



## Investeringsforeningen Carnegie WorldWide – halvårsrapport 2010

### Positive afkast over markedsgennemsnittet for alle afdelinger

Udviklingen på aktiemarkederne var blandet i 1. halvår med stigende kurser i 1. kvartal, mens 2. kvartal omvendt var præget af faldende kurser, idet der viste sig begyndende tegn på, at det økonomiske opsving aftager i styrke. Alle foreningens seks aktieafdelinger formåede dog at skabe positive afkast i 1. halvår, som alle var over markedsgennemsnittene. Afdeling Asien, afdeling Østeuropa og afdeling Danske Aktier skabte de bedste afkast på 10-13%, mens de tre øvrige afdelinger skabte resultater på 6-9%. Afdeling Globale Aktier, som er foreningens største afdeling, gav et afkast på 6,5%, hvilket var lidt over verdensindekset, som gav 6,3%.

I forhold til markedsudviklingen skabte afdeling Europa og afdeling Østeuropa begge markante merafkast på knap 9%-point. I afdeling Europa var det særligt investeringerne i de stabile vækstaktier og råvareselskaberne, som bidrog til merafkastet, mens det var et godt landvalg med overvægt i Tyrkiet og undervægt i Polen og Ungarn, som bidrog til merafkastet i afdeling Østeuropa.

### Forventninger til fremtiden

Vi befinder os i kølvandet på en af de største økonomiske nedgange nogensinde, og den fremtidige udvikling i den globale økonomi er nu den afgørende faktor for aktiemarkederne. Politikere verden over søger at mindske de negative effekter af kredittkrisen i 2008 gennem kraftig stimulans. Foreløbig har det haft en vis positiv effekt, men væksttakten er nu aftagende. Vores forventning for de kommende år er en lavere global væksttend med større udsving på grund af en politisk styret og gældstung verdensøkonomi.

Vi har moderate afkastforventninger til resten af 2010, men vi ser konkurrencedygtige afkast på aktiemarkedet i forhold til de lave renteniveauer på obligationsmarkedet. Vi tror ikke, at verdensøkonomien står over for en ny recession – med mindre en ny voldsom negativ faktor rammer verdensøkonomien - og vi tror, at den langsomme healingsproces fortsætter. I perioder med vækstnedgang vender ekspansiv pengepolitik og finanspolitik tilbage på dagsordenen. Der vil de kommende år være en bias til at løse gælds- og vækstproblemet med inflationære politikker i særligt gældstunge lande med ”inflationssikre” aktiver som huse og aktier i USA og Storbritannien.

I dette scenarie tror vi, at store kapitalstærke og helst dividendebetalende selskaber med bias til emerging markets er bedst positionerede i et miljø, hvor det betaler sig at have kontrol over sin egen skæbne, mere end at være i hænderne på andres. Disse selskaber befinder sig hovedsageligt i medvind af de klare trends i en usikker verden.

### Fusion mellem afdeling Emerging Growth og afdeling Globale Aktier

Medlemmerne i afdeling Emerging Growth og Finanstilsynet har nu endeligt godkendt den fremsatte fusionsplan af 4. maj 2010, således at afdeling Emerging Growth fusionerer med afdeling Globale Aktier med denne som fortsættende afdeling. Sidste handelsdag i afdeling Emerging Growth bliver 7. september 2010.



## Ledelsespåtegning

Bestyrelse og direktion har dags dato aflagt halvårsrapporten for Investeringsforeningen Carnegie WorldWide for regnskabsperioden 1. januar - 30. juni 2010.

Halvårsrapporten er udarbejdet i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger 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 2010, samt af resultaterne af afdelingernes aktiviteter for regnskabsåret 1. januar - 30. juni 2010.

