, lige der hvor man kan se og mærke det. USA sætter den globale dagsorden, og det kan være en succeshistorie til inspiration. Er det retningen for fremtiden? Og er det en god udvikling for økonomisk vækst og aktiemarkedet? Det er et par af de spørgsmål, der belyses i denne kvartalskommentar.

## Politisk skifte

Måske er det bare en del af den menneskelige natur. Næste generation bevæger sig i en anden retning i forhold til den forrige generation. Vi står ved et afgørende skifte med de økonomiske/politiske ideer, som har domineret de sidste næsten 30 år. Væk fra den private kapitalisme og hen mod større statsindflydelse. Det var Thatcher og Reagan, som i starten af 1980'erne stod for fornyelsen efter en lang økonomisk nedgang i anden halvdel af 1970'erne. Recepten for den stagflationsramte patient hed dengang: mindre statslig indblanding, lavere skatter og afregulering. De efterfølgende årtier skabte stærk økonomisk vækst i en verden, som troede på de frie markeds kræfter og det rationelle økonomiske menneskes evne til at træffe de mest fornuftige valg. Kina og resten af den kommunistisk orienterede verden lod sig inspirere, og globaliseringstrenden voksede sig stærkere. Efter den seneste tids markante nedgang i den globale økonomi og boligmarkedet har tilliden til denne model fået et knæk.

Mennesket var ikke fuldt rationelt, men lod sig rive med af de gode tider og skabte den nok største ejendomsboble i verdenshistorien.

Der ligger nu et særligt stort ansvar på politikernes – og særligt Obamas – skuldre for at finde den nye linje. G20 mødet i London må betegnes som en succes med en række spændende tiltag. Det tegner til en model med større direkte statsindflydelse og mere global regulering. Men er de dygtige nok? Hvor effektivt bruger de store summer af penge? Udmønter de flotte ord sig i handling? Disse spørgsmål får vi svar på de kommende kvartaler. Indtil videre må indsæt-

sen vurderes til at være acceptabel, selvom det havde været endnu mere effektivt med et seriøst kirurgisk indgreb i særligt banksektoren sidste efterår – adresserende skyggebanksystemet, som det blev beskrevet i sidste kvartalsorientering – mere end den voldsomme, men spredte fægtning, som indtil videre er modellen. Det foretrukne ville være et klart og stærkt indgreb mere end gradvise indgreb, hvor afhængigheden af politikernes ageren bliver for stor og uforudsigelig. Særligt den amerikanske og engelske stat har aggressivt kastet sig ud i et gradvist mere omfattende økonomisk/politisk eksperiment for at holde liv i banksektoren og undgå depressionsscenarioet. Valget er taget. Og konsekvensen er højere ustabilitet på aktiver og handelsvarer. Med faldende priser på kort og mellemlangt sigt. Og med inflation som den mest sandsynlige langsigtede udgang. I valget mellem faldende priser på de fleste varer, deflation, og stigende priser, inflation, foretrækker politikerne inflations-scenariet. Sporene fra 1930'erne skræmmer. Deflation og langvarig dramatisk nedgang i økonomisk aktivitet giver grobund for destruktive nationalistiske kræfter.

## Protektionisme – langt fra ord til handling!

Der udtrykkes klar støtte til at bevare de frie strømme af varer og kapital over landegrænserne fra verdens ledende politikere – eksempelvis ved G20 møderne. Men når de så kommer hjem og bliver konfronteret med dagligdagens problemer, opstår der stor afstand mellem de fine ord på stormøderne og de handlinger, der foretages. Verdensbanken fremhæver, at 17 af G20 landene har iværksat 47 protektionistiske politikker siden G20 mødet i Washington i november 2008. Verdenshandelen er på vej ned. WTO venter, at den globale samhandel i 2009 falder med 9% i forhold til sidste år. Det er det største fald siden 2. verdenskrig. Politikerne er demokratisk valgte og ansat til at varetage den lokale befolknings tarv bedst muligt. I krisetider indskrænkes befolkningens og dermed også de fleste politikeres tids-horisont markant. Pludselig handler det om overlevelse og kortsigtede løsninger. Man tænker på at beskytte sig selv og sine nærmeste. Den første del af ordet protektionisme kommer af det engelske ord protect – at beskytte. Derfor flytter franske Sarkozy arbejdspladser i bilindustrien hjem fra Tjekkiet til Frankrig. Derfor udtrykker Gordon Brown, at britiske jobs er for britiske arbejdere. Derfor forbyder Obama store mexicanske lastbiler på amerikanske veje. Og derfor reagerer Mexico den modsatte vej ved at indføre



told på en række importvarer fra USA. Bundlinjen er flere friktioner i verdenshandlen til ulempe for den økonomiske vækst.

## Kapitalprotektionisme

Kapitalprotektionisme er mindre synligt, men ikke mindre skadeligt. Baggrunden for denne form for protektionisme består i, at landenes regeringer giver (dyre) lån til lokale banker. Såfremt alt går vel, kan det vise sig at være en god forretning for staten at låne disse penge ud. Hvis banken går ned og ikke kan betale lånet tilbage, ender regningen dog hos skattemynderen. Den brede befolkning har den opfattelse, at bankerne ”får” disse penge. Uanset at der absolut ikke er tale om foræring, leder dette til, at der fra befolkning og politikere opstår et pres for, at den lokale bank låner disse penge ud til nationale virksomheder og borgere og ikke til ”udenlandske” låntagere. Det rammer hårdest i lande, hvor virksomhederne har markante lån eller i lande, hvor udenlandsk ejede banker spiller en dominerende rolle. Problemet forværres, såfremt det pågældende land også har underskud på statsfinanserne og dermed lille fleksibilitet til at polstre de lokale banker. Den knappe kapital trækkes hjem til de lokale banker, og nyudlån sker lokalt frem for globalt. Bankerne reducerer dermed de internationale aktiviteter, og konsekvensen er, at de internationale kapitalbevægelser bremses.

Et relateret eksempel illustrerer den politiske udfordring. Den amerikanske regering har givet store milliardbeløb i lån til AIG, for at AIG kunne leve op til sine forpligtelser. De penge, som AIG har fået stillet til rådighed, er gået videre til selskaber, som havde tegnet kreditforsikringer hos AIG. De største modtagere af disse penge er Merrill Lynch og Goldman Sachs, men også to selskaber med særdeles europæisk klingende navne Société Générale, den franske storbank, og Deutsche Bank. Det er muligt, at Obama har et problem med de store bonusudbetalinger direkte til tabsgivende enheder – men en endnu større politisk forklaringsopgave består i, at amerikanske skattemynderpenge (retmæssigt!) dirigeres videre til europæiske storbanker. Fordelene ved globale kapitalmarkeder kan således umiddelbart være svære at forklare.



Bundlinjen er, at kapitalprotektionisme giver yderligere pres på kreditgivningen, og det virker i negativ retning for den globale vækst.

## Tilbage til Kalamazoo

For ti år siden var Kalamazoo i dyb krise med stigende arbejdsløshed foranlediget af fyringer i bil- og medicinalindustrien. Men så kom Community Capitalism. Strategien fokuserede på garanteret videregående uddannelse til de unge i byen kombineret med etableringen af en lokal venturefond med lokalt fokus og attraktive etableringsvilkår for erhvervslivet. Det skabte grundlaget for en af de få amerikanske succeshistorier i nyere tid. Og strategien lyder jo umiddelbart attraktiv. Men problemet består i, at modellen udvander den enorme fordel, der er i, at alle gør det, de er bedst til i en global samarbejdsmodel – ikke bare i det lokale samfund. Jo flere der deltager i en arbejdsdelings- eller specialiseringsmodel, jo mere effektivt kan arbejdet samlet udføres. Dermed bliver den samlede økonomiske kage større, selvom der er klare relative tabere og vindere ved de globale kapital- og handelsstrømme. For nogen er det dog vigtigere at have det bedre end andre, end samlet at have det godt. Og når tiderne er hårde, søger mennesket mod overlevelse for sig selv og sine nærmeste. Det giver et pres, som kan lede politikere til protektionistiske tiltag. 1930'erne skræmmer heldigvis fortsat. Politikere på tværs af landegrænser er på talefod, og det mindsker risikoen for skadelig protektionisme. Vi ved ikke helt, hvor Obama står på frihandelsområdet. Jo dybere arbejdsløsheden går, jo større chance er der for protektionisme fra amerikansk side.

Der er mange interessante facetter af Community Capitalism. Det skal bare ikke træde i stedet for frie globale kapital- og handelsbevægelser. Kunsten må bestå i at kombinere de to modeller. Verden knyttes tættere sammen også elektronisk. De store fremskridt på frihandelsområdet skal ikke sættes over styr ved ukloge kortsigtede beslutninger. Politikere forstår forhåbentlig de mange u håndgribelige fordele ved frie kapital- og handelsbevægelser. Som den franske økonom Bastiat udtrykte det: ”Når varer ikke kan krydse grænser, så vil soldater krydse dem (When goods are not allowed to cross borders, soldiers will)”.

## Tillid til fremtiden

Det er centralt at finde noget nyt at tro på, så vi igen kan fokusere på fremtiden frem for den kortsigtede overlevelse. Schumpeter fremførte vigtigheden af store teknologiske

gennembrud som den virkelige drivkraft bag økonomisk vækst. Måske er det dét, der skal til for at få troen på fremtiden tilbage. På kort sigt vil en stabilisering af det helt centrale ejendomsmarked være afgørende for ny optimisme. Ligeledes kræves en klarere vision af det fremtidige globale finansielle og økonomiske system.

## Den kommende periode

Lige nu er det makroøkonomiske udfaldsrum enormt med lav og svingende vækst som det mest sandsynlige. Den usikkerhed betyder, at de store udsving på aktiemarkederne vil fortsætte. Trods den underliggende forventning om at nuværende niveauer på aktiemarkedet markerer gode langsigtede købsmuligheder, gør den makroøkonomiske usikkerhed det vanskeligt for os at være stærke i troen. ■

# Forventninger til aktiemarkedet

For investorer med lang investeringshorisont er det bemærkelsesværdigt, at 10-års afkastet ved investering i aktier nu er negativt. Dette er kun sket få gange tidligere i historien, og vi skal tilbage til 1930'erne for at finde tilsvarende perioder. Historisk har sådanne situationer dog netop været et fordelagtigt tidspunkt at overveje køb, idet de efterfølgende 10 år i gennemsnit har givet attraktive afkast op mod 10% om året.

