



Investeringsforeningen Carnegie WorldWide – halvårsrapport 2011

Negative afkast for alle afdelinger

Udviklingen på aktiemarkederne var negativ i 1. halvår med faldende kurser. De globale aktiemarkeder faldt 3%, mens de danske aktier faldt 6,6%. Dette var under vores forventninger ved indgangen til året. Virksomhedernes indtjening udviklede sig som forventet positivt, men gældskrisen i Europa, natur- og atomtragedien i Japan og usikkerhed om den globale økonomiske vækst, særligt i USA trak aktiekurserne ned.

Alle foreningens seks aktieafdelinger fik negative afkast i første halvår 2011. Afdeling Globale Aktier og afdeling Danske Aktier tabte hhv. 5,4% og 5,5%, mens afdeling Asien og afdeling Østeuropa tabte mest, hhv. 6,3% og 8,4%. Bedste afdeling blev afdeling Europa med et negativt resultat på 2,4%, Foreningens nye afdeling, afdeling Globale Aktier SRI – AK, som havde første noteringsdag den 8. marts 2011 faldt 4,5%.

I forhold til markedsudviklingen gjorde afdeling Danske Aktier det bedre end markedet, mens afdeling Globale Aktier, afdeling Globale Aktier SRI – AK, afdeling Europa, afdeling Østeuropa gav afkast under markedet. Afdeling Asien skabte afkast på linje med markedet.

Forventninger til fremtiden

Efterdønningerne af den finansielle krise fortsætter og følger den kendte historiske rytme fra krise i banksystemet til krise og mistillid til statsfinanserne i de hårdest ramte lande. Efter to års kraftig stigning har aktiemarkedet i første halvår taget en pause med mindre kursfald. Ligeledes peger den globale økonomiske aktivitet nu i retning af en vækstpause.

De globale virksomheder er generelt i god form med lav gæld og høj indtjening. Det er det, vi fokuserer mest på. Det er virksomhedssektoren, som via øgede investeringer og nyansættelser, kan drive væksten. Det kræver tro på fremtiden at foretage disse tiltag. Omvendt betyder de store statsunderskud i USA og Europa, at de nuværende meget lempelige finanspolitikker må strammes. Det illustreres blandt andet ved S&P's nedjustering af den amerikanske statsgæld fra AAA til AA+. Økonomierne i den vestlige verden vil derfor blive presset af højere skatter og mere regulering. Dette udgør en væsentlig negativ faktor for væksten de kommende år.

Her i starten af andet halvår er aktiemarkederne faldet omkring 10%, idet investorerne begynder at indregne en ny tilbagegang i verdensøkonomien. Vi forventer dog ikke en længerevarende økonomisk nedgang i den globale økonomi, idet vi bl.a. fortsat har positive forventninger til væksten i emerging markets og særligt Kina og Indien. Hvis inflationen kommer under kontrol i Kina og Indien, kan det være med til at forløse noget positiv energi på de globale aktiemarkeder. Vi ser en svingende kursudvikling for aktiemarkederne i andet halvår. Vi tror dog, at det aktuelle niveau på aktiemarkederne indregner et for negativt syn på den økonomiske udvikling og selskabsindtjeningen, hvorfor vi fra det aktuelle niveau tror på en positiv markedsudvikling for resten af 2011.



Ledelsespåtegning

Bestyrelse og direktion har dags dato aflagt halvårsrapporten for Investeringsforeningen Carnegie WorldWide for regnskabsperioden 1. januar - 30. juni 2011. Halvårsrapporten er ikke revideret.

Halvårsrapporten er udarbejdet i overensstemmelse med Lov om investeringsforeninger m.v. Vi anser den valgte regnskabspraksis for hensigtsmæssig, således at halvårsregnskabet giver et retvisende billede af afdelingernes aktiver, passiver og finansielle stilling pr. 30. juni 2011, samt af resultaterne af afdelingernes aktiviteter for regnskabsåret 1. januar - 30. juni 2011.

Ledelsesberetningen indeholder efter vores opfattelse en retvisende redegørelse for udviklingen i afdelingernes aktiviteter og økonomiske forhold samt en beskrivelse af de væsentligste risici og usikkerhedsfaktorer, som afdelingerne kan påvirkes af.

