



Kvartalsorientering 2. kvartal 2011
Tema: Hvor meget er for meget for en flaske
Château Lafite?

Indholdsfortegnelse

Leder	3
Hvor meget er for meget for en flaske Château Lafite?	4
Globale Aktier	10
Globale Aktier SRI-AK	13
Europa	15
Danske Aktier	18
Østeuropa	21
Asien	24
Investeringsforeningen Carnegie WorldWide	27



Leder

Kære investor

Vækstpase i den globale økonomi og fald på aktiemarkederne

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 taget en pause med mindre kursfald. Ligeledes peger den globale økonomiske aktivitet nu i retning af en vækstpause. Vores hovedscenarie er, at denne pause bliver forholdsvis kort. 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. Med store statsunderskud i særligt den vestlige verden truer højere skatter og mere regulering. Det udgør en negativ faktor for væksten de kommende år. Modsat er det store håb for fremtiden væksten i emerging markets og særligt Kina og Indien. Hvis vi i løbet af de næste måneder ser, at inflationen kommer under kontrol i Kina og Indien, kan det være med til at forløse noget positiv energi på de globale aktiemarkeder.

Afdelingerne gav, som det kan ses af tabellen til højre, på denne baggrund generelt negative afkast i 2. kvartal. Du kan læse mere om afkastudviklingen og strategierne på siderne om de enkelte afdelinger.

Er det boomende salg af luksusvarer holdbart?

I temaartiklen denne gang sætter vi fokus på den eksplosive vækst inden for luksusvarer, og hvordan man som investor kan nyde godt af den stigende efterspørgsel efter luksusvarer fra særligt Kina. Vi ser de bedste langsigtede muligheder med laveste politiske risiko i den bredere luksuskategori, altså segmentet lige under de meget dyre mærker, der henvender sig lidt mere bredt til kunder i emerging markets. Den stigende middelklasse vil udgøre en stabil voksende købergruppe til luksusprodukter til rimelige priser. Selskaber, vi har investeret i, og som nyder godt af denne udvikling, er bl.a. spanske Inditex, Apple samt nogle af vores vestlige forbrugsgodeaktier som Nestlé og BAT.

Afdeling Globale Aktier SRI-AK

Vores nye afdeling Globale Aktier SRI-AK er nu med i kvartalsorienteringen for første gang efter børsnoteringen i marts. Afdelingen er for dig, som gerne vil have investeringskonceptet fra afdeling Globale Aktier, men som samtidig ønsker en etisk screening af investeringerne. Konkret betyder det eksempelvis, at vi ikke har tobaksaktier i afdeling Globale Aktier SRI-AK. Du kan læse mere om den nye afdeling på side 13. Du kan ligeledes finde yderligere materiale om afdelingen på foreningens hjemmeside.

Som altid er du velkommen til at kontakte os, hvis du har spørgsmål til Carnegie WorldWide, og hvorledes vi kan hjælpe dig med dine investeringsovervejelser. Med ønsket om en god sommer!

Tim Kristiansen Mikael Randel

Resultat 2. kvartal 2011 samt år til dato

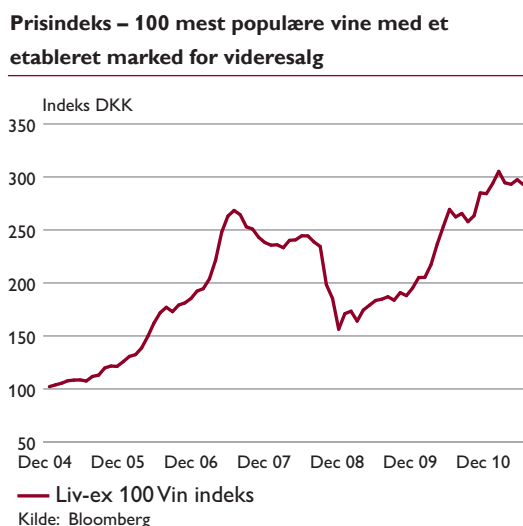
Afdeling	Afkast	Benchmark	Afkast	Benchmark
	2. kvrt.	2. kvrt.	06/2011	06/2011
Globale Aktier	-1,6%	-1,8%	-5,4%	-3,0%
Globale Aktier SRI-AK	-2,5%	-1,8%	-	-
Europa	-3,2%	0,3%	-2,4%	1,0%
Danske Aktier	-6,3%	-6,8%	-5,5%	-6,6%
Østeuropa	-8,0%	-3,9%	-8,4%	3,4%
Asien	-1,2%	-2,1%	-6,3%	-6,3%

Hvor meget er for meget for en flaske Château Lafite?

Af porteføljeforvalter Bo Knudsen

De massive prisstigninger på vin over de seneste år har særligt koncentreret sig om de mest kendte brands. Figur 1 viser udviklingen i ”Fine Wine”-indekset over de seneste seks år. Denne gunstige udvikling på dyre vine er bemærkelsesværdig, idet verden i samme periode har gennemlevet den værste bankkrise og globale økonomiske nedgang siden 2. verdenskrig. Hvad er det egentlig, der foregår?

Figur 1:



Der er ingen tvivl om, at stærk kinesisk efterspørgsel har transformeret vinmarkedet over de senere år. Der har i dette unge marked været en klar tendens til at købe de mest kendte brands. På det seneste har superbrandet Château Lafite dog oplevet stagnerende til faldende priser fra ekstremt høje niveauer. Ifølge eksperter breder det eksklusive kinesiske vinmarked sig nu fra superbrands i Bordeaux som Château Lafite til en bredere kreds af ”superseconds”, som Montrose og Palmer. Markedet modner og breder sine vinger ud til at omfatte flere producenter.

Hvorfor køber mennesker dyre vine og luksusgoder i det hele taget? Dette fascinerende emne er ikke temaet for dette sommerskrift fra Carnegie WorldWide. For en interessant

vinkel på dette emne vil vi henvise til Tor Nørretranders’ bog ”Det generøse menneske – umage giver mage”, hvor påfugleeffekten og logikken bag ved det smukke, men ikke særligt praktiske vedhæng en påfugl slæber rundt på, beskrives. Vi kan blot her konstatere, at den årtusind gamle trend, hvor mennesker og dyr synliggør sin sociale status gennem anskaffelse af umiddelbart overflødige produkter, også gælder de kommende mange år.

Emnet for denne udgave af kvartalsorienteringen er mere investeringsrettet. Der er store forventninger blandt kompetente analytikere til vækstrater på 20-30% i salget af luksusgoder i Kina. Samtidig har hæderkronede virksomheder som eksempelvis familieejede italienske Prada valgt at lade sig børsnotere og sælge en væsentlig del af familiens aktier på Hong Kong børsen. Som potentiel investor og dermed langsigtet køber af aktier inden for dette område, er målet for denne artikel at afdække, om det igangværende boom i salget af luksusvarer i særligt Kina er strukturelt holdbart. En investeringsmæssig anvendelig konklusion på denne problemstilling kræver svar på i hvert fald følgende tre spørgsmål:

- 1) Vil den stærke økonomiske vækst i særligt Kina fortsætte?
- 2) Vil luksusindustrien øge sin andel af den kinesiske økonomi?
- 3) Er vækstudsigterne for luksusindustrien allerede indregnet i aktiekurserne?

Ad 1. Vil den stærke økonomiske vækst i særligt Kina fortsætte?