På kortere sigt afhænger udsigterne dog af, hvorledes den globale økonomi udvikler sig, og hvorledes politikerne håndterer krisen. Lige nu er det makroøkonomiske udfaldsrum enormt med lav og svingende vækst som det mest sandsynlige. Vi ser en klar trend mod højere opsparing og lavere gæld i den private sektor i den vestlige verden. Modsat rykker den offentlige sektor over hele verden positionen frem som den afgørende drivkraft for vækst. Det er et nødvendigt, men også risikabelt projekt, der er sat i gang med aggressiv politisk stimulans verden over. Staten oparbejder en betydelig gæld og opsuger betydelig likviditet fra den private sektor. Staten kan spendere de mange penge mere eller mindre klogt. Samlet set betyder denne usikkerhed, at vi forventer, at udsvingene på aktiemarkedene vil fortsætte.

Omvendt er der begyndende lyspunkter, som kan give lidt mere positive markeder i den kommende tid. Vigtigst er der begyndende tegn på en stabilisering af finanssektoren hjulpet af de økonomiske livliner samt en ændring af regn-

skabsreglerne i USA, som betyder, at de amerikanske banker ikke længere skal prissætte deres illikvide udlånsaktiver ud fra markedskurser, som måske ikke afspejler aktivernes fundamentale værdi på grund af tvangssalg af disse aktiver i illikvide markeder. På denne baggrund er det tænkeligt, at flere banker vil melde om positive kvartalsregnskaber for 1. kvartal.

Med hensyn til den økonomiske vækst forventer vi, at industriens lagertilpasning vil ebbe ud i løbet af 1. halvår. Det betyder forhåbentlig, at vi har den værste del af den økonomiske tilpasning bag os, og at verdensøkonomien kan stabiliseres henover sommeren og begynde en langsom bedring i løbet af 2. halvår.

Endelig er prisfastsættelse af aktier efter vores vurdering attraktiv for en langsigtet investor. Et eksempel på dette er, at værdien af de amerikanske virksomheder nu er nede på 70-75% af, hvad det ville koste at genopbygge selskabernes anlægsaktiver, altså uden at værdien af selskabernes immaterielle værdier indregnes (dette nøgletal kaldes også Tobins Q). Dette niveau er historisk billigt og vil på sigt - når adgangen til kredit igen bliver bedre - betyde, at virksomheds-overtagelser igen vil tage fart. Så når investorerne får mere tillid til, at det værste er overstået, kan dette føre til relativt hurtige kursstigninger. ■





# Globale Aktier

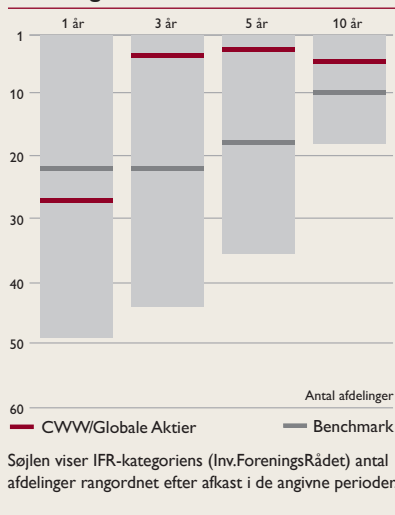
## Resumé

Efter endnu et stormfuldt kvartal endte kvartalet med et negativt afkast på 6,8%, en lille smule bedre end den generelle udvikling i verdens aktiemarkeder, som faldt 7,7%. Det var de mere økonomisk følsomme aktier, som gjorde det bedst, og særligt marts måned bar præg af en rotation fra mere defensive selskaber

til selskaber, der har nytte af et økonomisk opsving. Når vi sammenligner os med konkurrenterne, ligger afdeling Globale Aktier fortsat blandt de bedste på 3, 5 og 10 års sigt. Vi har også her i 2009 videreført vores strategiske valg om ikke at have eksponering af betydning til banker i den vestlige verden. Vi er i nogen grad vendt tilbage til

vinderaktierne i 1990'erne, nemlig internetrelaterede aktier. De handles nu på attraktive prisniveauer. Vi venter lav vækst i den globale økonomi, men ser gode vækstmuligheder i den parallelle verden, der bliver mere og mere lettilgængelig og avanceret – den virtuelle verden, vi har adgang til via internettet.

Placering i IFR's afkaststatistik



## Svært at undgå det generelle markedsfald

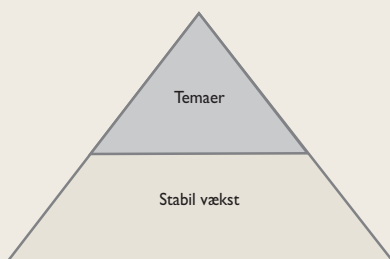
Det samlede resultat for 1. kvartal var et fald på 6,8%, mens Morgan Stanleys verdensindeks faldt 7,7%. Kvartalet var igen præget af store kursudsving. Kvartalet sluttede dog med en positiv tendens, drevet blandt andet af begyndende tegn på stabilisering af finanssektoren, og dermed blev tabet ikke så stort som, da det så værst ud i starten af marts. Råvaresektoren var vinderen i kvartalet med Rio Tinto (31%) og Peabody Energy (16%) blandt de bedste aktier. Ligeledes havde vores nye aktier i porteføljen som Monsanto (24%) og Google (11%) også gode afkast i kvartalet. En række af de stabile aktier som Roche, BAT og Procter & Gamble skuffede med negative afkast i kvartalet. Det var dog samtidig den gruppe af aktier, som klarede sig godt igennem nedturen sidste år.

## Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Vores investeringsstrategi er fortsat lagt an på forventninger om lav global økonomisk vækst. Gælden i den vestlige verdens økonomier skal fortsat ned fra historisk høje niveauer, uanset politikernes markante initiativer for at skabe fornyet vækst. De har kun en afbødende effekt på den generelle økonomiske nedgang. Politikernes tiltag øger risikoen for inflation på langt sigt. Det er en lettere måde at komme af med gældsbyrden på i forhold til at betale gælden tilbage i deflationære omgivelser. Indtil videre er der generelt prispres på mange produkter på grund af de hårde økonomiske omgivelser.

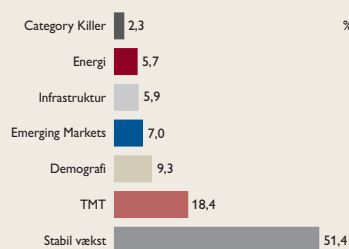
Afdelingen har en høj andel af multinationale selskaber, som vil nyde godt af en global vækst drevet af emerging markets, og afdelingens amerikanske investeringer har en behersket eksponering til det amerikanske privatforbrug.

Vi tror, at det i dette miljø er vigtigt at have selskaber, som kan klare sig selv, altså selskaber som er finansielt stærke med adgang til et godt cash flow, også i nedgangstider. Disse selskaber sælger produkter, som verden virkelig har brug for. Det er meget vigtigt at fokusere på selskaber, som har mulighed for at sætte prisen op på de produkter, de sælger. I en verden, hvor væksten falder, er prisfleksibilitet helt afgørende for at fastholde og øge indtjeningen. Denne kerne udgør i dag over 60% af porteføljen og består primært af nydelsesmiddelselskaber, elektricitetselskaber, fødevarerelskaber og medicinalselskaber. Mange af disse selskaber har en betydelig eksponering til god vækst uden for USA i særligt Latinamerika og Asien. Vi ser stærk vækst i den parallelle verden – den virtuelle verden, som vi har





Temaoversigt pr. 31.03.2009



Forventninger til Globale Aktier

Store defensive kvalitetsselskaber kombineret med unikke vækstselskaber er den rette profil i disse turbulente tider.

Turbulens er lig med muligheder. Muligheder vi vil gøre alt for at udnytte bedst muligt til gavn for vores medlemskreds.

Samlet venter vi et volatilt 2009 med forventning om et lavt samlet afkast.

adgang til via vores pc-skærme og via internettet. En række af de fremtidsvisioner, der drev disse aktier i 1990'erne, er nu for alvor begyndt at blive virkelighed. Der findes en række unikke investeringsmuligheder i dette område.

Omlægninger i kvartalet

I kvartalet reducerede vi vores eksponering yderligere til den finansielle sektor, da den historisk markante nedtur på særligt boligmarkedet rammer den finansielle sektor hårdt. Selv Singapore, som ellers er godt positioneret i en strukturelt voksende del af verden, ventes ramt. Derfor har vi solgt investeringen i **UOB**. **Aflac** er et unikt selskab, men har en særlig eksponering til hybridgæld i store europæiske banker. Der kan opstå usikkerhed om, hvorvidt bankerne vil leve op til deres forpligtelser på denne gæld. Vi solgte derfor Aflac. Til gengæld øgede vi vores investering i **Allianz**, efter at selskabet har frasolgt deres bankaktiviteter. Aktien er attraktivt prisfastsat, og vi vurderer, at det gode cash flow i særligt den tyske forsikringsdel mere end opvejer de risici for tab, der ligger på balancen.

Vi har suppleret op i **Holcim**, som var faldet for markant i forhold til selskabets unikke position på det globale cementmarked. Vi har købt **Vodafone**. Vi ser mobiltelefoni som et stabilt forbrugsprodukt, som man ikke ønsker at skære ned på selv i hårde tider. Endelig købte vi yderligere op i **Google** og nyindkøbte **Nintendo**. Nintendos Wii konsol er nu den spillekonsol i verden, der står i flest hjem, nemlig 50 millioner. Wii konsolen har revolutioneret spilleindustrien ved at inkludere bevægelsesdimensionen i spilleoplevelsen. Vi ser gode muligheder for vækst i særligt softwaresalget. I hårde tider søger man billig og spændende underholdning. De oplevelser får man i spilleverden med hjælp fra Nintendo.

For at finansiere disse køb solgte vi **Schneider**. Selskabet er særdeles velpositioneret i et miljø med bedre makroøkonomiske udsigter, men nu med forventninger om yderligere nedgang i den globale byggeaktivitet og selskabets forholdsvis høje gældsandel, ser vi risiko for yderligere kursfald. Vi solgte desuden råvare-selskabet **Rio Tinto**, hvor vores tiltro til ledelsen er mindsket, efter at selskabet planlægger at sælge større andele af deres vigtigste miner til kinesiske Chinalco.