København den 22. august 2011.

Investeringsforvaltningsselskab:

Carnegie Asset Administration A/S

Tim Kristiansen
Direktør

Bestyrelsen for Investeringsforeningen Carnegie WorldWide:

Karsten Kielland
Formand

Jutta af Rosenborg

Jens Høiberg

Jens Christian Lorenzen

Jens Ole Jensen



Carnegie WorldWide/Globale Aktier

Beretning

Carnegie WorldWide/Globale Aktiers indre værdi pr. andel faldt i 1. halvår 2011 fra 488,28 kr. til 457,40 kr. Hertil kommer et udbytte på 4,50 kr. pr. andel, som blev vedtaget på den ordinære generalforsamling den 13. april 2011. Det svarer til et negativt afkast på 5,4%. Sammenlignes afkastet med Morgan Stanley Capital Internationals All Countries aktieverdendindeks, der faldt med 3,0% målt i danske kroner, var afkastet under indeks. Vi havde, jævnfør foreningens årsrapport, forventninger om moderate afkast og fortsat store udsving i markedet, samt en tilbagevenden til kvalitetsaktier, typisk store selskaber med en stærk balance og en stabilt voksende forretning. Vi har oplevet stor volatilitet i halvåret, og mod slutningen af halvåret begyndte vores kvalitetsaktier at klare sig bedre. Gældskrisen i Europa, natur- og atomtragedien i Japan og usikkerhed om den globale økonomiske vækst, særligt i USA trak dog aktiekurserne ned.

Vores investeringsstrategi er fortsat lagt an på forventninger om lav global økonomisk vækst i den vestlige verden, hvor de høje gælds niveauer i særligt Europa og USA er en hæmsko for vækst. I de såkaldte emerging markets er der bedre grundlæggende forudsætninger for vækst med et lavere samlet gælds niveau og med en fokus på at skabe fremgang til befolkninger, som brændende ønsker sig en højere levestandard. Vi tror, at kvalitetsselskaber vil klare sig godt i et miljø med lavere økonomisk vækst. Det er centralt, at der findes politisk holdbare løsninger på gældskriserne i den vestlige verden. Vi ser konstruktivt på muligheden for en tilstrækkelig afklaring i 2. halvår.

Afdelingen har en overvægt af kvalitetsselskaber, og mange af afdelingens investeringer har eksponering til emerging markets. I sidste ende handler det om at finde enkeltaktier, der drager nytte af en langsigtet trend med en fundamental fornuftig prisfastsættelse.

Afdelingens profil

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

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

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

Risiko

Investor skal være opmærksom på, at de historisk opnåede afkast i afdelingen ikke er nogen garanti for fremtidige afkast. Samtidig bør investor være opmærksom på, at der kan opstå tab i værdien af andelen i afdelingen. Afdelingen er forbundet med et risikoniveau, som over længere perioder vil



ligge på niveau med det generelle aktiemarkeds risiko. Såfremt det vurderes at være hensigtsmæssigt, kan afdelingen i kortere og længere perioder have et risikoniveau, som ligger lavere eller højere end det generelle aktiemarkeds risiko.

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

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

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

Aktieporteføljen pr. 30. juni 2011

Sektorfordeling

Energi	11,7%
Råvarer	5,2%
Industri og service	10,1%
Forbrugsgoder – cykliske	6,2%
Forbrugsgoder – defensive	23,0%
Medicinal	2,5%
Finans	18,6%
Informationsteknologi	15,9%
Telekommunikation	4,6%
Andet	2,2%

Landefordeling

USA og Canada	28,0%
Storbritannien	22,8%
Kontinentaleuropa	27,5%
Japan	3,2%
Øvrige Fjernøsten	18,5%

Fem største beholdninger

British American Tobacco	9,1%
Nestlé	7,7%
HDFC	7,4%
Vodafone	4,6%
Daimler	4,5%

Nærmere specifikation af afdelingens investeringer kan rekvireres på foreningens kontor, og den samlede portefølje kan ses på foreningens hjemmeside www.cww.dk.

Alle investeringer er børsnoterede finansielle instrumenter, hvilket også var tilfældet 30. juni 2010.