Investeringsbanken CLSA mener, at kinesiske forbrugere i dag tegner sig for 15% af det globale salg af luksusvarer og ventes at udgøre hele 44% i 2020. Goldman Sachs og Barclays ser ligeledes voldsom vækst i forbruget af luksusgoder i særligt Kina med vækstrater på mellem 20% og 30% de kommende fem til ti år. For at forstå holdbarheden af denne trend er det derfor relevant at fokusere på særligt Kina.

Den kinesiske premierminister Wen Jiabaos skrev et sjældent indlæg i Financial Times den 24. juni, hvori han fremfører, at den indenlandske vækst skal være drivkraften for Kinas vækst de kommende år. Langsigtede investeringer i fysisk infrastruktur, uddannelse og miljø skal hjælpe den fortsatte industrialisering og urbanisering. Den høje inflation vil falde og er under kontrol, og yderligere investeringer i uddannelse og et bredere socialt sikkerhedsnet kombineret med fortsat urbanisering vil udjævne skellene mellem rig og fattig. En selvsikker Wen Jiabao fremhæver i artiklen, at Kina vil fortsætte en høj og stabil vækst de kommende år. Vi lader usikkerheden komme partiet til gode, og vores hovedscenarie er, at han får ret. Kina er et finansielt bostærkt ét-partistyrede system, som kontrollerer banksystemet, der låner penge til partistyrede lokale regioner, der i vid udstrækning foretager de nødvendige investeringer. Vi tror, at den abnorme vækst i bankgælden i særligt 2009, som hjalp Kina og formentligt resten af verden fri af finanskrisen, kan håndteres, og at de grundlæggende vækst drivere indtil videre er på plads. Den private sektor besidder fortsat et stort potentiale. Privatforbruget som andel af BNP er 36%. Ifølge Wang og Woo fra University of California (december 2010), er tallet, der inkluderer skjulte indkomster, nærmere 47%, og det sandsynlige scenarie er en stigning af forbrugsandelen til niveauer, der matcher den vestlige verden på nærmere 60%. Urbaniseringen på omkring 50% i Kina, hvilket matcher, hvor Japan var i midten af 1960'erne, og hvor Korea var i midten af 1970'erne, driver væksten. Den mest sandsynlige politiske trend er massiv støtte til urbanisering og det bredere forbrug, som understøtter kinesiske arbejdspladser.

Risikoen i Kina er fejlallokering af kapital. Banksystemet kanaliserer ikke tilstrækkeligt effektivt penge hen, hvor de gør mest gavn. Den statsejede del af samfundet har nok for let adgang til kapital, mens den private sektor har sværere ved adgang til attraktive lån. Denne risikofaktor er dog på nuværende tidspunkt ikke tilstrækkeligt dominerende i forhold til de positive vækst drivere, der kommer fra den offentlige investeringsaktivitet og vigtigst af alt, den basale sult efter fremgang og succes i den private del af erhvervs livet og i den kinesiske befolkning.



Samlet venter vi derfor fortsat stærk økonomisk vækst de kommende år i Kina – dog med en højere inflationstakt i forhold til de seneste år.

Ad 2. Vil luksusindustrien øge sin andel af BNP?

Det er særdeles svært at måle, hvor stort det reelle kinesiske forbrug af luksusgoder i andel af den samlede økonomi er. En væsentlig del af forbruget sker nemlig uden for Kinas grænser, idet kinesiske luksusskatter betyder, at eksempelvis ure er 20-40% dyrere i Kina i forhold til i Europa og Hong Kong. Barclays estimerer, at halvdelen af kinesernes køb af luksusgoder foretages uden for Kinas grænser. Det skal ses i lyset af, at det i dag kun er 20% af den kinesiske befolkning, der har visa og dermed mulighed for at rejse ud af Kina og til Hong Kong. Baseret på data fra CLSA udgør luksussalget omkring halvdelen af luksussalget målt i % af BNP i forhold til Japan. Det taler umiddelbart for et stort stigningspotentiale.

Stigende velstand

Stigende velstand øger naturligt det antal, som har råd til at anskaffe sig luksusgoder. Derfor danner den stærke vækst i størrelsen af den økonomiske middel- og overklassen en vækstdriver, som sandsynliggør en vækst, der ligger højere end en forventelig nominel vækst i økonomien på 10-15% de kommende år. Den politiske topprioritering i retning af at øge den indenlandske forbrugskraft støtter denne trend. Dette tema beskrev vi mere indgående i kvartalsorienteringen i 3. kvartal 2009.

” Det mest sandsynlige scenarie er, at luksusgodeindustrien trendmæssigt vil vokse stærkere end den brede økonomiske udvikling de kommende mange år – formentligt en trendvækst, der ligger 1,5 til 2 gange den nominelle vækst i økonomien i både Kina og på globalt plan.

Demografi

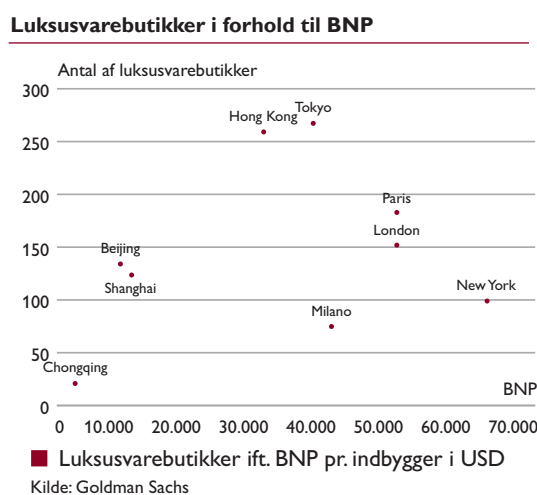
Den demografiske udvikling understøtter formentligt salget af luksusgoder de kommende 10 år. Den kraftigst voksende befolkning i Asien som helhed og Kina i særdeleshed er gruppen mellem 50-59 år – og det er den gruppe, der har bedst råd til at købe de dyre varer. Den yngre andel af befolkningen bliver fortsat lavere – til gengæld bliver de godt behandlet i ét-barns samfundet, hvor betegnelsen ”little emperors” henfører til, at enebarnet har typisk seks forsørgere, både forældre og to sæt bedsteforældre til at blive forkælet af.

Tilgængelighed

Ligeledes vil lettere tilgængelighed af luksusprodukter øge sandsynligheden for højere vækst. De internationale varemærkehuse vil de kommende år investere kraftigt i åbning af nye butikker. Det gælder især i de byer, som har mere end 1 mio. indbyggere, hvilket gælder for 89 i dag og formentligt 130 i 2025 ifølge Goldman Sachs. Potentialet knytter sig til udbygningen af butikker uden for Beijing og Shanghai. Realiseringen af planen om at bygge 78 lufthavne de kommende 10 år samt at øge antallet af luksushoteller fra nuværende 92 til mere end 200 de kommende år giver

oplagte steder for at åbne nye butikker. Så selv om Beijing og Shanghai har flere luksusbutikker end New York med et væsentligt lavere BNP niveau per indbygger, er der masser af potentiale, såfremt man vender blikket mod penetrationen i Japan som helhed og i Tokyo i særdeleshed, som det fremgår af figur 2. Det kan her fremhæves, at superbrandet Hermès ifølge konsulenthuset McKinsey har 20 butikker i Kina og 45 i Japan.

Figur 2:



Appetitten efter luksusgoder er generelt enorm i Asien, og det er nærliggende at kigge tilbage på udviklingen i Japan for at finde pejlemærker for det potentiale, der kan ligge i Kina. Der er dog betydelige forskelle imellem den demografiske profil for køb af luksusgoder i Japan og Kina. Drivkraften bag den store vækst i luksusgodeindustrien i Japan var de såkaldte kvindelige ”parasitter”, der boede hos deres forældre til op i 30’erne, hvor al indkomst derfor var disponibel indkomst. I Kina er det i langt højere grad, manden der er køber eller modtager af luksusprodukter.