Turbulent 2009 venter

Aktiemarkedet stiger og falder i takt med, om der er tillid til de politiske initiativer, der bliver iværksat. Det ændrer ikke ved den afgørende trend, en tilbagevenden til gamle dyder som højere opsparing og lavere gæld i den private sektor i den vestlige verden. Modsat rykker den offentlige sektor over hele verden positionen frem som den afgørende drivkraft for vækst.

Nettoeffekten af dette er en længere periode med lav global vækst og lav inflation. Men der er større makroøkonomiske risici for de kommende par år i forhold til tidligere. Det er et nødvendigt, men også risikabelt projekt, der er sat i gang med aggressiv politisk stimulans verden over. Staten oparbejder en betydelig gæld i denne proces og opsuger undervejs betydelig likviditet fra den private sektor. Staten kan spendere de mange penge mere eller mindre klogt. En klog måde at bruge penge på er at stabilisere banksektoren i nuværende omgivelser. Det virker dog som om, at de offentlige myndigheder verden over har forstået dette. Risikoen for inflation på lidt længere sigt er overhængende.

## Investeringsfilosofi

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

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

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

Nøgletal	31.03.09	31.12.08
Formue (i 1.000 kr.)	3.889.719	4.138.122
Cirkulerende andele stk.	11.699.631	11.606.747
Udbytte	0,00	0,00
Indre værdi	332,47	356,53
Officiel kurs	330,77	349,99

Fondskode	DK0010157965
Afdelingens start:	30.06.1990
Læs mere på:	<a href="http://www.cww.dk/ga">www.cww.dk/ga</a>

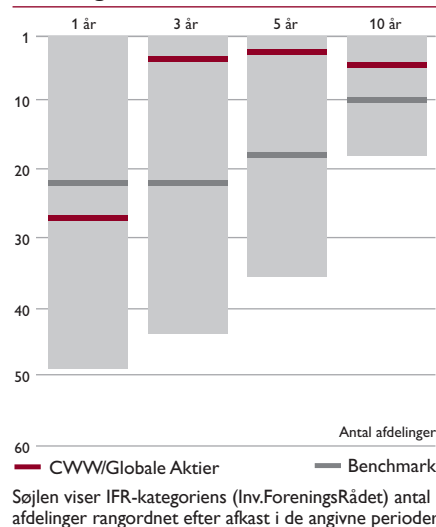
Afkast/Merakfast i %	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Globale Aktier	-32,9	-30,8	2,4	30,4	9,1
Benchmark*	-31,6	-41,7	-22,5	-35,4	3,4
Globale Aktier merakfast ift. benchmark*	-1,3	10,9	24,9	65,8	5,7

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	15,6	14,5	18,0	17,3
Std.afv. % p.a. benchmark*	15,5	13,6	16,4	16,6
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	-1,0	-0,2	-0,1	0,2

### Afkastudvikling (start indeks 100)



### Placering i IFR's afkaststatistik



### Aktieporteføljen pr. 31.03.2009

	USA og Canada	Storbritannien	Kontinental-europa	Japan	Øvrige Fjernøsten	Emerging Markets	Total	Benchmark*
<b>Energi</b>	Peabody Energy 2,4 Transocean 2,2					Gazprom 1,1	5,7	12,1
<b>Råvarer</b>	Monsanto 4,1		Holcim 3,1				7,2	6,5
<b>Industri og service</b>	Praxair 4,7		ABB 2,8				7,5	10,2
<b>Forbrugsgoder - cykliske</b>					Esprit 2,3		2,3	9,3
<b>Forbrugsgoder - defensive</b>	Lorillard 3,4 Procter & Gamble 3,9	BAT 7,6 Diageo 2,4	Nestlé 7,4	Japan Tobacco 5,1			29,8	11,2
<b>Medicinal</b>			Roche 5,3 Novartis 3,9				9,2	11,8
<b>Finans</b>			Allianz 4,4			HDFC 4,0	8,4	16,6
<b>Informationsteknologi</b>	Cisco Systems 3,3 Google 3,7			Canon 3,0 Nintendo 1,9			11,9	11,7
<b>Telekommunikation</b>		Vodafone 2,8	Telefonica 3,8				6,6	5,2
<b>Koncessioneret service</b>	Exelon 3,3		E.ON 2,5 Electricite de France 2,5				8,3	5,4
<b>Andet</b>					CWW/Asien 1,7	CWW/Øst. 1,4	3,1	0,0
<b>Total</b>	31,0	12,8	35,7	10,0	8,0	2,5	100,0	-
<b>Benchmark*</b>	54,4	9,4	20,3	11,1	4,8	0,0	-	100,0

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

# Europa

## Resumé

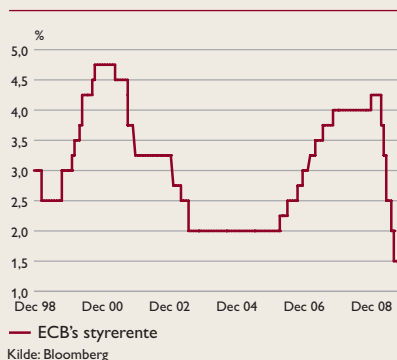
Første kvartal bød atter på faldende aktiemarkeder i takt med, at den globale økonomi svækkedes. Afdelingens indre værdi faldt med 10,1%, hvilket var lidt bedre end Morgan Stanleys europæiske aktieindeks, der faldt med 10,5%.

Meget negativt er givetvis indregnet i de nuværende aktiekurser. Recessio-

nen bider hårdt i Europa, og vi vil i år opleve negative vækstrater på godt 4%. Forhåbentlig vil de positive effekter af store finans- og pengepolitiske initiativer kunne mærkes i 2. halvår. ECB har allerede sænket renten til 1,5%, og finanspolitiske pakker på 2-4% af BNP er blevet annonceret.

Afdelingens fokus er fortsat på store og stabile vækstselskaber, som udgør over 60% af porteføljen. Der er tale om markedsledende multinationale selskaber, der har høj og stabilt voksende pengestrøm. Afdelingen har i kvartalet købt to nye selskaber inden for denne kategori. Det drejer sig om mobilsekskabet Vodafone og softwareproducenten SAP.

Den Europæiske Central Banks rentesats



## Afkast i 1. kvartal

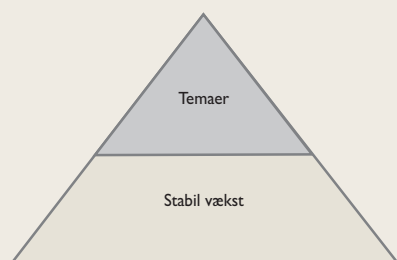
Første kvartal bød atter på faldende aktiemarkeder i takt med, at den globale økonomi svækkedes. Afdelingens indre værdi faldt med 10,1%, hvilket var lidt bedre end det generelle europæiske aktiemarked, hvor Morgan Stanleys europæiske aktieindeks faldt med 10,5%.

Nedgangen kom fra alle sektorer, men ikke overraskende gik det værst ud over finanssektoren, der i første omgang kommer til at betale regningen for en lang årrække med lempelig udlånspolitik. Den globale kreditkrise påvirker dog alle brancher med faldende salg og indtjening. For at overleve må virksomhederne skære ned på investeringerne og iværksætte omfattende fyringsrunder, hvilket påvirker forbrugslysten negativt. Den Europæiske Central Bank (ECB) og politikerne forsøger at bryde den negative spiral ved at lempe penge- og finanspolitikken massivt. ECB har således sænket renten aggressivt, og det er sandsynligt, at renten sættes yderligere ned fra de nuværende 1,5%. Store finanspolitiske pakker er blevet annonceret og udgør omkring 3,4% af BNP for Tysklands vedkommende. Frankrig, Storbritannien og Italiens tiltag er knap så store og er indtil videre på under 2% af BNP. Det er vores forventning, at pakkerne vil hjælpe, men at det vil tage 1-2 år, før økonomierne igen er på ret køl.

Afdelingens undervægt i finansaktier har bidraget positivt, hvorimod flere aktier med eksponering til udbygningen af den globale infrastruktur har oplevet fald på 30-40%. Bedst gik det for afdelingens to russiske investeringer Peter Hambro (guld) og Gazprom (olie og gas), samt Rio Tinto (råvare). De fik alle et pænt løft efter kraftige kursfald i 2008.

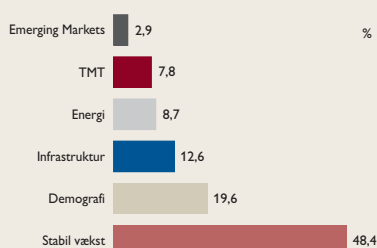
## Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Vi har ikke ændret på afdelingens investeringsstrategi. Den består fortsat af en kerne af stabile vækstselskaber, der udgør over 60% af porteføljen. Der er tale om store og markedsledende multinationale selskaber, der har en høj og stabilt voksende pengestrøm (frit cash flow). De er primært inden for sektorerne: stabile forbrugsgoder (tobak, spiritus og fødevarer) og medicinalindustrien samt el-produktionssektoren. Fundamentalt er det frie cash flow forudsætningen for overlevelse og selskabernes fortsatte vækst, men det er også forudsætningen for, at der kan skabes et fornuftigt afkast til aktionærerne. Vi tror, at stærke balancer og højt





## Temaoversigt pr. 31.03.2009



## Forventninger til Europa

Meget negativt er givetvis indregnet i de nuværende aktiekurser. På kort sigt vil de europæiske aktiemarkeder opleve større svingninger i takt med, at markederne påvirkes af dårlige og mindre dårlige nøgletal for den økonomiske udvikling.

Recessionen vil bide i Europa i 2009. Vi vil opleve negative vækstrater på godt 4%, og forhåbentlig vil de positive effekter af finans- og pengepolitiske initiativer kunne mærkes i 2. halvår.

Vi vil forsøge at udnytte de muligheder som opstår til at købe op i unikke selskaber med godt langsigtet potentiale.

frit cash flow vil være et dominerende tema fremover, ikke kun i den nuværende kredit- og økonomikrise, men også på langt sigt.