Carnegie WorldWide/Globale Aktier SRI - AK

Beretning

Carnegie WorldWide/Globale Aktier SRI – AK's indre værdi pr. andel faldt i 1. halvår 2011 fra lanceringen i marts 100,00 kr. til 95,45 kr. Det svarer til et negativt afkast på 4,5%. Sammenlignes afkastet med Morgan Stanley Capital Internationals All Countries aktieverdensindeks, der i samme periode faldt 3,5% målt i danske kroner, var afkastet under indeks. Da afdelingen er nystartet, har vi ikke tidligere udtrykt forventninger til afkastet. Perioden udviste stor volatilitet, Virksomhedernes indtjening udviklede sig positivt, men gældskrisen i Europa, natur- og atomtragedien i Japan og usikkerhed om den globale økonomiske vækst, særligt i USA trak aktiekurserne ned

Vores investeringsstrategi er fortsat lagt an på forventninger om lav global økonomisk vækst i den vestlige verden, hvor de høje gælds niveauer i særligt Europa og USA er en hæmsko for vækst. I de såkaldte emerging markets er der bedre grundlæggende forudsætninger for vækst med et lavere samlet gælds niveau og med en fokus på at skabe fremgang til befolkninger, som brændende ønsker sig en højere levestandard. Vi tror, at store selskaber med en stærk finansiell stilling vil klare sig godt i et miljø med lavere økonomisk vækst.

Afdelingen har derfor en overvægt af kvalitetsselskaber, og mange af afdelingens investeringer har eksponering til emerging markets. I sidste ende handler det om at finde enkeltaktier, der drager nytte af en langsigtet trend med en fundamental fornuftig prisfastsættelse.

Afdelingens profil

Afdelingen investerer globalt i børsnoterede selskaber, som foreningen finder har en samfundsansvarlig adfærd. Herudover vil afdelingen ikke investere i selskaber, som har en betydelig del af deres aktiviteter inden for produktion og distribution af tobak, alkohol, hasardspil, pornografi og våben eller teknologiske produkter, som specifikt anvendes til våben.

Den investeringsmæssige målsætning er at skabe et langsigtet stabilt afkast, der er højere end markedsafkastet med en risiko (målt ved standardafvigelsen) på niveau med markedets.

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

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



Risiko

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

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

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

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

Aktieporteføljen pr. 30. juni 2011

Sektorfordeling

Energi	11,8%
Råvarer	10,7%
Industri og service	13,9%
Forbrugsgoder – cykliske	1,5%
Forbrugsgoder – defensive	17,4%
Medicinal	7,5%
Finans	18,0%
Informationsteknologi	14,5%
Telekommunikation	4,7%

Landefordeling

USA og Canada	30,8%
Storbritannien	11,1%
Kontinentaleuropa	42,7%
Japan	3,1%
Øvrige Fjernøsten	12,3%

Fem største beholdninger

Nestlé	7,4%
HDFC	7,0%
Vodafone	4,7%
Novo Nordisk	4,3%
Danone	4,0%

Nærmere specifikation af afdelingens investeringer kan rekvireres på foreningens kontor, og den samlede portefølje kan ses på foreningens hjemmeside www.cww.dk.

Alle investeringer er børsnoterede finansielle instrumenter.



Carnegie WorldWide/Europa

Beretning

Carnegie WorldWide/Europas indre værdi pr. andel fald i 1. halvår 2011 fra 109,52 kr. til 105,18 kr. Hertil kommer et udbytte på 1,75 kr. pr. andel, som blev vedtaget på den ordinære generalforsamling den 13. april 2011. Det svarer til et negativt afkast på 2,4%, som kan sammenlignes med afdelingens benchmark, der steg med 1,0%. Afkastet er under vores forventninger. Cirka halvdelen af underperformance i forhold til benchmark kan dog tilskrives en af sidste års højdespringere, Temenos (schweiziske softwareselskab), som vi stadig tror på.

Ligesom ved årets begyndelse, så er Europa i krise. Aldrig har kontrasterne og spændingerne været større i Euroland, og der er berettiget tvivl om, hvorvidt euroen kan overleve i den nuværende form. Tysklands favorable position med stærk produktionsbase og god konkurrenceevne blev grundlagt ved sparsomhed og løntilbageholdenhed, og resten af Europa må nu gennemgå samme kur. Sydeuropa vil derfor opleve negative økonomiske vækstrater, hvilket trækker Europas samlede økonomi nedad. Vi kan derfor ikke forvente mere end 1,5-2% vækst i årene fremover.