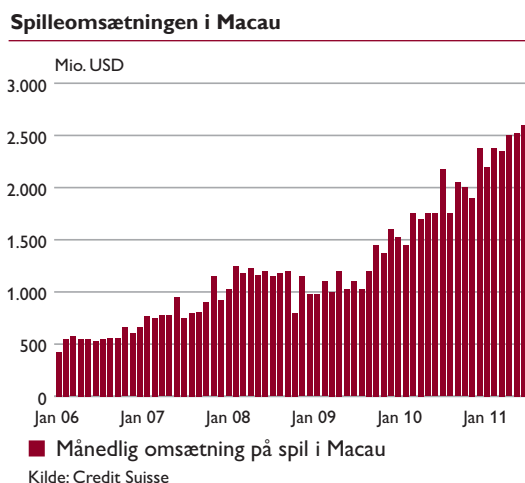
Gaver

Konsulentfirmaet Bain estimerer, at 30% af salget af luksusgoder i Kina er gaver. Det at give gaver er en vigtig del af kinesisk kultur. Men hvor går grænsen mellem gaver og korruption. Det kinesiske kommunistparti søger at slå hårdt ned mod korruption, men det ligger meget dybt i systemet og er besværligt at håndtere. Tidligere i år blev ministeren

for den aggressive udbygning af jernbanesystemet i Kina arresteret for at have modtaget bestikkelse for mere end 100 mio. Rmb. Ifølge The Economist har denne meget aktive embedsmand haft 18 elskerinder at holde styr på og købe luksusgaver til.

Der har været et sandt boom på Macau, den tidligere portugisiske koloni, som nu er mest kendt for at være et spillecentrum for kinesere. Figur 3 viser, at omsætningen er femdoblet de seneste fem år. Det er nok sandsynligt at antage, at en del af denne spilleaktivitet er positivt påvirket af muligheden for hvidvask af skjulte indtægter. Ligeledes benyttes Macau formentlig til at føre kapital ud af Kina. Den voldsomme udbygning af infrastrukturen i Kina giver anledning til mere korruption end i en mere udviklet økonomi. Den aktuelt hårdere linje mod korruption og lidt lavere aktivitet i forbindelse med salg af land vil være en negativ faktor for salget af luksusgoder.

Figur 3:



Risiko for politiske indgreb

Gini-koefficienten er et mål for forskellen mellem rig og fattig. I Kina er den steget fra 0,3 i 1980'erne til 0,47 i 2009 og ligger dermed over niveauet i USA og over det niveau, der skal tages som et advarselssignal, nemlig 0,4. Som Wen Jiabao derfor også påpeger i artiklen af 24. juni, er der politisk stor fokus på at udligne skellene. Dette gøres gennem øget fokus på urbanisering og gennem en kraftig udbygning

af den prismæssigt mere tilgængelige del af boligmassen på 10 mio. nye lejligheder om året ud af en samlet boligmasse på godt 200 mio. boliger i Kina de kommende år. Samtidig erkendes det politisk, at der skal være mulighed for at blive rig og have succes. Denne balance er besværlig at håndtere. Der er derfor en risiko for mere aggressive indgreb i forhold til de produkter, som stikker mest i øjnene – nemlig de absolutte superbrands i forhold til bredere luksusmærker. Der er allerede set kosmetiske tiltag som forbuddet mod at bruge ordet luksus i reklamer i bybilledet i et par af de store byer i Kina.

Kan det blive meget bedre på kort sigt?

Den nuværende lave realrente, hvor en placering på en indlånskonto giver -2%, de markante indgreb mod spekulation i ejendomsmarkedet og manglende mulighed for at købe udenlandske aktiver kombineret med en rigelighed af indenlandsk opsparing og likviditet skaber ideelle rammer for særligt urmarkedet og andre aktiver, som opfattes som værdifaste, som eksempelvis Château Lafite. Velunderrettede kilder påstår, at der er flere luksusure per indbygger i Shanghai end i Schweiz. Hvis du som velstående kineser har penge og ikke kan eller må placere dem værdifast andre steder, er det fristende at købe eksempelvis et Patek Philippe ur med en lang historik af værdifasthed og prestige. Hvis disse forhold skulle ændre sig, vil det påvirke den cykliske væksttakt og efterspørgsel efter særligt kostbare luksusprodukter.

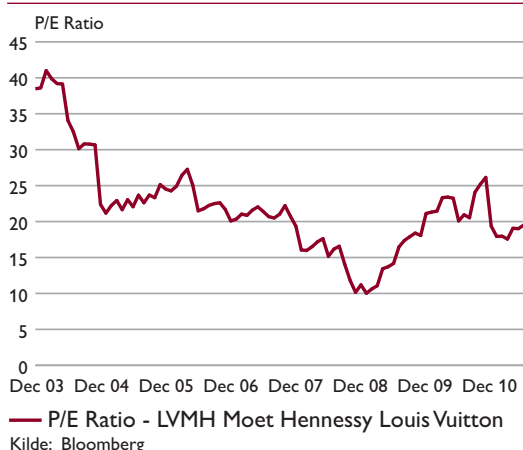
Det mest sandsynlige scenarie er, at luksusgodeindustrien trendmæssigt vil vokse stærkere end den brede økonomiske udvikling de kommende mange år – formentlig en trendvækst, der ligger 1,5 til 2 gange den nominelle vækst i økonomien i både Kina og på globalt plan. Der kan dog forventes markante cykliske udsving i takt med den økonomiske udvikling, hvor salget af luksusprodukter vil opleve større udsving end den generelle økonomiske udvikling. Ligeledes er der en politisk risiko for direkte og indirekte indgreb, som kan skade den generelle efterspørgsel efter disse produkter. Her er risikoen særligt stor for de absolutte superbrands, mens mere bredt tilgængelige og prisbilligere luksusgoder er mindre udsatte for politiske indgreb. Lige nu er betingelserne særdeles gode for køb af værdifaste luksusgoder. Det er nok også det Prada tænker på i forbindelse med deres børsnotering i Hong Kong.

Ad 3. Er vækstudsigterne for luksusindustrien allerede indregnet i aktiekurserne?

Dette generelle spørgsmål kan kun besvares ved specifik fokus på og analyse af de enkelte selskaber. Det største og mest profitable selskab i sektoren er LVMH, som ikke er inkluderet i vores portefølje i dag. Den historiske værdiansættelse ses i figur 4, og her fremgår, at selskabet hverken kan betegnes som dyrt eller billigt i forhold til sin nuværende indtjening. I en diskonteringsmodel med fornuftige antagelser er det indregnet på nuværende kursniveau, at selskabet skal øge sin omsætning med omkring 9% de kommende ti år. Det er sikkert realistisk i nuværende omgivelser.

Figur 4:

LVMH værdiansættelse – P/E baseret på 12 måneders rapporteret indtjening



Luksussektoren står over for en meget aggressiv investeringsperiode i særligt Kina. Generelt foretrækker vi at investere i selskaber, der allerede har været igennem den noget usikre investeringsfase, og som er eksponeret til høj vækst. Vi er dog parate til at investere i selskaber, hvor der er langsigtet høj strukturel vækst, såfremt vi mener, at disse investeringer er profitable og nødvendige. Ideelt set søger vi selskaber, der foretager investeringer, hvor det marginale afkast af de kommende investeringer er stigende.