Hele Europa er hårdt ramt af den globale økonomiske nedtur, og OECD's seneste prognose peger på, at BNP i Europa vil falde med over 4% i 2009. Det står også sløjt til med verdenshandlen, og det går ud over lande, der er meget afhængige af eksport. Eksporten fra Tyskland ventes at falde med 16% i 2009 - en alvorlig nedgang, specielt hvis den viser sig at være af mere permanent karakter. Det er vores opfattelse, at der før eller siden vil komme gang i eksporten, hvorfor nedgangen bliver af mere cyklisk karakter. Derimod er der meget store udfordringer for en række randlande i Europa. I lande som Irland, England og Spanien er der tale om strukturelle problemer. Problemerne er knyttet til bristede boligbobler, der vil tage mange år at udbedre, hvilket også er baggrunden for vores negative syn på den europæiske banksektor. Arbejdsløsheden tordner opad i hele Europa, og den spanske arbejdsløshed nærmer sig nu 15% og forventes at stige til 20% i 2010. Det gør det svært for den spanske økonomi at komme på fode igen, og det vil uden tvivl tage mange år. England og Sverige har benyttet sig af muligheden for at stimulere konkurrenceevnen ved at lade deres valutaer devaluere, hvorfor de kan håbe på en mindre smertefuld omstilling af økonomierne.

Afdelingen har igennem længere tid mindsket eksponeringen til randlandene og har rettet fokus mod kernen i Europa, specielt Tyskland og Schweiz, hvilket også er tilfældet i 1. kvartal. Store statslige hjælpepakker vil givetvis blive ført ud i livet, hvilket vil give medvind til afdelingens infrastrukturinvesteringer. Temaet udgør godt 13% af porteføljen og omfatter Holcim (cement) samt Siemens og Prysmian, der vil drage fordel af den massive opgradering og udbygning af elektricitetsnetværk, der har været forsømt i mange årtier.

Energi og Østeuropa har i flere år været væsentlige investeringstemaer i porteføljen, men udgør i dag under 10% af porteføljen.

## Omlægninger i kvartalet

Vi har solgt **Telefonica** som følge af vores bekymring for den økonomiske udvikling i Spanien, hvor halvdelen af selskabets indtjening stammer fra. I stedet har vi købt **Vodafone**, der med sine 300 mio. mobilkunder i 27 lande er langt mere diversificeret. Ledelsen har fokus på reduktion af omkostninger og generering af frit cash flow, som vi forventer, vil udmønte sig i større udbytter.

Vi har købt **SAP**, der er verdens største leverandør af software til virksomheder. Mere end 75.000 virksomheder bruger i dag SAP's software til at optimere og styre deres produktion og regnskaber. SAP har store muligheder for at gennemføre omkostningsbesparelser, hvilket kan drive indtjeningsvæksten i dårlige økonomiske tider. For at finansiere købet er den resterende position i **Buzzi Unicem** (cement) blevet solgt. Det samme er **Rio Tinto**, hvor vores tiltro til ledelsen er mindsket, efter at den har foreslået at sælge større poster i deres vigtigste miner til kinesiske Chinalco.

Ud fra et ønske om at mindske risikoen er afdelingens sidste bankaktie, **Unicredit**, blevet solgt. I stedet har vi øget vægten i **Sampo**, hvis forsikringsaktiviteter er undervurderet, når der justeres for deres ejerskab af bl.a. Nordea.

## 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 porteføljeformidlere 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

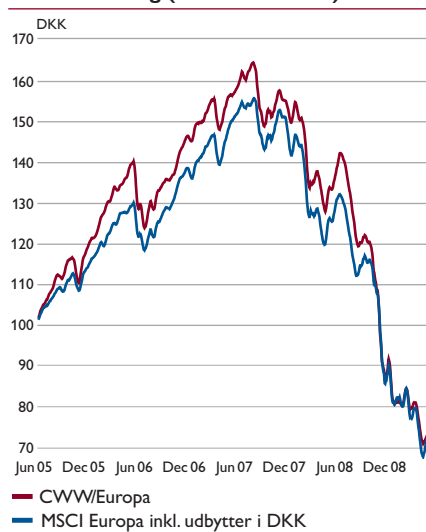
Nøgletal	31.03.09	31.12.08
Formue (i 1.000 kr.)	236.505	297.833
Cirkulerende andele stk.	3.615.301	4.088.934
Udbytte	0,00	0,00
Indre værdi	65,42	72,84
Officiel kurs	66,10	71,76

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

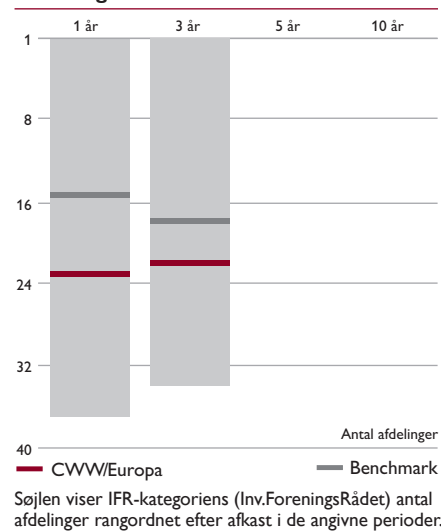
Afkast/Merakfast i %	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Europa	-43,2	-45,5	-	-	-7,7
Benchmark*	-40,3	-42,8	-	-	-7,9
Europa merakfast ift. benchmark*	-2,9	-2,7	-	-	0,2

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	17,6	-	-	17,1
Std.afv. % p.a. benchmark*	17,3	-	-	16,5
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	-1,4	-	-	-0,7

### Afkastudvikling (start indeks 100)



### Placering i IFR's afkaststatistik



### Aktieporteføljen pr. 31.03.2009

	Norden	UK og Irland	Centraleuropa	Sydeuropa	Østeuropa	Total	Benchmark*
<b>Energi</b>	Fred. Olsen Energy 5,3				Gazprom 3,4	8,7	12,8
<b>Råvarer</b>		Peter Hambro Mining 2,9	Holcim 2,9 Syngenta 4,9			10,7	7,4
<b>Industri og service</b>			Linde 4,1 Siemens 4,5	Grupo Ferrovial 3,3 Prysmian 1,9		13,8	9,4
<b>Forbrugsgoder - cykliske</b>						0,0	7,8
<b>Forbrugsgoder - defensive</b>	Swedish Match 4,8	BAT 7,4 Diageo 4,3	Nestlé 6,6			23,1	12,7
<b>Medicinal</b>	Novo Nordisk B 4,9		Novartis 2,7 Roche 5,9 Synthes 6,2			19,7	11,9
<b>Finans</b>	Sampo 4,9		Allianz 4,1			9,0	19,3
<b>Informationsteknologi</b>			SAP 3,1			3,1	3,2
<b>Telekommunikation</b>		Vodafone 4,6				4,6	8,3
<b>Koncessioneret service</b>			Electricite de France 1,8 E.ON 5,5			7,3	7,2
<b>Andet</b>						0,0	0,0
<b>Total</b>	19,9	19,2	52,3	5,2	3,4	100,0	-
<b>Benchmark*</b>	7,8	32,3	46,8	13,1	-	-	100,0

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

# Danske Aktier

## Resumé

Afdeling Danske Aktier outperformede aktiemarkedet med 3,4%-point i 1. kvartal 2009 og fortsatte dermed de

gode relative takter fra 2008. Vi forventer fortsat volatile aktiemarkeder i den kommende periode, men vi vil benytte

tilbagefald til at købe yderligere op i gode og billige aktier.

### Kursudvikling GN Store Nord



### Kursudvikling Carlsberg



### Kursudvikling Nordea



## Afkastet i 1. kvartal 2009

Den negative udvikling på børsen fortsatte i 1. kvartal, og det danske aktiemarked faldt med 10,1%. Stor nervøsitet omkring den økonomiske udvikling hos investorerne gav negative udsving på aktiemarkedet. Omsætningen i markedet var begrænset, og det gav i nogen grad hedge-fondene frit spil til at "shorte" (sælge) markedet, hvilket var medvirkende til den negative udvikling.

Afdeling Danske Aktier gav i 1. kvartal et afkast på -6,7%, hvilket var 3,4%-point bedre end det generelle danske aktiemarked, som tabte 10,1%. Et godt resultat markedsudviklingen taget i betragtning. Porteføljen har igen nydt godt af at være defensivt orienteret.

Aktiemarkedet var i høj grad præget af de mange regnskabsaflæggelser for 2008, som traditionelt finder sted i februar og marts måned. Det var dog primært forventningerne til 2009, der havde investorernes bevågenhed, og som gav investorerne yderligere bekymringer. Mange selskaber udtrykte nemlig usædvanlig stor usikkerhed omkring indtjeningen i 2009 som følge af en meget lav gennemsigtighed grundet den usikre økonomiske situation. Usikkerhed er som bekendt det værste investorerne ved, for det gør det særdeles vanskeligt at prisfastsætte aktier, og aktiemarkedet bliver således mere drevet af kortsigtet psykologi end af fundamentale forhold. Den kortsigtede risiko ved at investere i aktier stiger voldsomt i sådanne perioder, fordi de kortsigtede og/eller marginale begivenheder påvirker kursene dramatisk.

## Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Stock-picking er den vigtigste faktor i vores aktieudvælgelse, mens branche- og tematiske betragtninger bliver brugt som supplement i investeringsbeslutningen. I et lille investeringsunivers som det danske aktiemarked vil det altid være en vurdering af det enkelte selskabs konkrete fremtidsperspektiver og aktiens relative vurdering, der ligger til grund for, om aktien indgår i vores portefølje.

Porteføljen er bygget op om en række solide og velindtjenende selskaber med en gennemprøvet forretningsmodel, der skal skabe en solid performance i såvel gode som mindre gode tider. Vi har fokus på selskaber, der søger at skabe langsigtet værditilvækst gennem investeringer i deres kerneforretning – det være sig via forskning og udvikling, tilkøb og/eller udflytning af produktionsbasen. En mindre del 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.



## Forventninger til Danske Aktier

Vi forventer fortsat meget volatile aktiemarkeder i den kommende periode, dog med udsving i begge retninger, indtil vil får tilstrækkelig med bevis for, at den økonomiske udvikling er stabiliseret.

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 og få fuld effekt i løbet af 2010. De markante pengepolitiske lempelser, som også har fundet sted, bør også begynde at stimulere økonomien, og endelig forventer vi, at industriens lagertilpasning vil ebbe ud i løbet af 1. halvår 2009. Det betyder forhåbentlig, at vi har den værste del af den økonomiske tilpasning bag os, og at verdensøkonomien kan stabiliseres henover sommeren og begynde en langsom forbedring i løbet af 2. halvår 2009.