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 19. august 2010

Investeringsforvaltningsselskab:

Carnegie Asset Administration A/S

Tim Kristiansen  
Direktør

Bestyrelsen for Investeringsforeningen Carnegie WorldWide:

Karsten Kielland  
Formand

Jutta af Rosenberg

Jens Høiberg

Jens Christian Lorenzen

Jens Ole Jensen



## Carnegie WorldWide/Globale Aktier

### Beretning

Carnegie WorldWide/Globale Aktiers indre værdi pr. andel steg i 1. halvår 2010 fra 424,72 kr. til 448,50 kr. Hertil kommer et udbytte på 4,00 kr. pr. andel, som blev vedtaget på den ordinære generalforsamling i april 2010. Det svarer til et positivt afkast på 6,5%. Sammenlignes afkastet med Morgan Stanley Capital Internationals All Countries aktieverdensindeks, der steg med 6,3% målt i danske kroner, var afkastet på linje med indekset. Vi havde, jævnfør foreningens årsrapport, forventninger om moderate afkast og fortsat store udsving i markedet, samt en tilbagevenden til kvalitetsaktier. Vi har efterfølgende oplevet stor volatilitet i halvåret, og mod slutningen af halvåret begyndte vores kvalitetsaktier at klare sig godt efter en periode med lavere afkast end markedet.

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 selskaber med en stærk balance og en stabil forretningsmodel 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 lang sigt, idet tiden arbejder for det velkørende selskab, der skaber værdi til aktionærerne.

### Risiko

Investor skal være opmærksom på, at de historisk opnåede afkast på 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 2010

#### Sektorfordeling

Energi	7,3%
Råvarer	8,3%
Industri og service	6,9%
Forbrugsgoder – cykliske	3,8%
Forbrugsgoder – defensive	24,9%
Medicinal	4,2%
Finans	22,6%
Informationsteknologi	16,0%
Telekommunikation	2,6%
Andet	3,4%

#### Landefordeling

USA og Canada	28,5%
Storbritannien	16,6%
Kontinentaleuropa	27,9%
Japan	6,1%
Øvrige Fjernøsten	19,9%
”Emerging Markets”	1,0%

#### Fem største beholdninger

Nestlé	8,2%
British American Tobacco	8,1%
HDFC	7,1%
Holcim	4,8%
Roche	4,2%

Nærmere specifikation af afdelingens investeringer kan rekvireres på foreningens kontor, og den samlede portefølje kan ses på foreningens hjemmeside [www.cww.dk](http://www.cww.dk).

Alle investeringer er børsnoterede finansielle instrumenter, hvilket også var tilfældet 30. juni 2009.



## Carnegie WorldWide/Europa

### Beretning

Carnegie WorldWide/Europas indre værdi pr. andel steg i 1. halvår 2010 fra 91,24 kr. til 95,42 kr. Hertil kommer et udbytte på 1,50 kr. pr. andel, som blev vedtaget på den ordinære generalforsamling i april 2010. Det svarer til et samlet afkast på 6,1%, som kan sammenlignes med afdelingens benchmark, der faldt med 2,3%. Den gode performance kan tilskrives en række af afdelingens stabile vækstaktier, hvor især Novo Nordisk, Nestlé, Swedish Match og BAT udmærkede sig positivt. Guldmineselskabet Petropavlovsk og ferrochrome-producenten ENRC har også haft en meget gunstig kursudvikling, mens Nokia har været den største skuffelse. Afkastudviklingen i afdelingen i 1. halvår var på linje med vores forventninger, som beskrevet i årsrapporten for 2009.

På linje med vores forventninger ved årets begyndelse er det økonomiske vækstbillede for Europa svagt. Fokus for hele 2010 vil være på styrken og holdbarheden af opsvinget i økonomierne, og væksten i Europa vil næppe overstige 1-2%. Tyskland har og vil være den primære vækstmotor, ligesom den svage euro har også skabt en gunstig situation for Europas eksportvirksomheder.

Cirka halvdelen af porteføljen består af stabile vækstelskaber. Der er tale om store multinationale selskaber, hvor mange har betydelig eksponering til væksten i emerging markets. Herudover består porteføljen af unikke investeringer inden for interessante temaer som infrastruktur og Østeuropa.

Som beskrevet i afsnittet "Foreningens forventninger til fremtiden" forventer vi svagere vækstrater for den globale økonomi. Væksten og virksomhedernes indtjeningsudvikling vil sikkert også blive svingende. De europæiske aktier er dog generelt rimeligt prisfastsatte i forhold til andre aktivtyper.