De kritiske spørgsmål, man må forholde sig til på enkeltaktieniveau, er, om de kommende investeringer i butikker primært uden for de store byer i Kina leder til stigende afkast på kapitalen, eller om det er sandsynligt, at der er et aftagen-

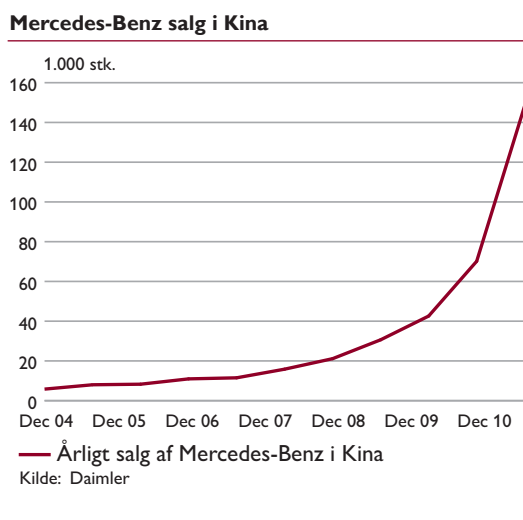
” De bedste langsigtede investeringsmuligheder med laveste politiske risiko befinder sig i den bredere luksuskategori, der henvender sig bredt til kunder i emerging markets. Den stigende middelklasse vil udgøre en stabil voksende købegruppe for luksusprodukter til rimelige priser.

de kapitalafkast ved at addere nye butikker. Det afhænger eksempelvis af, om man, som Chanel i 2004, bygger et sandt flagskib til 240 mio. USD i Ginza, Tokyo, eller om man behandler sin kapital med mere respekt. Ligeledes må man spørge sig, hvor mange butikker et luksusgodeselskab kan have uden at udvande sin brandværdi? En del af mystikken omkring et luksusmærke er, at det ikke er fuldt tilgængeligt for masserne. Yderligere kan lokal konkurrence dukke op og skabe en mere besværlig konkurrencesituation. Vi tror, at det er profitabelt at øge antallet af butikker specielt uden for de store byer i Kina. Der er ligeledes potentiale for de absolutte superbrands i andre dele af verden. Vi ser et bedre afkast/risiko-forhold i det bredere marked.

Tilgængelig luksus

De bedste langsigtede muligheder med laveste politiske risiko befinder sig i den bredere luksuskategori, der henvender sig bredt til kunder i emerging markets. Den stigende middelklasse vil udgøre en stabil voksende købegruppe for luksusprodukter til rimelige priser. Samtidig er risikoen for politiske indgreb mindre i dette segment, jævnfør den tidligere diskussion i denne kvartalsorientering. Vi anser selskabet Inditex, som designer og producerer modetøj i primært Spanien, som et selskab, der passer ind i denne mindre elitære trend. Inditex er derfor købt til den globale portefølje i kvartalet. Zara er nøglebrandet for Inditex, og den kommende selvfinansierede ekspansion på 500 butikker, heraf 120 butikker i Kina, følger det historisk gennemprøvede mønster for åbning af nye butikker, der sælger europæisk designet og europæisk produceret modetøj til attraktive priser. Aktien indregner en omsætningsvækst på 8-9% de kommende 10 år under rimelige profitabilitetsantagelser, og vi anser selskabet som attraktivt på nuværende kurser.

Figur 5:



Figur 5 viser salget af Mercedes-Benz-biler i Kina de seneste 10 år. Kurven er eksponentielt stigende, og det yderligere interessante er, at en væsentlig del af salget i Kina er i den dyreste S-klasse. Som ejere af Daimler-aktien siden primo 2010 har vi haft glæde af denne eksplosive udvikling. Vi venter en langsigtet gunstig udvikling i dette salg, men en afbøjning af både salgs- og profitabilitetskurven for Daimler i Kina. Vi vil fortsat holde aktien særligt på grund af det gode potentiale i lastbilsdivisionen. Daimler-aktien er prisfestsats på et lavere niveau, der afspejler den mere aggressive cyklus, der gælder for en bil- og lastbilproducent som Daimler.

Konklusion

Luksus henfører til overflødige overflodsprodukter. Når en gruppe forskere fra HEC Business School i Paris (ja hvor ellers...) skal definere luksus, fremhæver de følgende begreber: udsøgt kvalitet, høj pris, knaphed og unika, æstetik, sanselighed, arv og historie. Vi lever dog i en verden, hvor omsætningen inden for dette område ifølge CLSA i hvert fald overstiger 170 mia. euro og derfor alligevel synes nødvendigt og ikke overflødigt for en stor del af verdens befolkning. Betingelserne for salg af luksusgoder i Kina lige nu er særdeles gode og de sidste par års vækstrater bør derfor fremskrives med forsigtighed. Det langsigtede stærke potentiale er bundet op på fortsat vækst i emerging markets og Kina.



Vi ser et holdbart boom i salget af de lidt bredere luksusprodukter, som er tilgængelige for den bredere befolkning. I perioder vil det være vældigt lønsomt at eje de mere klassiske superbrands, men disse aktier har et mere cyklisk element. Ligesom i det dyreste segment af det kinesiske vinmarked, tror vi, at væksten i luksusmarkedet folder sig mere ud og gavner det bredere luksusmarked.

Det er umuligt at sætte den rette pris på Château Lafite. For hvor meget skal man betale for et så tidløst produkt med så megen historie, hvor Galilei for mange år siden udtalte: "vin er sollys, som holdes sammen af vand". Symbol- og dermed realværdien af unikke brands vil fortsætte med at stige. Eksisterende superbrands og bredere appellerende nye og gamle brands vil udgøre en central del af vores langsigtede investeringsunivers. Væksten i emerging markets og særligt Kina vil understøtte denne langsigtede trendudvikling. Mennesket har brug for "overflødige" produkter, og det kan man tjene penge på som investor i denne fascinerende trend med påpasselig og selektiv aktieudvælgelse.



Globale Aktier

Resumé

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 tager aktiemarkedet nu en pause. Ligeledes peger den globale økonomiske aktivitet nu i retning af en vækstpause. Vores hovedscenarie er, at denne pause bliver forholdsvis kort. Vores portefølje er lagt an på mere langsigtede forhold, og strategien er kun marginalt påvirket af dette. Afdeling Globale aktier klarede sig lidt bedre end markedet i kvartalet. Kvartalet gav et negativt afkast på 1,6%, og årsafkastet ligger på -5,4% i et foreløbigt svagt aktieår. Afdeling Globale Aktier har lav eksponering til Sydeuropa og til europæiske og amerikanske banker. Vi venter fortsat lav trendvækst i den globale økonomi, og vi ser mest positivt på væksten i emerging markets, trods risikoen for vedvarende høj inflation.