Aktiemarkedet kan performe godt i ovenstående senarie, idet prisfastsættelsen er særdeles gunstig. Den implicite risikopræmie (det årlige forventede merafkast) har nemlig aldrig været højere end de ca. 8,5%, som den er på p.t. Det vil sige, at aktiemarkedet kan forventes at give et årligt merafkast på 8,5%-point i forhold til den 10-årige obligationsrente i mange år fremover. Normalt er aktiemarkedet fair prisfastsat med en implicit risikopræmie på 4%-point. Vi forventer dog 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.

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. Den øjeblikkelige investeringsstrategi er således meget påvirkelig af, hvilken tidshorisont man har som investor.

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 p.t. benytter de faldende kurser til at købe op i selskaber, der har en langsigtet interessant forretningsmodel, forudsat at vi kan købe aktierne billigt. Det kan selvfølgelig ikke udelukkes, at kurserne kortsigtet kan falde yderligere fra dette niveau, men det er værd at huske på, at kursfaldene 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 sikker på, at selskaberne evner at kunne modstå den nuværende krise i en længere periode.

## Omlægninger i kvartalet

Vi har brugt 1. kvartal til at sænke kontantandelen i porteføljen kraftigt, idet vi vurderer, at mange selskaber er attraktivt prisfastsat på det nuværende niveau. Vi har købt tre nye selskaber til porteføljen. To cykliske selskaber, **D/S Torm** og **D/S Norden**, som begge har haft det meget svært såvel økonomisk som aktiekursmæssigt det seneste år. Fælles for begge selskaber er dog, at de har gode balancer og ventes at kunne overleve den økonomiske turbulens og vil få stor gavn af et eventuelt økonomisk opsving i 2010. Den sidste nye aktie i porteføljen er **Danisco**, der efter store kursfald, er blevet tilstrækkelig billig til at være en interessant investering.

Vi har øget beholdningen af finansielle aktier ved opkøb i **Danske Bank**, **Jyske Bank** og **Sydbank**. Vi har tillige øget andelen af cykliske aktier ved opkøb i **A.P. Møller-Mærsk**, **DSV** og **NKT**, og endelig har vi øget andelen af defensive aktier ved opkøb i **Coloplast**, **Carlsberg** og **GN Store Nord**.

Vi har sænket vores beholdning af **Novozymes**, til trods for at det er et verdensklaseselskab, fordi vi frygter, at væksten inden for enzymer til bioethanol-industrien står foran en vækstpause, og det kan aktiens meget høje prisfastsættelse næppe holde til.

## Investeringsfilosofi

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

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

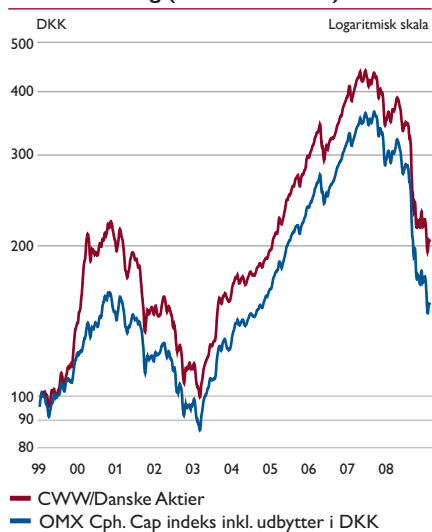
Nøgletal	31.03.09	31.12.08
Formue (i 1.000 kr.)	232.288	238.598
Cirkulerende andele stk.	2.451.433	2.348.767
Udbytte	0,00	0,00
Indre værdi	94,76	101,58
Officiel kurs	95,22	101,96

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

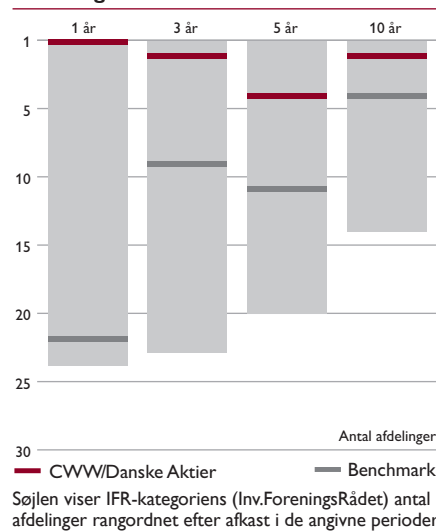
Afkast/Merakfast i %	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Danske Aktier	-44,0	-38,1	20,4	103,6	7,1
Benchmark*	-49,8	-41,8	9,0	59,4	4,1
Danske Aktier merakfast ift. benchmark*	5,8	3,7	11,4	44,2	3,0

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	21,5	19,2	21,2	20,9
Std.afv. % p.a. benchmark*	22,3	19,4	18,8	18,6
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	-0,9	0,0	0,2	0,2

### Afkastudvikling (start indeks 100)



### Placering i IFR's afkaststatistik



### Aktieporteføljen pr. 31.03.2009

	Cyklisk vækst	Stabil vækst	Strukturel vækst	Finansiell vækst	Total	Benchmark*
<b>Energi</b>					0,0	0,7
<b>Råvarer</b>			Novozymes 3,3		3,3	4,9
<b>Industri og service</b>	A.P. Møller-Mærsk 9,6 D/S Norden 1,0 D/S Torm 1,0 FLSmidth 4,1 NKT 1,0 DSV 4,7	G4S 4,8	Vestas Wind Systems 9,5		35,7	29,3
<b>Forbrugsgoder - cykliske</b>	Bang & Olufsen 0,4 Søndagsavisen 1,4				1,8	1,8
<b>Forbrugsgoder - defensive</b>	IC Companys 0,6	Carlsberg 4,9 Danisco 1,9			7,4	8,1
<b>Medicinal</b>			Bavarian Nordic 0,4 Coloplast 4,8 William Demant 5,3 GN Store Nord 3,2 NeuroSearch 0,3 Novo Nordisk 10,0		24,0	23,2
<b>Finans</b>	TK Development 1,3			Danske Bank 5,8 Nordea 3,3 Topdanmark 4,7 Jyske Bank 2,3 TrygVesta 4,5 Sydbank 2,2	24,1	23,5
<b>Informationsteknologi</b>			SimCorp 3,7		3,7	1,0
<b>Telekommunikation</b>					0,0	7,3
<b>Koncessioneret service</b>					0,0	0,2
<b>Andet</b>					0,0	0,0
<b>Total</b>	25,1	11,6	40,5	22,8	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. kvartal 2009 budt på en noget bedre udvikling. Det er antagelsen, at verdensøkonomi-

en ikke længere er i frit fald. Østeuropa har meget store udfordringer, men hjælpen er på vej i form af stor assistance fra IMF/EU/Verdensbanken, og for den

langsigtede investor er markederne attraktivt prisfastsat.

## Endelig et kvartal med (lidt) positivt afkast!

I 1. kvartal oplevede vi de samme vilde udsving på aktiemarkedet, som vi oplevede i 2008, men kvartalet sluttede med en positiv tone. Afdeling Østeuropa steg 1,7%, hvilket kan sammenlignes med afdelingens benchmark, der faldt 6,5%. Regionen var noget mindre påvirket af de negative udsigter for verdensøkonomien end de globale aktiemarkeder, der typisk faldt i omegnen af 10%. Baggrunden herfor skal nok ses i lyset af de enorme fald, som specielt det russiske aktiemarked var udsat for i 2008. Således var de fem bedste aktier i 1. kvartal alle russiske råvareproducerende selskaber, som f.eks. Uralkali og Lukoil. De dårligste aktier var hovedsageligt eksponeret til de centraleuropæiske økonomier, der kom under betydeligt pres.

## Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

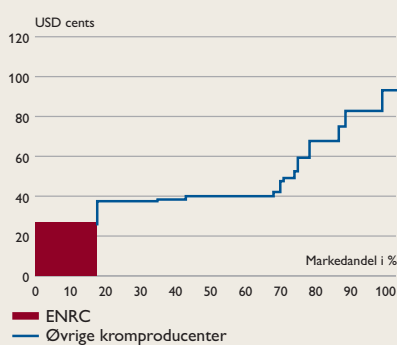
Afdelingens investeringer vil i de kommende kvartaler være mindre fokuseret på den langsigtede konvergens mellem de østeuropæiske og vesteuropæiske aktiemarkeder og eksponeringen til privatforbrug i regionen. Dels har de voldsomme fald gennem 2008 givet meget interessante investeringsmuligheder, der muligvis ikke vil være relateret til den langsigtede tematiske strategi, og dels vil recessionen ramme privatforbruget hårdt de kommende år. Investeringerne vil derfor 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.

## Omlægninger i kvartalet

I 1. kvartal købte vi tre nye selskaber (Eurasian Natural Resources Corporation, Kazakhmys og Aricom). **Eurasian Natural Resources Corporation (ENRC)** er et kazakstansk mineselskab og verdens største producent af ferrocrome, et vigtigt materiale til produktion af rustfrit stål. Den altovervejende del af produktionen eksporteres. Selskabets produktionsomkostninger er blandt verdens mest konkurrencedygtige på grund af adgang til meget billig energi. Se grafen til venstre. Selskabet har omkring 2 mia. USD i kontanter, midler der vil blive anvendt til vækstinvesteringer på et tidspunkt, hvor mange andre selskaber har store likviditetsproblemer.

**Kazakhmys** er Kazakstans største og verdens 10. største kobberproducent og producerer desuden guld og zink som biprodukter. Selskabet har lave produktionsomkostninger som følge af adgang til billig energi, og selskabet er lønsomt selv ved lave kobberpriser. Kazakhmys ejer 25% af ENRC, hvilket udgør mere

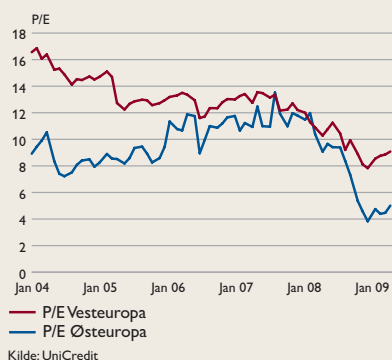
Produktionsomkostninger for krom (USD cent)



Kilde: Bank of America/Merrill Lynch



## P/E for Øst- og Vesteuropa



## Forventninger til Østeuropa

Med udsigt til at verdensøkonomien vil befinde sig i en dyb recession gennem det meste af 2009 er forventningerne til markederne i Østeuropa begrænsede. Markederne er dog markant oversolgt, hvilket giver mulighed for pæne stigninger på kort sigt, specielt set i lyset af omfanget af den finansielle støtte, som alverdens regeringer har besluttet at give til økonomierne.