### 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 på 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 andelen i afdelingen. Hertil kan komme andre faktorer, som kan påvirke andelenes værdi.

### Aktieporteføljen pr. 30. juni 2010

#### Sektorfordeling

Energi	6,3%
Råvarer	15,5%
Industri og service	12,1%
Forbrugsgoder – cykliske	4,9%
Forbrugsgoder – defensive	26,5%
Medicinal	6,8%
Finans	16,4%
Informationsteknologi	6,2%
Telekommunikation	5,3%

#### Landefordeling

Norden	13,8%
Storbritannien & Irland	35,1%
Centraleuropa	37,0%
Sydeuropa	11,4%
Østeuropa	2,7%

#### Fem største beholdninger

Nestlé	7,0%
British American Tobacco	6,6%
Petropavlovsk	5,3%
Swedish Match	5,3%
Vodafone	5,3%

Nærmere specifikation af afdelingens investeringer kan rekvireres på foreningens kontor, og den samlede portefølje kan ses på foreningens hjemmeside [www.cww.dk](http://www.cww.dk).

Alle investeringer er børsnoterede finansielle instrumenter, hvilket også var tilfældet 30. juni 2009.



## Carnegie WorldWide/Danske Aktier

### Beretning

Carnegie WorldWide/Danske Aktiers indre værdi steg i 1. halvår 2010 fra kr. 153,91 til kr. 170,80. Det svarer til et afkast på 11,0% for 1. halvår. Til sammenligning steg OMX Chp. cap indekset 8,8% i løbet af 1. halvår 2010. Afdelingens afkast er lidt højere end vores forventninger udtrykt i foreningens seneste årsrapport, hvilket skyldes, at det økonomiske opsving så småt er ved at bide sig fast.

Porteføljen er i løbet af 1. halvår ikke ændret nævneværdigt. Porteføljen har fortsat en overvægt af cykliske aktier, da disse fortsat er lavt vurderet, mens de defensive aktier er blevet lidt dyrere på det seneste.

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, ”stock-picking”.

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 på 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 andelen i afdelingen. Hertil kan komme andre faktorer, som kan påvirke andelenes værdi.

### **Aktieporteføljen pr. 30. juni 2010**

#### **Sektorfordeling**

Råvarer	5,1%
Industri og service	36,7%
Forbrugsgoder – cykliske	1,9%
Forbrugsgoder – defensive	7,3%
Medicinal	21,4%
Finans	23,9%
Informationsteknologi	3,7%

#### **Fem største beholdninger**

Novo Nordisk	10,5%
A. P Møller-Mærsk A+B	10,2%
Danske Bank	9,4%
Vestas Wind Systems	8,7%
G4S	5,1%

Nærmere specifikation af afdelingens investeringer kan rekvireres på foreningens kontor, og den samlede portefølje kan ses på foreningens hjemmeside [www.cww.dk](http://www.cww.dk).

Alle investeringer er børsnoterede finansielle instrumenter, hvilket også var tilfældet 30. juni 2009.





## Carnegie WorldWide/Emerging Growth

### Beretning

Carnegie WorldWide/Emerging Growths indre værdi pr. andel steg i 1. halvår 2010 fra 37,45 kr. til 40,78 kr. svarende til et positivt afkast på 8,9%. Morgan Stanleys vækstindeks steg 6,2% målt i danske kroner. Ved indgangen til 2010 forventede vi fortsat vanskelige vilkår for vækstvirksomhederne grundet de økonomiske vækstudsigter og de fortsatte effekter af finanskrisen. Dog så vi gode muligheder for velkonsoliderede vækstvirksomheder, der efter en periode med omkostningstilpasninger stod med gode kort på hånden til at udnytte et eventuelt opsving. Disse forventninger blev indfriet. I takt med at de økonomiske nøgletal gradvist udviste bedre takter genvandt investorerne langsomt lidt af den tabte tillid til aktiemarkedet. Vækstselskaber med gode balancer og et stærkt frit cashflow klarede sig godt i 1. halvår, og afdelingens konservative stil med fokus på netop denne type vækstvirksomheder resulterede i, at afkastet blev bedre end sammenligningsgrundlaget.