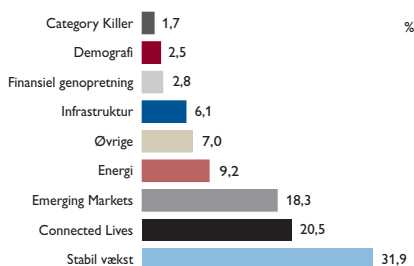
2. kvartal 2011

Det samlede resultat for 2. kvartal var et fald på 1,6%, mens Morgan Stanleys verdensindeks faldt 1,8% i kvartalet. På sektorniveau havde medicinalindustrien for en gangs skyld et godt kvartal, ligesom nydelsesmiddelsektoren klarede sig godt. Andre defensive sektorer som telekom havde et svagt kvartal sammen med energi, banker og teknologi. Nestlé og BAT bidrog mest positivt i kvartalet, mens energiselskabet Peabody sammen med Google bidrog mest negativt. Fra en tematisk vinkel var det de stabile vækstselskaber i porteføljen, der gjorde det godt, mens energi og teknologitemaet ”forbundne liv” gjorde det mindre godt.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Vores investeringsstrategi er fortsat lagt an på forventninger om lav global økonomisk vækst. Selvom de negative overskrifter om krisen i Grækenland og de svage statsfinanser i det meste af den vestlige verden dominerer, var reaktionen i aktiemarkedet behersket negativ. Verden befinder sig trendmæssigt i en økonomisk opsvingsfase efter den voldsomme bankkrise i 2008 og 2009. Disse opgange er normalt kendetegnet ved en efterfølgende lav trendvækst. Til gengæld holder centralbankerne renterne lavere i en længere periode, og det understøtter aktier. De tidligere uafhængige centralbanker er nu i mange lande at betragte som finansministeriets forlængede arm. De seneste svagere nøgletal fra særligt USA og truende inflationsdata fra emerging markets signalerer et klart svagere makrobillede. Alle spørger nu, hvor lang denne cykliske vækstpause skal være, og om vi er på vej ind i en ny økonomisk nedgang. Det er vores opfattelse, at det generelle aktivitetsniveau i den vestlige verden er lavt og vil komme tilbage igen. Figuren til venstre viser bilsalget i den udviklede del af verden og i emerging markets. Som det ses, er niveauet for bilsalget i den vestlige verden lavt, og det er svært at se et yderligere fald herfra, bl.a. på grund af det løbende behov for fornyelse af bilparken.

Temaoversigt pr. 30.06.2011



Det ville være forløsende for de globale aktiemarkeder med aftagende inflation i Kina og Indien samt en mere holdbar løsning på den europæiske gældskrise. Her ligger potentialet på kortere sigt.

Afdelingen har en høj andel af multinationale selskaber, som vil nyde godt af en global vækst drevet af emerging markets. Ligeledes har vi en særlig eksponering til udvalgte selskaber i energi- og teknologisektoren og enkelte aktier noteret direkte i emerging markets.

Omlægninger i kvartalet

I kvartalet købte vi spanske **Inditex** til porteføljen. Inditex har mere end 5.000 detailforretninger fordelt over ni mærker med Zara som det mest dominerende. Selskabets modetøj designes og produceres primært af selskabet selv i Spanien. Dette giver en god fleksibilitet for Inditex, hvor de kan reagere hurtigt og effektivt i forhold til skift i moden. Hermed reduceres risikoen for at skulle nedskrive varelagre, og det giver bedre muligheder for at håndtere modeskift. De vigtigste markeder i dag er Spanien, Mexico, Portugal, Frankrig og Italien. Trods hårde økonomiske tider i flere af disse lande har salget af produkter holdt sig godt. Til gengæld vokser Inditex stærkt i Asien, hvor Zara er et hurtigt voksende og tilgængeligt luksusmærke med attraktive priser på produkterne. Den positive side af krisen i Spanien er god tilgængelighed af kvalificeret arbejdskraft, som ikke kræver højere lønninger. Lønstigninger er problemet for selskaber, som primært har deres produktion i Asien. Selskabet er gældfrit og betaler en dividende på 3%. Selskabet handles på en P/E omkring 20, og det er rimeligt, når væksten, kvaliteten og profitabiliteten af selskabet tages i betragtning.

Makrourikkerhed, men en bomstærk virksomhedssektor

Også 2011 bliver et år, hvor efterdønningerne efter bankkrisen dominerer aviserens forsider. Inde i avisen kan man i højere grad læse om en global virksomhedssektor 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. Med store statsunderskud i særligt den vestlige verden truer højere skatter og mere regulering. Det udgør en negativ faktor for væksten de kommende år. Modsat er det store håb for fremtiden væksten i emerging markets og særligt Kina og Indien. Hvis vi i løbet af de næste måneder ser, at inflationen kommer under kontrol i Kina og Indien, kan det være med til at forløse noget positiv energi på de globale aktiemarkeder.

Forventninger til Globale Aktier

Vi har en overvægt i stabile aktier, men også en mere balanceret profil i forhold til tidligere. Således er der eksponering til teknologi- og energisektoren samt særligt en stor indirekte eksponering til emerging markets gennem store selskaber noteret på de vestlige børser. Efter en pause over sommeren ser vi mere potentiale for globale aktier, selvom der er betydelige makrorisici. De største aktier er attraktivt prisfastsat, og miljøet nu er godt i forhold til at forløse dette potentiale.

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

Risikomærkning

Læs mere om risikomærkning på: www.cww.dk

Fondskode DK0010157965

Afdelingens start: 30.06.1990

Læs mere på: www.cww.dk/ga

Nøgletal

	30.06.11	31.03.11
Formue (i 1.000 kr.)	3.850.220	4.292.885
Cirkulerende andele stk.	8.417.639	9.144.645
Udbytte	4,50	0,00
Indre værdi	457,40	469,44
Officiel kurs	450,88	467,07

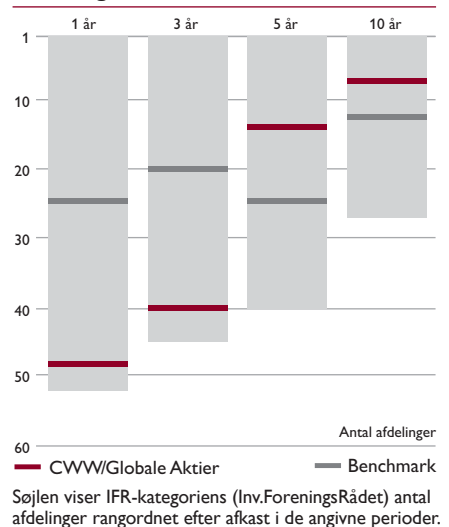
Afkast/Merafkast i %	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Globale Aktier	3,0	-4,1	4,4	5,3	9,9
Benchmark*	10,1	10,5	-1,1	-13,3	5,3
Globale Aktier merafkast ift. benchmark*	-7,1	-14,6	5,5	18,6	4,6

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

Afkastudvikling (start indeks 100)



Placering i IFR's afkaststatistik



Aktieporteføljen pr. 30.06.2011

	USA & Canada	Storbritannien	Kontinental-europa	Japan	Øvrige Fjernøsten	Emerging Markets	Total	Benchmark*
Energi	Peabody Energy 3,7 Suncor Energy 2,6	BG Group 2,9			Sinopec 2,5		11,7	11,8
Råvarer	Newmont Mining 2,5		Holcim 2,7				5,2	9,1
Industri og service	Praxair 3,3 Union Pacific 3,4		ABB 3,4				10,1	11,0
Forbrugsgoder - cykliske			Daimler 4,5 Inditex 1,7				6,2	10,1
Forbrugsgoder - defensive	Philip Morris Intl. 3,4	BAT 9,1 Diageo 2,8	Nestlé 7,7				23,0	9,5
Medicinal			Roche 2,5				2,5	8,6
Finans		Standard Chartered 3,4	DnB NOR 2,2 Allianz 2,8		HDFC 7,4 ICBC 2,8		18,6	20,2
Informations-teknologi	Hewlett-Packard 2,7 Apple 2,9 Google 3,5			Canon 3,2	Samsung Electronics 3,6		15,9	11,3
Telekommunikation		Vodafone 4,6					4,6	4,6
Koncessioneret service							0,0	3,8
Andet					CWW/Asien 2,2		2,2	0,0
Total	28,0	22,8	27,5	3,2	18,5	0,0	100,0	-
Benchmark*	47,4	8,4	17,4	7,8	5,1	13,9	-	100,0

* Benchmark er pr. 1.1.2010 ændret fra MSCI aktieverdensindeks til MSCI All Country aktieverdensindeks inkl. geninvesterede nettoudbytter omregnet til DKK. Tallet bagved navnet på aktien angiver i procent andelen af Carnegie WorldWide/Globale Aktiers aktiebeholdning.