Langsigtet vurderer vi, at markederne er meget attraktivt prisfastsat, og der vil være gode købsmuligheder for den langsigtede investor.

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

end 70% af selskabets markedsværdi. Justeres markedsprisen af Kazakhmys for investeringen i ENRC, handles selskabet til en P/E under 2.

**Aricom** er et engelsk indregistreret selskab med mineaktiviteter i Rusland. Selskabet har én producerende mine og to miner, der i fremtiden efter betydelige investeringer vil kunne producere jernmalm, primært til det kinesiske marked grundet placeringen af disse ressourcer tæt på den kinesiske grænse. Peter Hambro har i begyndelsen af 2009 lagt et overtagelsesbud på Aricom, primært for at få adgang til Aricoms kontantbeholdning på USD 250 mio, og det er sandsynligt, at Peter Hambro i løbet af nogle måneder succesfuldt vil overtage Aricom.

## Var det bunden?

Efter et halvt år hvor verdensøkonomien synes at have 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. Dette er sandsynligvis resultatet af, at lagernedbringelsen er forløbet så langt, at virksomhederne igen er begyndt at producere til lager. En effekt af dette er, at råvarepriserne er stabiliseret. F.eks. er råolie steget fra under 37 USD til i skrivende stund over 52 USD/tønde, og kobber er steget fra 2.800 USD/t til nu 4.120 USD. Dette er gode tegn for verdensøkonomien, og det tyder på, at de forskellige stimuleringspakker fra alverdens regeringer begynder at have deres virkning. Hertil kan føjes, at den netop indgåede aftale mellem G20 landene om en enorm kapitaltilførsel til den Internationale Valutafond, IMF, er utrolig positiv. Det signalerer, at landene kan samarbejde, hvilket langt hen af vejen giver grund til at tro på, at vi ikke er på vej mod en mere protektionistisk verden.

Desuden betyder rekapitaliseringen af IMF, at fonden vil have ”ammunition” til at angribe de enorme finansieringsbehov, som specielt europæiske nationer i både øst og vest vil have de kommende år. Den offentlige debat har de forløbne måneder været meget fokuseret på udfordringerne for de østeuropæiske nationer. Og sandt er det, at disse lande står over for store udfordringer som følge af store refinansieringsbehov af ekstern gæld, samtidig med at væksten i økonomierne er negativ og finansieringsomkostningerne meget høje. Men det er ikke kun disse af de østeuropæiske økonomier, som har uoverskuelige udfordringer. Væksten i de fleste vesteuropæiske økonomier vil blive tilsvarende negativ i 2009, og hertil kommer det yderligere problem, at det primært er de vestlige banker, der har finansieret gældsætningen af Østeuropa. Mange vestlige banker står nu over for enorme (statslige) rekapitaliseringer for at overleve. Dette vil komme oven i de nationale gældsbyrder, og det er ikke utænkeligt, at lande som Italien, Grækenland, Irland og måske også Spanien vil få behov for assistance fra IMF, ligesom det skete for England i 1976.

På lidt længere sigt er der grund til at tro, at de østeuropæiske økonomier igen vil komme tilbage til konvergenstrenden og vokse markant hurtigere end Vesteuropa. Dels er lønniveauet lavere og produktivitetstigningerne højere. Desuden slås økonomierne trods alt ikke med samme niveau af gældsætning. Endelig er penetrationen af alverdens produktgrupper meget lavere i øst end i vest, hvorfor der her langsigtet vil være en højere forbrugsdrevet efterspørgsel. Disse forhold er på ingen måde indregnet i aktiemarkedet i dag, hvilket fremgår af grafen øverst til venstre, der viser, at de østeuropæiske aktiemarkeder nu igen handles med en markant discount i forhold til Vesteuropa.

## Investeringsfilosofi

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

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

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

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

**Østeuropa**

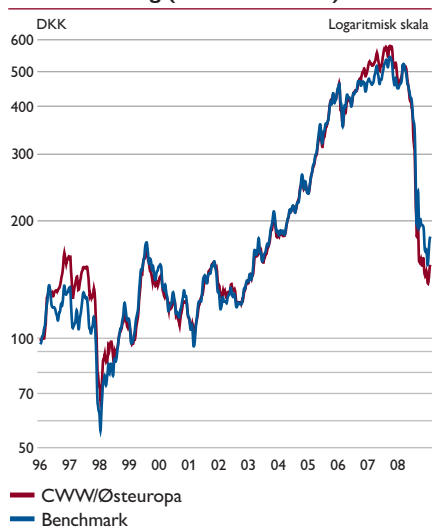
Nøgletal	31.03.09	31.12.08
Formue (i 1.000 kr.)	579.174	612.345
Cirkulerende andele stk.	4.850.204	5.216.849
Udbytte	0,00	0,00
Indre værdi	119,41	117,38
Officiel kurs	116,20	113,54

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

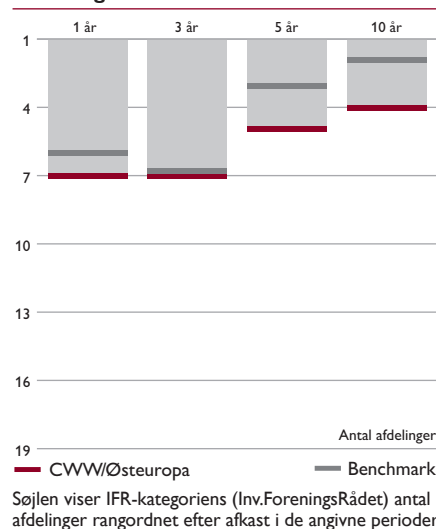
Afkast/Merakfast i %	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Østeuropa	-65,7	-63,3	-23,3	69,6	3,6
Benchmark*	-60,5	-57,5	-14,5	103,7	4,8
Østeuropa merakfast ift. benchmark*	-5,2	-5,8	-8,8	-34,1	-1,2

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	36,1	32,0	28,4	31,5
Std.afv. % p.a. benchmark*	32,3	29,7	29,7	33,2
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	-1,0	-0,3	0,1	0,0

### Afkastudvikling (start indeks 100)



### Placering i IFR's afkaststatistik



### Aktieporteføljen pr. 31.03.2009

	Ungarn	Tjekkiet	Polen	Rusland	Andre lande	Total	Benchmark*
<b>Energi</b>				Eurasia Drilling 1,3 Gazprom 9,1 Lukoil 4,5	Dragon Oil 7,7 Kazmunaigas Exp. 4,9	27,5	44,5
<b>Råvarer</b>				Norilsk Nickel 2,6 Raspadskaya 2,9 Aricom 2,2 Uralkali 3,1 Peter Hambro 5,9	Eurasian Natural 2,3 Kazakhmys 2,4	21,4	8,9
<b>Industri og service</b>			Budimex 2,7	Open Investments 1,6	XXI Century Invest. 0,1	4,4	1,2
<b>Forbrugsgoder - cykliske</b>	Danubius Hotel 3,0			CTC Media 3,1		6,1	1,4
<b>Forbrugsgoder - defensive</b>					Efes Breweries Int. 0,8 BIM Birlesik Magazalar 4,5	5,3	0,3
<b>Medicinal</b>					A&D Pharma 1,1	1,1	2,0
<b>Finans</b>				Bank St. Petersburg 0,1 Financ. Inst. Expl. Fund 1,9	GarantiBank 3,4 Baltic Property 4,8 Sinpas Gayrimenkul 1,4	11,6	16,5
<b>Informationsteknologi</b>						0,0	0,7
<b>Telekommunikation</b>				North-West Telecom 1,8 MTS 9,5 Sibirtelecom 1,2		12,5	14,7
<b>Koncessioneret service</b>		CEZ 4,9		EOS 1,8		6,7	9,8
<b>Andet</b>				Black Earth Farming 3,4		3,4	0,0
<b>Total</b>	3,0	4,9	2,7	56,0	33,4	100,0	-
<b>Benchmark*</b>	8,1	12,8	21,0	58,1	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

Der hænger fortsat tunge skyer over de globale aktiemarkeder, og trods en kraftig forøgelse af pengemængden og et stort antal hjælpepakker har finansmarkederne endnu ikke tiltro til en positiv effekt af disse mange tiltag. Der

er dog små lyspunkter. Blandt andet spores en vis stabilisering af det amerikanske boligmarked, og den amerikanske regerings seneste tiltag over for de amerikanske finansinstitutioner er ligeledes et skridt i den rigtige retning. De langsigtede forventninger til afde-

lingens strukturelle investeringstemaer er stadig intakte, men der er fortsat intet tegn på forår på aktiemarkederne, hvorfor den defensive strategi fortsættes. Afdeling Emerging Growth havde et negativt afkast på 8,8% i 1. kvartal.

## Et svagt lys i mørket

Den negative udvikling på aktiemarkederne er fortsat i 1. kvartal, og afdelingens indre værdi er faldet med 8,8% i kvartalet. Sammenligningsgrundlaget, Morgan Stanleys vækstindeks, er faldet med 3,6% i samme periode. De økonomiske nøgletal er fortsat dystre læsning, og trods massive pengepolitiske lempelser og et stort antal hjælpepakker er der fortsat en afventende holdning blandt aktieinvestorerne. Dog ses de første spæde tegn på en begyndende stabilisering af udviklingen på det amerikanske boligmarked, og den amerikanske regerings seneste tiltag om statslige/private fonde, som skal opkøbe bankernes dårlige lån er endnu et lille lyspunkt, der giver et vist håb om, at den finansielle krise er ved at bunde ud.

Kvartalets bedste investering var Apple, der steg 29%. Apple udviser trods den økonomiske krise stadig pæne vækstrater drevet af populære produkter som iPhone og MacBook. En af afdelingens investeringer, som klarede sig dårligst i kvartalet, var den schweiziske cementproducent Holcim, der faldt med 33%. Som dominerende cementproducent står Holcim godt positioneret til at drage nytte af de mange infrastrukturprojekter, der sættes i gang for at stimulere den økonomiske udvikling. Afdelingen fastholder derfor sin investering i Holcim. Derudover var Metlife og Raffles Education blandt dem, som trak afkastet ned.