Afdelingen vedbliver derfor med at have en meget lille eksponering til Sydeuropa og til den vesteuropæiske banksektor generelt. Vi arbejder på at finde interessante idéer i resten af Europa, hvor balanceproblemerne og vækstudsigterne er væsentlig bedre. Vi har bibeholdt den høje andel af stabile vækstselskaber (ca. halvdelen) med stærke balancer og hjemmehørende i lande som Tyskland, England, Schweiz og Skandinavien.

Som beskrevet i afsnittet ”Foreningens forventninger til fremtiden” forventer vi svagere vækstrater for den globale økonomi. Væksten og virksomhedernes indtjeningsudvikling vil sikkert også blive svagere og mere volatil. Faktum er dog, at vi finder mange spændende investeringer blandt Europas succesfulde selskaber, og værdifastsættelsen er lav.

Profil

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

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

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



Risiko

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

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

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

Aktieporteføljen pr. 30. juni 2011

Sektorfordeling

Energi	11,1%
Råvarer	9,9%
Industri og service	9,7%
Forbrugsgoder – cykliske	9,9%
Forbrugsgoder – defensive	22,1%
Medicinal	5,2%
Finans	19,9%
Informationsteknologi	7,3%
Telekommunikation	4,9%

Landefordeling

Norden	15,2%
Storbritannien & Irland	34,6%
Centraleuropa	36,9%
Sydeuropa	9,2%
Østeuropa	4,1%

Fem største beholdninger

British American Tobacco	7,3%
Nestlé	6,8%
Vodafone	4,9%
DSV	5,3%
Swedish Match	4,7%

Nærmere specifikation af afdelingens investeringer kan rekvireres på foreningens kontor, og den samlede portefølje kan ses på foreningens hjemmeside www.cww.dk.

Alle investeringer er børsnoterede finansielle instrumenter, hvilket også var tilfældet 30. juni 2010.



Carnegie WorldWide/Danske Aktier

Beretning

Carnegie WorldWide/Danske Aktiers indre værdi faldt i 1. halvår 2011 fra kr. 192,72 til kr. 178,78. Hertil kommer et udbytte på 3,50 kr. pr. andel, som blev vedtaget på den ordinære generalforsamling den 13. april 2011. Det svarer til et afkast på -5,5% for 1. halvår. Til sammenligning faldt OMX Chp. cap indekset 6,6% i løbet af 1. halvår 2011. Afdelingens afkast er lavere end vores forventninger udtrykt i foreningens seneste årsrapport, hvilket bl.a. skyldes, at gældskrisen i Europa har betydet øget usikkerhed om, hvorvidt det begyndende økonomiske opsving er holdbart. Aktiemarkedet var i 1. halvår 2011 drevet af den makroøkonomiske udvikling.

Porteføljen er i løbet af 1. halvår ikke ændret nævneværdigt. Vi har øget eksponeringen til forsikringssektoren, da vi vurderer, at der er god fundamental værdi i sektoren. Porteføljen har fortsat en overvægt af cykliske aktier, da disse fortsat er lavt vurderet, mens de defensive aktier er blevet relativt dyrere, og nu er undervægtet.

Vi forventer på 12-18 måneders sigt et svagt stigende dansk aktiemarked, om end der nok vil være store udsving, da der fortsat er stor usikkerhed om den fremtidige økonomiske udvikling.

Profil

Afdelingen investerer i børsnoterede selskaber noteret på fondsbørsen Nasdaq OMX Copenhagen.

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

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

De centrale grundholdninger i investeringskonceptet er:

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

Risiko

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



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

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

Aktieporteføljen pr. 30. juni 2011

Sektorfordeling

Råvarer	2,2%
Industri og service	30,5%
Forbrugsgoder – cykliske	4,2%
Forbrugsgoder – defensive	14,7%
Medicinal	22,6%
Finans	22,0%
Informationsteknologi	2,4%
Telekommunikation	1,4%

Fem største beholdninger

Novo Nordisk	10,0%
Danske Bank	9,8%
Carlsberg	9,7%
A. P Møller-Mærsk A+B	9,2%
DSV	5,1%

Nærmere specifikation af afdelingens investeringer kan rekvireres på foreningens kontor, og den samlede portefølje kan ses på foreningens hjemmeside www.cww.dk.