Afdelingens bedste investeringer i første halvår 2010 var danske Novo Nordisk, et selskab karakteriseret ved en stærk balance og et forretningsområde med en langsigtet strukturel vækst. Positive produktnyheder var medvirkende til, at Novo steg med 51% i perioden. Den kinesiske fødevarerproducent Want Want blev med et afkast på 44% den næstbedste investering i perioden. Selskabets defensive egenskaber sammenholdt med en rimelig prisfastsættelse var i høj kurs blandt investorerne. Den amerikanske teknologivirksomhed Apple, kendt for blandt andet iPhone og Mac computere blev med en stigning på 40% den 3. bedste aktie i perioden. Afdelingen har længe haft en stærk tiltro til selskabet og har derfor i perioder haft op i mod 10% af formuen placeret i Apple. Fortsat positive nyheder på produksiden koblet med evnen til at tjene gode penge har medvirket til det gode afkast på Apple.

Afdelingen er investeret inden for seks strukturelt voksende investeringstemaer: Emerging Markets (23,3%), "Det digitale hjem" (25%), Energi (11,2%). Alternativ energi (9,1%), Fødevarer (11,7%) og "Unikke vækstselskaber" (19,7%). Der er ikke sket væsentlige ændringer i investeringstemaerne i 1. halvår.

Afdelingens medlemmer og Finanstilsynet har endeligt godkendt den fremsatte fusionsplan af 4. maj 2010, således at afdelingen fusionerer med afdeling Globale Aktier med denne som fortsættende afdeling. Sidste handelsdag i afdeling Emerging Growth bliver således 7. september 2010.

### Profil

Afdelingen investerer globalt i aktier med fokus på mindre og mellemstore innovative vækstselskaber, som har eller forventes at få vækstrater, der er højere end markeds- eller branchegennemsnittet. Afdelingen søger investeringskandidater uden geografiske eller sektormæssige begrænsninger for derved at sikre den største fleksibilitet til at investere i de mest interessante selskaber. Den brede investeringsramme 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.

Afdelingens målsætning er at skabe et afkast, der på langt sigt ligger over gennemsnittet af traditionelle lande og sektororienterede afdelinger. Risikoen forventes at være højere end eksempelvis Carnegie WorldWide/Globale Aktier, men noget lavere end en lande- eller sektorafdeling.

I dagens lavinflationssamfund, hvor det er svært for virksomhederne at hæve priserne, er den eneste vej til høj og langsigtet stabil indtjeningsvækst at skabe unikke produkter og services. I dette lys er det



ikke overraskende, at innovationslysten blandt virksomheder er på et historisk højt niveau. Det er denne positive udvikling, som skaber fundamentet for attraktive investeringer i Carnegie WorldWide/Emerging Growth.

### Risiko

Investor skal være opmærksom på, at de historisk opnåede afkast på 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. Investering i afdelingen kan være forbundet med højere risiko og større udsving i den indre værdi end en traditionel global aktieafdeling som f.eks. afdeling Globale Aktier, da afdelingens midler kan investeres i selskaber, hvor massemarkedets accept af selskabets produkt eller service endnu ikke er opnået.

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 vil søge 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. Afdelingen vil investere på et tidligt tidspunkt i selskabernes livscyklus, hvilket er forbundet med en højere risiko, men omvendt også kan give meget store gevinster.

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.

### Aktieporteføljen pr. 30. juni 2010

Tema		Landefordeling	
Energi	11,2%	USA og Canada	44,3%
Alternativ energi	9,1%	Storbritannien	2,1%
Fødevarer	11,7%	Kontinentaleuropa	31,2%
Unikke vækstselskaber	19,7%	Øvrige Fjernøsten	22,4%
Det digitale hjem	25,0%		
"Emerging Markets"	23,3%		

### Fem største beholdninger

Apple Computer	9,3%
HDFC	5,1%
Novo Nordisk	4,6%
ABB	4,5%
Novozymes	4,4%

Nærmere specifikation af afdelingens investeringer kan rekvireres på foreningens kontor, og den samlede portefølje kan ses på foreningens hjemmeside [www.cww.dk](http://www.cww.dk).