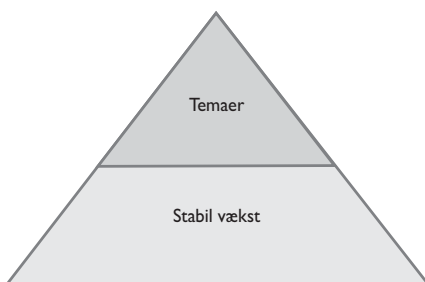
Globale Aktier SRI-AK

Resumé

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 opgang tager aktiemarkedet nu en pause. Den globale økonomiske aktivitet peger nu i retning af en vækstpause. Vi tror, at denne pause bliver forholdsvis kort. Investeringerne er lagt an på mere langsigtede forhold, og strategien er kun marginalt påvirket af dette. Afdelingen klarede sig lidt dårligere end aktiemarkedet i 2. kvartal.

2. kvartal 2011

Afkastet på afdelingen var i kvartalet -2,5%, hvor afdelingens benchmark faldt 1,8%. Afdelingens underperformance kan primært henføres til investeringen i Temenos, der faldt 21%. Yderligere var der en mindre negativ effekt fra mineselskabet Xstrata, energiselskabet Peabody og Google. Det bedste afkast kom fra Danone, der steg 14%. De defensive vækstaktier som Nestlé, Roche og PepsiCo gik det ligeledes generelt godt.



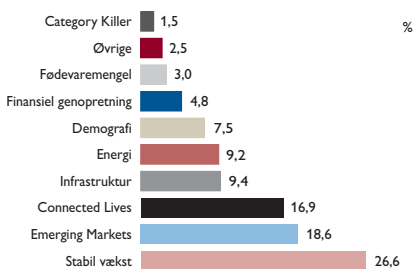
Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Afdelingens investeringsstrategi er som afdeling Globale Aktier fortsat lagt an på forventninger om lav global økonomisk vækst, vedvarende lave renter i vesten samt fortsat solid vækst i udviklingsøkonomierne. Afdelingen har en høj andel af multinationale selskaber, som vil nyde godt af en global vækst drevet af emerging markets. Ligeledes har vi en særlig eksponering til udvalgte selskaber i råvare, energi- og teknologisektoren.

Omlægninger i kvartalet

I kvartalet købte vi den spanske tøjproducent **Inditex** og mineselskabet **Xstrata**. Inditex er beskrevet nærmere under Afdeling Globale Aktier på side 11. Xstrata er en af verdens fem største mineselskaber, og selskabet har sine hovedaktiviteter inden for produktion af kobber og kul samt i mindre omfang aluminium, zink og nikkel. Vi vurderer, at kobber og kul er langsigtede interessante råvarer, idet begge vil opleve en meget høj efterspørgselsvækst, og udbuddet er de kommende mange år begrænset. Særligt anvendelse af kul til el-produktionen vokser hastigt drevet af Kina og fremadrettet også Indien. Udbygningen af kulfyrede kraftværker så voldsom, at der kan blive mangel på kul. Dette forventer vi vil holde prisen på (termisk) kul på et meget højt niveau i årene fremover. Der er ligeledes mangel på kobber. Mange kobberminer oplever faldende udvindingsprocenter, hvilket betyder, at der skal udvindes stadigt mere malm for at opretholde samme kobberproduktion. Der er klare tegn på, at historisk vigtige kobberområder i Chile, USA og Peru har svært ved at fastholde produktionen, samtidig med at væksten i udviklingsøkonomierne fortsætter drevet af bl.a. infrastrukturudbygninger.

Temaoversigt pr. 30.06.2011



Forventninger til Globale Aktier SRI-AK

Se afsnit under afdeling Globale Aktier side 11.

Investeringsfilosofi

Afdelingens målsætning er at skabe langsigtet høj værditilvækst, der overstiger markedsafkastet med en moderat risiko på niveau med eller under markedsrisikoen.

Afdelingen investerer fortrinsvis i danske og udenlandske aktier eller aktiebaserede værdipapirer. Afdelingen investerer i 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, distribution og salg af alkohol, tobak, ponografi, hasardspil, våben eller teknologiske produkter, som specifikt anvendes til våben.

Afdeling Globale Aktier SRI-AK har samme investeringsproces som afdeling Globale Aktier, men inden der investeres i et nyt selskab, screenes porteføljen af en ekstern konsulent, som sikrer, at selskaberne i porteføljen overholder internationale konventioner og normer samt udviser sociale- og miljømæssige hensyn.

Risikomærkning	■
Læs mere om risikomærkning på:	www.cww.dk

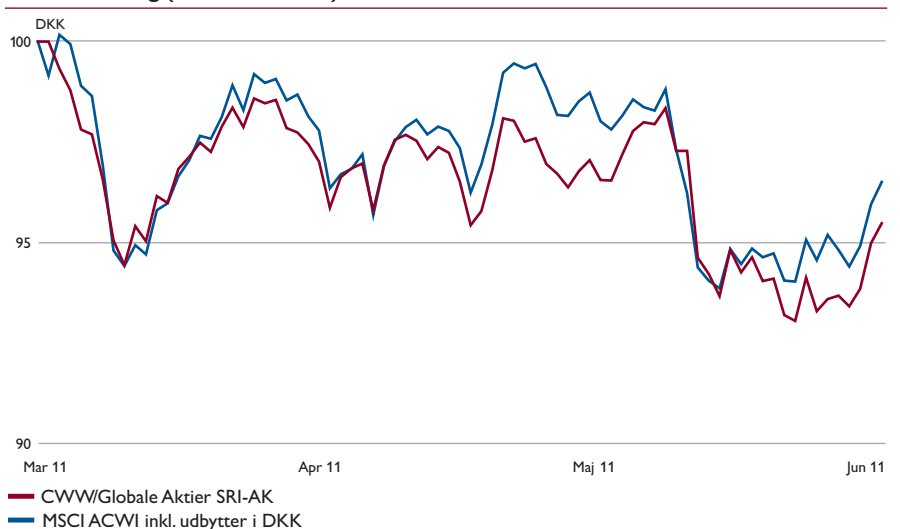
Fondskode	DK0060287217
Afdelingens start:	23.11.2010
Læs mere på:	www.cww.dk/ga-sri

Nøgletal	30.06.11	31.03.11
Formue (i 1.000 kr.)	43.063	-
Cirkulerende andele stk.	451.146	-
Udbytte	0,00	-
Indre værdi	95,45	-
Officiel kurs	96,20	-

Afkast/Merafkast i %	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid
Carnegie WorldWide/Globale Aktier SRI-AK	-	-	-	-	-4,6
Benchmark*	-	-	-	-	-3,5
Globale Aktier merafkast ift. benchmark*	-	-	-	-	-1,1

Risikonøgletal er først tilgængelige efter 3 år	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	-	-	-	-
Std.afv. % p.a. benchmark*	-	-	-	-
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	-	-	-	-