Alle investeringer er børsnoterede finansielle instrumenter, hvilket også var tilfældet 30. juni 2010.



Carnegie WorldWide/Østeuropa

Beretning

Carnegie WorldWide/Østeuropas indre værdi pr. andel faldt i 1. halvår 2011 fra 284,55 til 259,74. Hertil kommer et udbytte på 1,00 kr. pr. andel, som blev vedtaget på den ordinære generalforsamling den 13. april 2011. Det svarer til et negativt afkast på 8,4%. Afdelingens benchmark steg 3,4% målt i danske kroner. Afdelingens afkast var utilfredsstillende, og under vores forventninger ved årsskiftet, som bl.a. beskrevet i årsrapporten for 2010, selv om vi samtidig også udtrykte grund til forsigtighed på grund af de tidligere store stigninger. Afdelingens negative afkast i 1. halvår kan primært tilskrives afdelingens investeringer i Uranium One og CEDC samt Petropavlovsk, der alle havde en markant negativ kursudvikling i halvåret samt afdelingens eksponering til den tyrkiske valuta, der er faldet gennem 1. halvår.

Afdelingen har fortsat en stor andel af investeringerne i Rusland (57,5%) og Tyrkiet (20,1%), mens Ungarn og Polen udgør henholdsvis 4,0% og 2,3%.

Vækstudsigterne er i løbet af 2011 blevet forværret. Gældskrisen i Europa er endnu ikke blevet adresseret på en troværdig måde, det amerikanske arbejdsmarked er fortsat meget svagt og S&P's nedgradering af den amerikanske kreditværdighed – om end forståelig – kommer på et meget uheldigt tidspunkt, hvorfor vi forventer stor volatilitet i månederne fremover, og til trods for nu billige aktiemarkeder, forventer vi kun meget moderate afkast fra de østeuropæiske aktier.

Profil

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

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

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

Risiko

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

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

Afdelingen søger investeringskandidater i hele Østeuropa uden geografiske eller sektormæssige afgrænsninger for derved at sikre den største fleksibilitet til at investere i de mest interessante



selskaber. Denne fleksibilitet på tværs af lande- og sektorgrænser samt det begrænsede antal selskaber giver mulighed for at styre porteføljens absolutte risiko.

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

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

Aktieporteføljen pr. 30. juni 2011

Sektorfordeling

Energi	30,9%
Råvarer	21,4%
Industri og service	8,5%
Forbrugsgoder – cykliske	5,6%
Forbrugsgoder – defensive	2,0%
Finans	27,8%
Telekommunikation	3,8%

Landefordeling

Ungarn	4,0%
Polen	2,3%
Rusland	57,5%
Andre lande	36,2%

Fem største beholdninger

Gazprom	8,5%
Sberbank	8,2%
Dragon Oil	7,5%
Uralkali	5,7%
Magnit	5,6%

Nærmere specifikation af afdelingens investeringer kan rekvireres på foreningens kontor, og den samlede portefølje kan ses på foreningens hjemmeside www.cww.dk.

Alle investeringer er børsnoterede finansielle instrumenter, hvilket også var tilfældet 30. juni 2010.



Carnegie WorldWide/Asien

Beretning

Carnegie WorldWide/Asiens indre værdi pr. andel faldt i 1. halvår 2011 fra 112,18 kr. til 105,12 kr. Det svarer til et negativt afkast på 6,3%. Afdelingens benchmark faldt ligeledes 6,3% målt i danske kroner. Periodens absolutte resultat var lavere end vores forventninger ved indgangen til året, og afkastet var ligeledes lavere end afkastet på verdensindekset målt i danske kroner. Generelt har aktiemarkederne været præget af store kursudsving pga. flere eksterne begivenheder, såsom uro i Nordafrika/Mellemøsten, gældskrisen i Europa og generel usikkerhed om den globale vækst.