Alle investeringer er børsnoterede finansielle instrumenter, hvilket også var tilfældet 30. juni 2009.



## Carnegie WorldWide/Østeuropa

### Beretning

Carnegie WorldWide/Østeuropas indre værdi pr. andel steg i 1. halvår 2010 fra 219,05 til 241,72. Det svarer til et afkast på 10,4%. Afdelingens benchmark steg 1,5% målt i danske kroner. Afdelingens afkast var tilfredsstillende og over vores forventninger, som bl.a. beskrevet i årsrapporten for 2009. Afdelingens positive afkast i 1. halvår skal ses i lyset af en fortsat normalisering af de vigtigste økonomier i regionen samtidig med, at de vigtigste råvaremarkeder har været stærke, understøttet af god tilvækst i udviklingsøkonomierne.

Afdelingens merafkast kan primært tilskrives afdelingens investeringer i Rusland og Tyrkiet samt afdelingens lave investeringsvægt i Polen og Ungarn, som igen i 2010 har været de to svageste markeder i regionen.

Afdelingen har fortsat en stor andel af investeringerne i Rusland (56%), mens Ungarn, Polen og Tyrkiet udgør henholdsvis 3%, 2% og 14%.

Netop nu er investorerne usikre på, om verdensøkonomien er i bedring eller på vej mod endnu en recession i vesten. Med de meget store stigninger fra bunden i 2009 er vores afkastforventninger til de østeuropæiske aktiemarkeder på kort sigt moderate. De fleste aktiemarkeder – med undtagelse af det tyrkiske og russiske - er ikke længere billige med mindre væksten overrasker meget positivt, hvorfor vi forventer stor volatilitet i månederne fremover.

### 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 på 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 2010

#### Sektorfordeling

Energi	30,1%
Råvarer	23,8%
Industri og service	10,8%
Forbrugsgoder – cykliske	4,8%
Finans	14,7%
Telekommunikation	10,3%
Koncessioneret service	5,5%

#### Landefordeling

Ungarn	3,0%
Polen	2,0%
Rusland	55,6%
Andre lande	39,4%

#### Fem største beholdninger

Petropavlovsk	10,0%
Gazprom	9,5%
Dragon Oil	7,2%
Garanti Bank	6,1%
Lukoil	5,7%

Nærmere specifikation af afdelingens investeringer kan rekvireres på foreningens kontor, og den samlede portefølje kan ses på foreningens hjemmeside [www.cww.dk](http://www.cww.dk).

Afdelingens fordeling på:	30. juni 2009	30. juni 2010
- Børsnoterede finansielle instrumenter	94,7%	100,00%
- Unoterede finansielle instrumenter	5,3%	0,00%



## Carnegie WorldWide/Asien

### Beretning

Carnegie WorldWide/Asiens indre værdi pr. andel steg i 1. halvår 2010 fra 91,40 kr. til 103,70 kr. Det svarer til et samlet afkast på 13,5%. Afdelingens benchmark steg 12,9% målt i danske kroner. Periodens absolutte resultat var i overensstemmelse med vores forventninger ved indgangen til året, og afkastet var bedre end afkastet på verdensindekset målt i danske kroner.

Den positive udvikling i perioden har været båret frem af markederne i Sydøstasien og særligt Indonesien og Thailand, hvor temaerne ”Infrastruktur udvikling” og den ”Asiatiske forbruger” har udviklet sig gunstigt. Afdelingen har i hele perioden været overvægtet i disse to lande. Herudover er der opnået pæne afkast på styrkelsen af valutaerne over for danske kroner. Afdelingen har desuden været investeret i en række selskaber, hvor afkastene har været mere end 50% første halvår.

Mod forventning blev perioden en smule turbulent for de kinesiske aktier, idet nervøsitet om en mulig kinesisk ejendomsboble spredte sig med stigende intensitet henover perioden. Det bevirkede, at en del cykliske aktier med eksponering til den kinesiske ejendomssektor kom under pres og oplevede store udsving. Til trods herfor er Kina stadig en stor vækstdynamo.