Afkastudvikling (start indeks 100)



Aktieporteføljen pr. 30.06.2011

	USA og Canada	Storbritannien	Kontinental-europa	Japan	Øvrige Fjernøsten	Emerging Markets	Total	Benchmark*
Energi	Peabody Energy 3,7 Suncor Energy 2,6	BG Group 2,9			Sinopec 2,5		11,7	11,8
Råvarer	Newmont Mining 2,5	Xstrata 2,8	Holcim 2,4 Syngenta 3,0				10,7	9,1
Industri og service	Praxair 3,5 Union Pacific 3,4		ABB 3,4 FLSmidth & Co. 3,6				13,9	11,0
Forbrugsgoder - cykliske			Inditex 1,5				1,5	10,1
Forbrugsgoder - defensive	General Mills Inc. 2,5 Pepsico 3,5		Danone 4,0 Nestlé 7,5				17,5	9,5
Medicinal			Novo Nordisk B 4,3 Roche 3,2				7,5	8,6
Finans		Standard Chartered 3,4	Allianz 2,6 DnB NOR 2,2		HDFC 7,1 ICBC 2,8		18,1	20,2
Informationsteknologi	Apple 2,7 Google 3,8 Hewlett-Packard 2,6		Temenos Group 2,2	Canon 3,1			14,4	11,3
Telekommunikation		Vodafone 4,7					4,7	4,6
Koncessioneret service							0,0	3,8
Andet							0,0	0,0
Total	30,8	13,8	39,9	3,1	12,4	0,0	100,0	-
Benchmark*	47,4	8,3	17,5	7,8	5,2	13,8	-	100,0

* Benchmark er MSCI All Country aktieverdensindeks inkl. geninvesterede nettoudbytter omregnet til DKK. Tallet bagved navnet på aktien angiver i procent andelen af Carnegie WorldWide/Globale Aktier SRI-AKs aktiebeholdning.



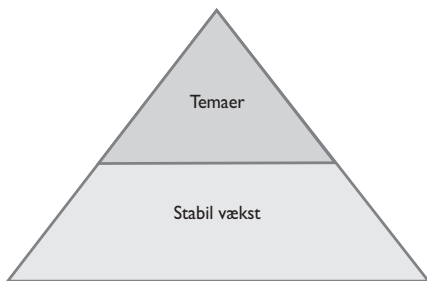
Europa

Resumé

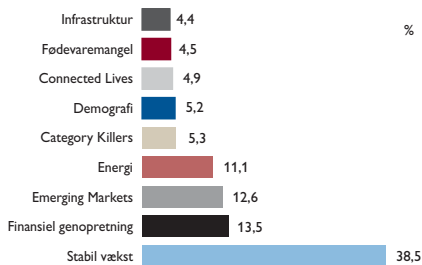
Grækenlands solvensproblemer satte dagsorden for aktiemarkederne i andet kvartal. I løbet af juni steg nervøsiteten for, at den græske regering ikke kunne samle tilslutning til de afgørende spareplaner. Spareplanerne blev godkendt, hvilket løftede de europæiske aktiemarkeder, der endte med at stige 0,3% i kvartalet. Afdelingen oplevede desværre lidt modgang på udvalgte aktier, og den indre værdi faldt med 3,2%.

EU's politikere arbejder hårdt for at redde euroen i sin nuværende form fra at bryde sammen. Trods begrænset velvilje fra de stærke lande, så er det mest sandsynlige scenarie, at det kan lykkes at skubbe problemerne foran sig i en årrække.

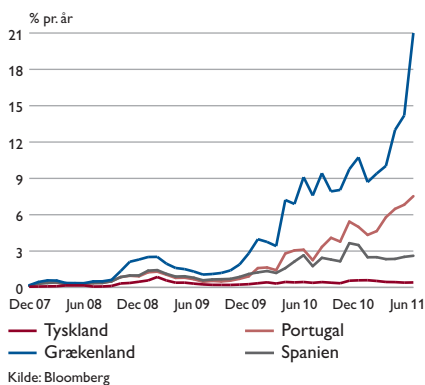
Faktum er, at vi finder mange spændende investeringer blandt Europas succesfulde selskaber. De er ofte store og særdeles velkonsoliderede, ligesom store dele af omsætningen ligger uden for Europa. Hertil kommer, at værdifastsættelsen er lav grundet situationen i Sydeuropa. Blandt dem er afdelingens nye selskaber: Royal Dutch Shell og Wolters Kluwer.



Temaoversigt pr. 30.06.2011



Risikoen for statsbankerot (5-årige Credit Default Swaps)



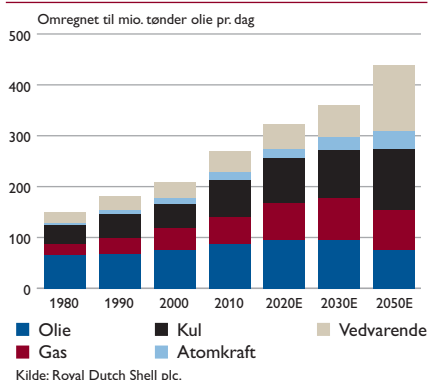
Afkast i 2. kvartal

Grækenlands solvensproblemer satte dagsorden for aktiemarkederne i andet kvartal. I løbet af juni måned steg nervøsiteten for, at den græske regering ikke kunne samle tilslutning til de afgørende spareplaner. Spareplanerne blev godkendt, hvilket løftede de europæiske aktiemarkeder, der endte med at stige 0,3%. Afdelingen oplevede desværre lidt modgang på udvalgte aktier, og den indre værdi faldt derfor med 3,2%. Cirka halvdelen af faldet skyldtes en af sidste års højdespringere, Temenos, hvis aktiekurs faldt godt 20% i kvartalet. Vi har fortsat tillid til selskabet, og vi ser tilbagefaldet som en mulighed for den langsigtede investor. Afdelingens olieaktier oplevede også lidt modvind grundet den faldende oliepris.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Den globale gældskrise er et kompliceret spil med mange deltagere og store underliggende risici. De sidste par uger har de finansielle markeder reageret positivt, blandt andet som følge af en faldende oliepris. Den største positive begivenhed var dog, at de græske spareplaner blev godkendt af parlamentet, hvilket giver mulighed for, at Grækenland kan få næste lånebeløb udbetalt fra EU og IMF. Det er vores opfattelse, at der blot er tale om en udskydelse af Grækenlands bankerot, idet de underliggende forhold så som manglende konkurrenceevne er svære at løse igennem drastiske kartoffelkure. Sandheden er nok snarere, at politikerne håber på, at lande som Spanien og Italien får styr på deres budgetproblemer i de næste par år, så EU til den tid står stærkere. Derved undgår EU, at en gældsrestrukturering af den græske, portugisiske og irske gæld smitter af på andre.

Global energiforsyning



Forventninger til Europa

Sydeuropa oplever negative økonomiske vækstrater, hvilket trækker Europas samlede økonomi ned. Vi kan derfor ikke forvente mere end 1,5-2% vækst i årene fremover.

EU's politikere arbejder hårdt for at redde euroen i sin nuværende form fra at bryde sammen. Trods begrænset velvilje fra de stærke lande, så er det mest sandsynlige scenarie, at det lykkes at skubbe problemerne foran sig i en årrække.

Faktum er, at vi finder mange spændende investeringer blandt Europas succesfulde selskaber. De er ofte store og særdeles velkonsoliderede, ligesom store dele af omsætningen ligger uden for Europa. Hertil kommer, at værdifastsættelsen er lav grundet situationen i Sydeuropa.