Internt i Asien har inflationsudviklingen i specielt Sydøstasien, Indien og Kina også bidraget til øget usikkerhed. Specielt har den relativt høje inflation ramt indiske aktier hårdt. Udover inflationen har politiske faktorer spillet kraftigt ind, specielt i Kina. Kineserne har lavet økonomiske opstramninger i første halvår 2011, specielt indenfor ejendomssektoren. Det er vigtigt at huske, at kineserne under finanskrisen var hurtigt ude med ekspansive tiltag for at holde gang i økonomien. Mange af opstramningerne i 2011 har været for at trække disse ekspansive tiltag tilbage.

Vi forventer stadig, at Asien er et attraktivt investeringsområde, som vil levere et godt risikojusteret afkast i årene fremover. Temaer som "den asiatiske forbruger" samt udbygningen af den asiatiske infrastruktur vil være relevante i en lang årrække og være centrale for en vækst, som, vi forventer, vil være højere end i den vestlige verden. En anden årsag til, at Asien med stor sandsynlighed vil skabe højere vækst end andre regioner, er, at det finansielle system i Asien trods finanskrisen er mere eller mindre intakt, hvilket gør, at banksystemet vil være en aktiv støtte for realøkonomien. I forlængelse heraf forventer vi, at de asiatiske aktiemarkeder vil generere et højere afkast end de globale markeder generelt. Dog kan disse afkast være behæftet med store udsving, da aktiemarkederne stadig er meget følsomme over for blandt andet makroøkonomiske nyheder. Vi forventer for de kommende 6 til 12 måneder, at både inflationspresset og opstramningerne i Kina vil begynde at aftage, hvilket kan give mulighed for positive afkast i regionen. Denne positive forventning kan dog påvirkes af begivenheder, bl.a. økonomiske og politiske risici andre steder i verden.

Profil

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

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

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

Risiko

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



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

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

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

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

Aktieporteføljen pr. 30. juni 2011

Sektorfordeling

Energi	4,8%
Råvarer	17,2%
Industri og service	7,9%
Forbrugsgoder – cykliske	16,0%
Forbrugsgoder – defensive	3,1%
Finans	28,6%
Informationsteknologi	19,3%
Telekommunikation	1,9%
Koncessioneret service	1,3%

Landefordeling

Hong Kong	41,9%
Indien	12,6%
Korea	18,1%
Malaysia	4,1%
Singapore	0,8%
Thailand	2,4%
Taiwan	10,8%
Indonesien	5,9%
Andre lande	3,4%

Fem største beholdninger

Samsung Electronics	5,3%
Taiwan Semiconductor	3,8%
HDFC	3,1%
China Construction Bank	3,0%
Bank of China	2,8%

Nærmere specifikation af afdelingens investeringer kan rekvireres på foreningens kontor, og den samlede portefølje kan ses på foreningens hjemmeside www.cww.dk.

Alle investeringer er børsnoterede finansielle instrumenter, hvilket også var tilfældet 30. juni 2010.



Yderligere information

For yderligere information om afdelingernes investeringer i halvåret henvises til kvartalsorienteringerne samt foreningens hjemmeside www.cww.dk. Information om afdelingernes regnskabstal findes i vedlagte bilag til halvårsrapporten, hvori der også findes nøgletal for halvåret. De angivne nøgletal er opgjort i overensstemmelse med retningslinier fra Finanstilsynet og InvesteringsForeningsRådet. Den anvendte regnskabspraksis er uforandret i forhold til den anvendte i foreningens årsrapport for 2010.