Det højere relative afkast i perioden er hovedsagligt skabt gennem aktieudvælgelsen og sekundært af et godt landevalg. Især er det som nævnt forbrugsaktier i Indonesien, Thailand og Filippinerne, der har bidraget positivt. Dette er bl.a. Gudang Guram, Siam Cement og SM Investment. Herudover har Asien Paints i Indien også bidraget positivt.

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, idet aktiemarkederne stadig er meget følsomme over for blandt andet makroøkonomiske nyheder. I modsætning til tidligere forventer vi, at Kina kan opleve en lille afmatning i de kommende 6 til 12 måneder, idet stimuleringen af økonomien er langt mindre end tidligere samtidig med, at myndighederne forsøger at bremse de kraftige stigninger i ejendomspriserne. Vi forventer dog, at Kina stadig vil vise pæne vækstrater med positive afsmitninger på resten af regionen.

### Profil

Afdelingen investerer fortrinsvis i aktier eller aktiebaserede værdipapirer i Asien eksklusivt 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 på 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.

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 2010

#### Sektorfordeling

Energi	2,2%
Råvarer	14,6%
Industri og service	18,8%
Forbrugsgoder – cykliske	10,0%
Forbrugsgoder – defensive	6,4%
Finans	34,0%
Informationsteknologi	9,0%
Koncessioneret service	5,0%

#### Landefordeling

Hong Kong	35,0%
Indien	22,0%
Korea	11,1%
Malaysia	7,1%
Singapore	4,0%
Thailand	5,6%
Taiwan	3,3%
Indonesien	7,9%
Andre lande	4,0%

#### Fem største beholdninger

Asien Paints	7,9%
Samsung Electronics	5,7%
HDFC	5,5%
China Mengniu Dairy	5,3%
China Construction Bank	4,3%

Nærmere specifikation af afdelingens investeringer kan rekvireres på foreningens kontor, og den samlede portefølje kan ses på foreningens hjemmeside [www.cww.dk](http://www.cww.dk).

Alle investeringer er børsnoterede finansielle instrumenter, hvilket også var tilfældet 30. juni 2009.



### **Yderligere information**

For yderligere information om afdelingernes investeringer i halvåret henvises til kvartalsorienteringerne samt foreningens hjemmeside [www.cww.dk](http://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 2009.

## Halvårsrapport pr. 30. juni 2010

Aktieafdelinger Hovedtal (i 1.000 kr.)	Globale Aktier		Danske Aktier		Europa	
	1. halvår 2010	1. halvår 2009	1. halvår 2010	1. halvår 2009	1. halvår 2010	1. halvår 2009
<b>Resultatopgørelse</b>						
Renter og udbytter	97.606	86.195	3.456	3.107	3.754	9.317
Kursgevinster og -tab	287.665	76.136	40.501	59.006	8.431	-356
Administrationsomkostninger	-40.285	-31.897	-3.141	-2.088	-1.365	-2.039
Resultat før skat	344.986	130.434	40.816	60.025	10.820	6.922
Skat	-4.985	-5.784	0	-76	-184	-941
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>340.001</b>	<b>124.650</b>	<b>40.816</b>	<b>59.949</b>	<b>10.636</b>	<b>5.981</b>
<b>Balance</b>	30. juni 2010	31. december 2009	30. juni 2010	31. december 2009	30. juni 2010	31. december 2009
<b>Aktiver</b>						
Likvide midler	108.131	500.026	10.947	12.637	632	3.027
Kapitalandele	5.306.876	4.880.341	400.744	358.224	150.128	171.663
Andre aktiver	27.728	38.458	0	2.128	1.307	2.759
<b>Aktiver i alt</b>	<b>5.442.735</b>	<b>5.418.825</b>	<b>411.691</b>	<b>372.989</b>	<b>152.067</b>	<b>177.449</b>
<b>Passiver</b>						
Medlemmernes formue	5.428.019	5.215.532	410.523	367.382	151.624	175.559
Anden gæld	14.716	203.293	1.168	5.607	443	1.890
<b>Passiver i alt</b>	<b>5.442.735</b>	<b>5.418.825</b>	<b>411.691</b>	<b>372.989</b>	<b>152.067</b>	<b>177.449</b>
<b>Formueopgørelse</b>						
Medlemmernes formue primo	5.215.532	4.138.122	367.382	238.598	175.559	297.534
Udlodning fra sidste år	-49.120	-63.837	0	-4.110	-2.886	-5.111
Ændring i udbetalt udlodning emission/indløsning	110	-600	0	-187	297	591
Emissioner i perioden	78.964	705.436	9.894	37.285	95	12.400
Indløsninger i perioden	-158.044	-500.329	-7.600	-35.740	-32.149	-173.198
Emissionstillæg	188	2.340	16	48	1	40
Indløsningsfradrag	388	1.428	15	55	71	459
Regulering af udlodning ved emission/indløsning	0	-1.855	0	46	0	3.632
Overført til udlodning fra sidste år	0	-642	0	-348	0	-948
Overført til udlodning næste år	0	302	0	1.821	0	445
Foreslået udlodning	0	49.120	0	0	0	2.886
Periodens nettoresultat	340.001	886.047	40.816	129.914	10.636	36.829
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>5.428.019</b>	<b>5.215.532</b>	<b>410.523</b>	<b>367.382</b>	<b>151.624</b>	<b>175.559</b>