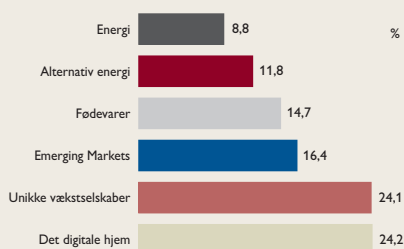
## Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Der er risiko for, at det meste af 2009 vil være præget af den økonomiske krise. Afdelingen har derfor valgt at koncentrere investeringerne inden for store velkapitaliserede dividendebetalende vækstselskaber med højt frit cash flow og lav gæld. I modsætning til tidligere, hvor afdelingens investeringer sjældent udbetalte dividender, er det nu 72% af afdelingens investeringer, der udbetaler dividender. I takt med, at skyerne letter over kapitalmarkederne, og økonomien bedres, vil afdelingen igen søge mod aktier med høj vækst. Afdelingen har fortsat 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 (16%), Det digitale hjem (24%), Alternativ energi (12%), Unikke vækstselskaber (24%), Energi (9%) og Fødevarer (15%).

## Omlægninger i kvartalet

Afdelingen har investeret i seks nye selskaber i kvartalet.

## Temaoversigt pr. 31.03.2009



## Forventninger til Emerging Growth

Den økonomiske og finansielle krise fortsætter på trods af hjælpepakker og pengepolitiske lempelser. Effekten af de mange tiltag ses endnu ikke, primært fordi bankerne stadig er tilbageholdende med udlån. Det er vores forventning, at vi i løbet af 2009 vil se en gradvis forbedring i bankernes evne og vilje til at låne ud.

Investeringerne er afgørende for mange af de mere innovative vækstsekskabers muligheder for at vokse og i sidste ende overleve. I øjeblikket befinder verden sig i et investeringsmæssigt dødvande, hvor investeringer i blandt andet alternativ energi og andre højteknologiske produkter er udskudt. Hvornår investeringerne vender tilbage er umuligt at sige, men det er vores forventning, at det vil ske i løbet af 2009. Indtil da må man som investor væbne sig med tålmodighed og søge at udnytte de muligheder aktiemarkedet giver til at investere i gode langsigtede vækstområder til attraktive priser. I takt med at finansieringsmulighederne for vækstsekskabernes kunder forbedrer sig, vil afdelingen igen søge mod mere innovative vækstsekskaber. Indtil da vil fokus fortsat være rettet mod de større og mere stabile vækstsekskaber.

**First Solar** (USA) er verdens største producent af solceller baseret på den såkaldte Thin Film teknologi. First Solar har industriens laveste produktionsomkostninger på 0,98 USD pr. watt i industrien, og målsætningen er at få produktionsomkostningerne pr. watt ned på 0,65 USD pr. watt i 2012. Selskabet har en samlet produktionskapacitet på 1GW pr. år (svarende til hvad et gennemsnitligt atomkraftværk kan producere af energi) og har stort set udsolgt frem til ultimo 2010. First Solar er særdeles godt positioneret til at drage fordel af de kommende års massive investeringer i alternativ energi.

**Synthes** (Schweiz) fremstiller kirurgiske instrumenter og knogleimplantater. Selskabet har en ledende markedsandel, og mere end 60% af salget stammer fra produkter relateret til behandling af forskellige former for knoglebrud. Synthes er således relativt uafhængig af den økonomiske udvikling, da salget afhænger af, hvor mange brækkede lemmer der skal behandles. Synthes er gældfrit med kontanter på bankbogen, så selskabet har god mulighed for at udnytte de muligheder, der måtte opstå til at opkøbe svagere konkurrenter.

**Activision Blizzard** (USA) er selskabet bag en lang række kendte spil som Guitar Hero, Call of Duty og World of Warcraft. Activision har ca. 12% markedsandel i et marked, der trods økonomisk krise voksede 11% i 2008. Activision er særdeles god til at købe spiludviklere med potentielle successpil. I 2006 købte Activision eksempelvis selskabet bag Guitar Hero, RedOctane, for 99 mio. USD. 26 måneder efter købet havde Guitar Hero rundet 1. mia. USD i omsætning. Selskabet har over 3 mia. USD i kontanter og ingen gæld og er således godt rustet til at udnytte mulighederne i en verden med mangel på kapital.

**Colgate** (USA) er verdens største producent af mundhygiejneprodukter og er ledende inden for produkter til personlig pleje (sæbe, deodorant), rengøringsmidler og skyllemidler. 50% af salget ligger i emerging markets, og mere end 75% af salget er uden for USA. Specielt produkter inden for mundhygiejne (40% af salget) har en høj grad af forbrugerloyalitet og er ikke i samme grad som andre dagligvarer udsat for, at forbrugerne køber billigere alternativer. Dette sikrer en relativt stabil indtjeningsudvikling uanset den økonomiske udvikling.

**Unibet** (Sverige) er en af de største online spillevirksomheder i Europa med knap 3 mio. registrerede brugere. Selskabet tilbyder en bred vifte af spil lige fra Poker og Lotteri til resultaterne for forskellige sportsgrene eller politiske begivenheder. Hjemmesiden er tilgængelig på mere end 20 forskellige sprog. Unibet er en relativt defensiv vækstaktie, idet den økonomiske afmatning ikke indtil videre har haft betydning for folks lyst til at spille.

**Wells Fargo** (USA) er efter fusionen med Wachovia USA's største bank målt på antallet af filialer og den anden største målt på indlån. Wells Fargo er aktiv inden for stort set alle aspekter af traditionel bankforretning. Problemerne for den amerikanske finanssektor er langt fra overstået, og yderligere tab på udlån kan bestemt ikke udelukkes, men de første tidlige tegn på en stabilisering af udviklingen i bankerne er dog begyndt at vise sig. Et godt tegn på den stigende tiltro til banken er, at flere medlemmer af bankens bestyrelse på det seneste er begyndt at købe aktier i banken. For den langsigtede investor kan de nuværende niveauer være en gylden mulighed for at investere i en af USA's bedst drevne banker.



## Investeringsfilosofi

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

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

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

Nøgletal	31.03.09	31.12.08
Formue (i 1.000 kr.)	45.022	49.832
Cirkulerende andele stk.	1.564.635	1.579.635
Udbytte	0,00	0,00
Indre værdi	28,78	31,55
Officiel kurs	29,00	30,68

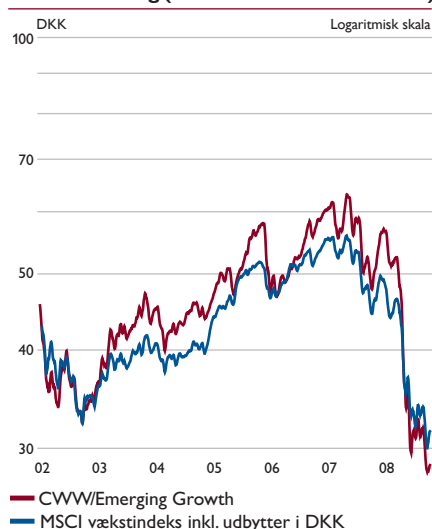
## Emerging Growth

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

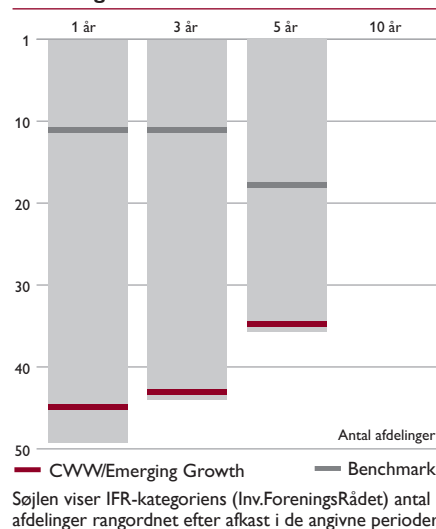
Afkast/Merafkast i %	1 år	3 år	5 år	7 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Emerging Growth	-41,2	-50,0	-37,0	-50,5	-12,2
Benchmark*	-29,2	-38,6	-21,3	-	-
Emerging Growth merafkast ift. benchmark*	-12,0	-11,4	-15,7	-	-

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	24,6	21,5	-	21,9
Std.afv. % p.a. benchmark*	15,8	13,8	-	14,9
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	-1,1	-0,6	-	-0,5

### Afkastudvikling (start vækstaktier indeks 45)



### Placering i IFR's afkaststatistik



### Aktieporteføljen pr. 31.03.2009

	USA og Canada	Storbritannien	Kontinental-europa	Japan	Øvrige Fjernøsten	Emerging Markets	Total
<b>Energi</b>	Quanta Services 4,3		ABB 4,5				8,8
<b>Alternativ energi</b>	First Solar 3,5		Novozymes 3,8 Vestas Wind Systems 4,5				11,8
<b>Fødevarer</b>	Potash 5,5 Deere & Co 3,2		Syngenta 6,0				14,7
<b>Unikke vækstelskaber</b>	Bristol-Meyers Squibb 3,7 McDonalds 3,5 Wells Fargo 1,8 Colgate-Palmolive 2,8		Novo Nordisk 3,4 Synthes 2,5 Unibet Group 3,3	Aeon Mall 3,1			24,1
<b>Det digitale hjem</b>	Apple Computer 6,8 Activision Blizzard 4,3 Microsoft 4,1			Nintendo 5,6	Taiwan Semiconductor 3,4		24,2
<b>Emerging Markets</b>			Holcim 2,7		Bharti Airtel 5,5 HDFC 4,2	Estácio Participacoes 4,0	16,4
<b>Andet</b>							0,0
<b>Total</b>	43,5	0,0	30,7	8,7	13,1	4,0	100,0
<b>Benchmark*</b>	54,9	10,6	19,5	10,3	4,7	0,0	-

\*Benchmark er MSCI vækstindeks inkl. geninvesterede nettoudbytter omregnet til DKK.

Tallet bagved navnet på aktien angiver i procent andelen af Carnegie WorldWide/Emerging Growth's aktiebeholdning.

# Danske Obligationer

## Resumé

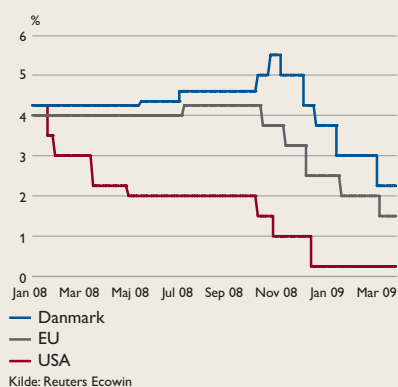
Med kvartalsafkast på 1,6% og 1,1% i henholdsvis afdeling Erhverv & Pension og afdeling Privat opnåede de to obligationsafdelinger et væsentligt bedre afkast end sammenligningsgrundlagets afkast på -0,3%.