Halvårsrapport pr. 30. juni 2011

Aktieafdelinger	Globale Aktier		Danske Aktier		Europa	
Hovedtal (i 1.000 kr.)						
Resultatopgørelse	1. halvår 2011	1. halvår 2010	1. halvår 2011	1. halvår 2010	1. halvår 2011	1. halvår 2010
Renter og udbytter	79.583	97.606	6.553	3.456	3.047	3.754
Kursgevinster og -tab	-284.623	287.665	-28.052	40.501	-4.539	8.431
Administrationsomkostninger	-32.751	-40.285	-3.610	-3.141	-1.169	-1.365
Resultat før skat	-237.791	344.986	-25.109	40.816	-2.661	10.820
Skat	-6.284	-4.985	0	0	-264	-184
Halvårets nettoresultat	-244.075	340.001	-25.109	40.816	-2.925	10.636
Balance	30. juni 2011	31. december 2010	30. juni 2011	31. december 2010	30. juni 2011	31. december 2010
Aktiver						
Likvide midler	41.083	89.599	21.556	14.197	955	2.145
Kapitalandele	3.794.822	4.469.816	418.859	459.998	114.045	154.116
Andre aktiver	22.439	21.108	76	1.274	1.045	1.138
Aktiver i alt	3.858.344	4.580.523	440.491	475.469	116.045	157.399
Passiver						
Medlemmernes formue	3.850.220	4.550.329	427.904	465.622	114.821	157.131
Anden gæld	8.124	30.194	12.587	9.847	1.224	268
Passiver i alt	3.858.344	4.580.523	440.491	475.469	116.045	157.399
Formueopgørelse						
Medlemmernes formue primo	4.550.329	5.215.532	465.622	367.382	157.131	175.559
Udlodning fra sidste år	-41.947	-49.120	-8.456	0	-2.511	-2.886
Ændring i udbetalt udlodning emission/indløsning	850	110	8	0	323	297
Emissioner i perioden	5.160	184.644	11.117	31.860	0	12.337
Indløsninger i perioden	-421.134	-1.542.126	-15.325	-27.534	-37.271	-59.386
Emissionstillæg	13	434	20	83	0	27
Indløsningsfradrag	1.024	1.800	27	69	74	131
Regulering af udlodning ved emission/indløsning	0	15.897	0	96	0	674
Overført til udlodning fra sidste år	0	-302	0	-1.821	0	-445
Overført til udlodning næste år	0	2.114	0	268	0	137
Foreslået udlodning	0	41.936	0	8.456	0	2.511
Periodens nettoresultat	-244.075	679.410	-25.109	86.763	-2.925	28.175
Medlemmernes formue ultimo	3.850.220	4.550.329	427.904	465.622	114.821	157.131

Halvårsrapport pr. 30. juni 2011

Aktieafdelinger	Østeuropa		Asien		Globale Aktier SRI-AK
Hovedtal (i 1.000 kr.)					
Resultatopgørelse	1. halvår 2011	1. halvår 2010	1. halvår 2011	1. halvår 2010	*) 1. halvår 2011
Renter og udbytter	9.235	6.823	8.881	8.322	602
Kursgevinster og -tab	-46.362	80.907	-44.293	84.275	-2.294
Administrationsomkostninger	-4.148	-6.414	-5.556	-6.295	-275
Resultat før skat	-41.275	81.316	-40.968	86.302	-1.967
Skat	-971	-686	-614	-326	-60
Halvårets nettoresultat	-42.246	80.630	-41.582	85.976	-2.027
Balance	30. juni 2011 31. december 2010		30. juni 2011 31. december 2010		30. juni 2011
Aktiver					
Likvide midler	1.924	16.403	11.313	4.714	411
Kapitalandele	449.966	483.897	517.389	720.334	42.440
Andre aktiver	4.532	1.114	13.381	248	1.088
Aktiver i alt	456.422	501.414	542.083	725.296	43.939
Passiver					
Medlemmernes formue	455.603	500.423	530.051	723.947	43.062
Anden gæld	819	991	12.032	1.349	877
Passiver i alt	456.422	501.414	542.083	725.296	43.939
Formueopgørelse					
Medlemmernes formue primo	500.423	862.260	723.947	681.382	0
Udlodning fra sidste år	-1.759	0	0	0	0
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning	-10	0	0	0	0
Emissioner i perioden	8.748	25.776	5.977	15.339	44.978
Indløsninger i perioden	-9.660	-567.918	-159.435	-115.108	0
Emissionstillæg	50	154	41	108	111
Indløsningsfradrag	57	4.585	1.103	795	0
Regulering af udlodning ved emission/indløsning	0	-530	0	678	0
Overført til udlodning fra sidste år	0	0	0	-6.663	0
Overført til udlodning næste år	0	342	0	5.397	0
Foreslået udlodning	0	1.759	0	0	0
Periodens nettoresultat	-42.246	173.995	-41.582	142.019	-2.027
Medlemmernes formue ultimo	455.603	500.423	530.051	723.947	43.062

*) fra 4/3 2011 til 30/6 2011