## Halvårsrapport pr. 30. juni 2010

Aktieafdelinger	Østeuropa		Emerging Growth		Asien	
Hovedtal (i 1.000 kr.)						
<b>Resultatopgørelse</b>	1. halvår 2010	1. halvår 2009	1. halvår 2010	1. halvår 2009	1. halvår 2010	1. halvår 2009
Renter og udbytter	6.823	8.242	553	460	8.322	11.310
Kursgevinster og -tab	80.907	255.825	5.357	4.095	84.275	174.535
Administrationsomkostninger	-6.414	-6.079	-647	-561	-6.295	-6.414
Resultat før skat	81.316	257.988	5.263	3.994	86.302	179.431
Skat	-686	-1.307	-44	-26	-326	-969
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>80.630</b>	<b>256.681</b>	<b>5.219</b>	<b>3.968</b>	<b>85.976</b>	<b>178.462</b>
<b>Balance</b>	30. juni 2010	31. december 2009	30. juni 2010	31. december 2009	30. juni 2010	31. december 2009
<b>Aktiver</b>						
Likvide midler	8.892	22.105	1.643	1.424	2.789	5.799
Kapitalandele	668.158	851.935	59.609	54.762	704.340	676.902
Andre aktiver	75.753	4.553	86	55	13.815	8
<b>Aktiver i alt</b>	<b>752.803</b>	<b>878.593</b>	<b>61.338</b>	<b>56.241</b>	<b>720.944</b>	<b>682.709</b>
<b>Passiver</b>						
Medlemmernes formue	750.015	862.260	60.931	56.116	714.398	681.382
Anden gæld	2.788	16.333	407	125	6.546	1.327
<b>Passiver i alt</b>	<b>752.803</b>	<b>878.593</b>	<b>61.338</b>	<b>56.241</b>	<b>720.944</b>	<b>682.709</b>
<b>Formueopgørelse</b>						
Medlemmernes formue primo	862.260	612.345	56.116	49.832	681.382	675.084
Udlodning fra sidste år	0	-9.129	0	0	0	0
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning	0	650	0	0	0	0
Emissioner i perioden	650	49.692	3.175	1.780	3.169	58.443
Indløsninger i perioden	-195.856	-261.300	-3.605	-4.706	-56.547	-380.842
Emissionstillæg	4	310	12	7	21	446
Indløsningsfradrag	2.327	3.438	14	19	397	1.503
Regulering af udlodning ved emission/indløsning	0	228	0	-7	0	3.651
Overført til udlodning fra sidste år	0	-660	0	0	0	-8.223
Overført til udlodning næste år	0	0	0	0	0	6.663
Foreslået udlodning	0	0	0	0	0	0
Periodens nettoresultat	80.630	466.686	5.219	9.191	85.976	324.657
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>750.015</b>	<b>862.260</b>	<b>60.931</b>	<b>56.116</b>	<b>714.398</b>	<b>681.382</b>