Vi ser fortsat risiko for stigende obligationsrenter på længere sigt. Vi har derfor fastholdt en relativt lav rentefølsomhed i de to obligationsafdelinger.

Foreningen har nu valgt at indstille til foreningens ordinære generalforsam-

ling, at de to obligationsafdelinger fusioneres med tilsvarende afdelinger i Nykredit Invest. Læs mere om valget af Nykredit Invest som fusionspartner i tekstboksen på side 25.

## Centralbankrenter



## Udviklingen i 10-årige statsobligationsrenter i 2008



## Obligationsmarkedet i 1. kvartal

I et forsøg på at stimulere den fortsat faldende økonomiske vækst fortsatte centralbankerne i euroområdet, UK og i Skandinavien gradvist at sænke de korte styrenter i årets første kvartal. USA har allerede siden december 2008 i praksis ført nul-rentepolitik. Med de lave centralbankrenter vi nu også oplever i Europa, er mulighederne for at stimulere økonomierne ved hjælp af de korte centralbankrenter også her efterhånden ved at være udtømte. De rentepolitiske stimulanser bliver derfor nu i stigende grad suppleret med finanspolitiske lemper og støttepakker. Dette vil i sagens natur øge udbuddet af statsobligationer. Trods faldende kortere renter var der derfor i første kvartal opadgående pres på de lidt længere obligationsrenter i såvel Europa som i USA. Rentekurven blev med andre ord lidt stejlere.

## Forventninger til renteutviklingen

Selv om vi befinder os midt i en økonomisk krise, er der (som omtalt mere uddybende i kvartalsorienteringen for forrige kvartal) følgende risikofaktorer, der på lidt længere sigt kan presse obligationsrenterne op:

- Øget udbud af statsobligationer
- Mindre "flight to quality" (statsobligationer) når risikoappetitten igen vender tilbage til aktiemarkedet
- Løs pengepolitik kan på længere sigt give inflationsrisiko
- Aftagende prisdæmpning fra globaliseringen

Rentemarkederne er da også allerede blevet mere bevidste om disse langsigtede risikofaktorer. En stejl rentekurve (lave renter for obligationer med kort restløbetid og højere renter for obligationer med lang restløbetid) indebærer da også, at der allerede nu er inddiskonteret en stigning i obligationsrenterne på 0,3-0,6 %-point i løbet af det kommende år. Vi forventer dog fortsat, at renterne kan stige mere end dette og anbefaler derfor fortsat at holde igen med investering i lange obligationer.

## Aktuel investeringsstrategi i obligationsporteføljerne

I tråd med vores bekymringer for stigende renter på lidt længere sigt har vi siden starten af 2009 holdt en rentefølsomhed i obligationsporteføljerne, der er noget lavere end rentefølsomheden i sammenligningsgrundlaget (benchmark). Aktuelt er rentefølsomheden i porteføljerne ca. 4-5%. (Dette svarer til at porteføljerne vil

## Danske Obligationer Privat

Nøgletal	31.03.09	31.12.08
Formue (i 1.000 kr.)	62.487	71.271
Cirkulerende andele stk.	634.866	731.866
Udbytte	0,00	0,00
Indre værdi	98,43	97,38
Officiel kurs	96,10	93,75

## Læs mere om

### Danske Obligationer Privat på:

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

## Afkastudvikling (start indeks 100)



tabe ca. 4-5%, hvis hele rentekurven på kort tid stiger med 1%-point).

Merrenten på realkreditobligationer i forhold til statsobligationer er faldet noget siden slutningen af 2008. Der er derfor nu på kort sigt kun begrænset plads til yderligere mindskelse af merrenten på realkreditobligationer. Vi har dog valgt fortsat at holde en meget lav andel af statsobligationer for at få glæde af det lidt højere løbende afkast, der opnås på realkreditobligationer.

## Renteforskel



Kilde: Bloomberg

## Afkastet i obligationsafdelingerne

Afkastet for afdeling Danske Obligationer Privat og Danske Obligationer Erhverv & Pension var i første kvartal på henholdsvis 1,1% og 1,6%. Dermed klarede begge afdelinger sig bedre end sammenligningsgrundlaget, J. P. Morgan Danske Obligationer, som i samme periode gav et negativt afkast på -0,3%.

Kvartalets gode relative afkast skyldes primært følgende forhold:

- Med enkelte undtagelser har realkreditobligationer generelt klaret sig bedre end statsobligationer i årets første kvartal. Dette har gavnede de to obligationsafdelinger, da vi på grund af den attraktive merrente på realkreditobligationer har valgt kun at investere en meget lille andel af midlerne i statsobligationer.
- Svagt stigende lange renter kombineret med en lav rentefølsomhed i porteføljerne har også bidraget til det gode relative afkast i første kvartal.

## Danske Obligationer Privat

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

## Obligationsporteføljen for Danske Obligationer Privat pr. 31.03.2009

	Obligation	Procent	Total
<b>Statsobligationer</b>	Ingen	0,0	0,0
<b>Realkreditobligationer - konverterbare</b>	3,00% BRF Kredit 2027	6,6	43,2
	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	12,1	
	4,00% Realkredit Danmark 2038	10,4	
<b>Realkreditobligationer - inkonverterbare</b>	2,00% Danmarks Skibskreditfond 2015	6,0	31,7
	2,00% Realkredit Danmark 2011	3,2	
	2,00% BRF Kredit 2011	12,7	
	4,00% Nykredit 2014	9,8	
<b>Erhverv</b>	2,00% Kalvebod 2016	3,6	15,9
	2,00% Storebæltsforbindelsen 2023	12,3	
<b>Indeksobligationer</b>	2,50% Realkredit Danmark 2026	4,1	4,1
<b>Likviditet</b>		5,1	5,1
<b>Total</b>		100,0	100,0

## Danske Obligationer Erhverv & Pension

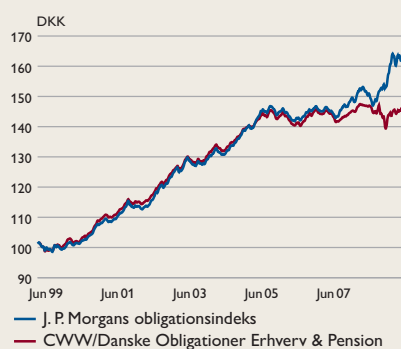
Nøgletal	31.03.09	31.12.08
Formue (i 1.000 kr.)	92.023	91.890
Cirkulerende andele stk.	971.126	985.126
Udbytte	0,00	0,00
Indre værdi	94,76	93,28
Officiel kurs	94,70	89,75

### Læs mere om

#### Danske Obligationer E&P på:

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

### Afkastudvikling (start indeks 100)



## Beslutning om at fusionere foreningens to obligationsafdelinger med Investeringsforeningen Nykredit Invest

Vi har som led i en løbende evaluering af foreningens produktudbud besluttet at fokusere dette og fusionere foreningens to obligationsafdelinger med Investeringsforeningen Nykredit Invest. Dette bl.a. for at bevare vores fokus på få afdelinger med en forvaltning af høj kvalitet.

Vi må konstatere, at det har været vanskeligt at skabe merafkast på det danske obligationsmarked, og afkastet på foreningens to obligationsafdelinger har de seneste par år været under forventningerne. Vi har i forbindelse med valg af fusionspartner foretaget en evaluering af mulig fusionspartnere med udgangspunkt i historiske resultater, organisatoriske kompetencer samt omkostninger. På baggrund af denne evaluering foreslog foreningens bestyrelse på den ordinære generalforsamling at:

- Afdeling Danske Obligationer Privat fusioneres med Nykredit Invest afdeling Lange obligationer som fortsættende afdeling
- Afdeling Danske Obligationer Erhverv & Pension fusioneres med Nykredit Invest afdeling Lange obligationer (Pension) som fortsættende afdeling.

Forslaget blev vedtaget af medlemmerne, og hvis forslaget endeligt godkendes på en ekstraordinær generalforsamling og efterfølgende godkendes af Finanstilsynet, er sammenlægningen planlagt til at finde sted den 12. august 2009.

## Danske Obligationer Erhverv & Pension

<b>Navn</b>	CWW/Danske Obligationer Erhverv & Pension
<b>Fondskode</b>	DK0016017924
<b>Målgrupper</b>	Privates pensionsopsparing A/S og ApS Fonde og Foreninger Kommuner
<b>Investeringsunivers</b>	Danske obligationer
<b>Målsætning</b>	Bedst muligt og stabilt bruttoafkast
<b>Rentefølsomhed</b>	Mellemlang
<b>Investeringsfilosofi</b>	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.

## Obligationssporteføljen for Danske Obligationer Erhverv & Pension pr. 31.03.2009

	Obligation	Procent	Total
<b>Statsobligationer</b>	4,00% Danske Stat 2010	0,1	8,6
	4,00% Danske Stat 2015	0,1	
	4,50% Danske Stat 2039	8,3	
	5,00% Danske Stat 2013	0,1	
<b>Realkreditobligationer - konverterbare</b>	3,00% Realkredit Danmark 2018	4,2	43,0
	4,00% Nordea Kredit 2038	5,9	
	5,00% Totalkredit 2016	5,4	
	5,00% BRF Kredit 2038	19,9	
	5,402% Totalkredit 2015	7,6	
<b>Realkreditobligationer - inkonverterbare</b>	4,00% Nordea Kredit 2013	6,7	29,5
	4,00% Realkredit Danmark 2011	3,1	
	4,00% Realkredit Danmark 2013	6,8	
	4,00% BRF Kredit 2013	2,9	
	4,00% Nykredit 2013	10,0	
<b>Erhverv</b>	4,875% Carlsberg 2009	10,2	14,0
	2,00% Kalvebod 2016	3,8	
<b>Indeksobligationer</b>	2,50% Realkredit Danmark 2026	4,0	4,0
<b>Likviditet</b>		0,9	0,9
<b>Total</b>		100,0	100,0





# Investeringsforeningen Carnegie WorldWide

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

Fokus er nøgleordet, fordi det skaber 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 14. april 2009. Kvartalsorienteringen for 1. kvartal er offentliggjort på [www.cww.dk](http://www.cww.dk) den 17. april 2009 og udsendt til alle medlemmer den 30. april 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](http://www.cww.dk) under menupunktet Information & materiale – Prospekter & vedtægter.

Tiden er inde  
til fokus 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](http://www.cww.dk)