Der arbejdes hektisk i EU på at skabe grundlag for, at de private investorer i græske statsobligationer kan tage del i redningen af Grækenland. Investorerne skal acceptere en vis form for løbetidsforlængelse på deres obligationer, men det kan blive en overordentlig svær opgave. Det er nemlig sandsynligt, at kreditvurderingsinstitutterne vil tolke det som en delvis statsbankerot. Som det kan ses af figuren på foregående side, vurderer markedet fortsat sandsynligheden (CDS – Credit default swap) for Grækenlands bankerot som meget høj.

Afdelingen vedbliver derfor med at have en meget lille eksponering til Portugal, Irland, Grækenland 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. 43%) med stærke balancer og hjemmehørende i lande som Tyskland, England, Schweiz og Skandinavien.

Foruden kernen af stabile vækstselskaber består porteføljen af en række investeringer inden for diverse væksttemaer. De største temaer er fortsat emerging markets samt råvarer og energi. Vi er positive på udviklingen i den globale økonomi, som i mange år fremover vil være drevet af udviklingen i emerging markets. Væksten i emerging markets driver også efterspørgselsvæksten i råvarer og energi. Sidste år steg energiforbruget over 5% - en trend, vi forventer, vil fortsætte. Som det ses af figuren øverst til venstre, så vil væksten være stærkest inden for kul og gas. Som følge heraf har vi adderet endnu et spændende energiselskab, der i de sidste 5-7 år har investeret tungt i gasaktiver.

Omlægninger i kvartalet

I kvartalet solgte vi guldsekskabet **Petropavlovsk** og teleselskabet **KPN** for at skabe plads til Royal Dutch Shell og Wolters Kluwer.

Royal Dutch Shell er et af verdens store integrerede olieselskaber, som i de kommende år vil høste frugterne af et meget stort investeringsprogram, som blev iværksat i midten af sidste årti. Shells vækst på mellemlangt sigt drives af olieudvinding på ultra-dybt vand, oliesand samt kommercialisering af meget store gasfund i Qatar og Australien. Selskabet har udviklet en række innovative teknologier, som GTL (gas til diesel) og FLNG (flydende produktion af flydende gas), der vil åbne betydelige muligheder for selskabet fremover. Shell er lavt vurderet, hvilket, vi mener, vil ændres, når væksten i indtjening realiseres, og udbyttet til aktionærene hæves.

Vi har købt hollandske **Wolters Kluwer**, der er en af verdens største udgivere af professionel information inden for skat, finans, jura og farma. Godt 70% af informationen foregår on-line, og Wolters Kluwer tilbyder diverse softwareløsninger til proces-, omkostnings- og produktivitetsoptimering. Forretningsmodellen er for den største del baseret på kunders løbende abonnementsbetalinger. Selskabet er globalt og er stærkt positioneret i både USA og Europa. Aktien er attraktivt prifsatsat med stærkt frit cash-flow og et pænt udbytte. Desuden forventer vi en accelererende organisk vækst i de kommende år, underbygget af stigende aktivitet inden for bl.a. revisionsbranchen i USA, og øget fokus på selskabets vækstmarkeder.

Investeringsfilosofi

Afdelingens målsætning er at skabe en langsigtet høj værditilvækst, der overstiger markedsafkastet, med en moderat risiko på niveau med eller under markedsrisikoen.

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

Afdelingen investerer i europæiske aktier og kan endvidere investere op til 30% i Østeuropa uden for EU, herunder potentielle kandidater til optagelse i EU samt de tidligere sovjetstater.

Risikomærkning

Læs mere om risikomærkning på: www.cww.dk

Fondskode DK0010312529

Afdelingens start: 23.05.2005

Læs mere på: www.cww.dk/eu

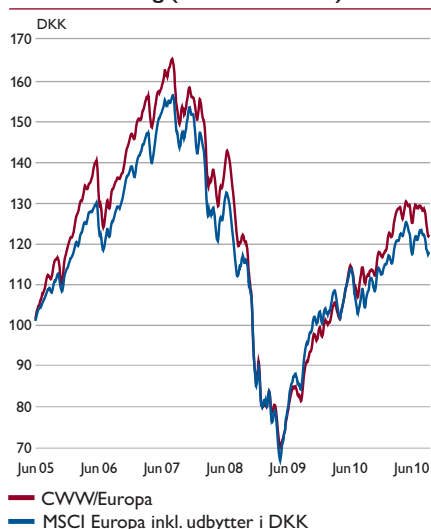
Nøgletal

	30.06.11	31.03.11
Formue (i 1.000 kr.)	114.822	138.022
Cirkulerende andele stk.	1.091.663	1.250.163
Udbytte	1,75	0,00
Indre værdi	105,18	110,40
Officiel kurs	103,70	110,30

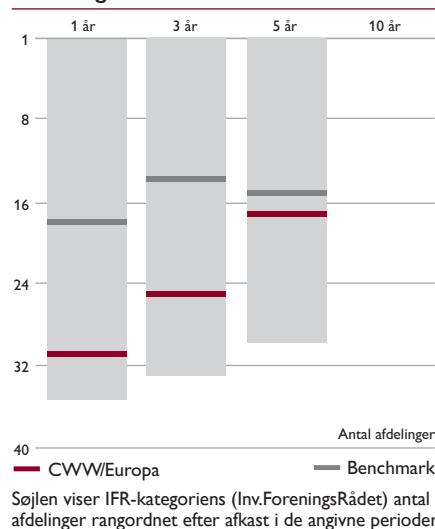
Afkast/Merafkast i %	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Europa	12,0	-3,6	-4,7	-	3,6
Benchmark*	15,1	2,3	-2,5	-	3,1
Europa merafkast ift. benchmark*	-3,1	-5,9	-2,2	-	0,5

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	18,3	16,8	-	16,0
Std.afv. % p.a. benchmark*	18,8	17,3	-	16,2
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	-0,2	-0,2	-	0,1

Afkastudvikling (start indeks 100)



Placering i IFR's afkaststatistik



Aktieporteføljen pr. 30.06.2011

	Norden	UK og Irland	Centraleuropa	Sydeuropa	Østeuropa	Total	Benchmark*
Energi		BG Group 4,1 Royal Dutch Shell A 3,1 Tullow Oil 3,9				11,1	10,8
Råvarer		Avocet Mining 2,0 Xstrata 3,4	Syngenta 4,5			9,9	10,7
Industri og service	DSV 5,3		ABB CH 2,6	Prysmian 1,8		9,7	11,4
Forbrugsgoder - cykliske			Metro 2,6 Wolters Kluwer 3,2	Ebro Puleva 4,1		9,9	8,9
Forbrugsgoder - defensive	Swedish Match 4,7	BAT 7,3	Nestlé 6,8	Jeronimo Martins 3,3		22,1	12,3
Medicinal	Novo Nordisk 2,8		Roche 2,4			5,2	10,4
Finans		Prudential 2,8 Standard Chartered 3,1	Allianz 4,0 Zurich Financial Services 3,5		Is Gayrimenkul Yatirim Ortakligi 1,4 Türkiye Sinai Kalkinma Bankasi 2,7	19,9	21,0
Informationsteknologi	DnB NOR 2,4		SAP 4,1 Terminos Group 3,2			7,3	3,0
Telekommunikation		Vodafone 4,9				4,9	6,3
Koncessioneret service						0,0	5,2
Andet						0,0	0,0
Total	15,2	34,6	36,9	9,2	4,1	100,0	-
Benchmark*	9,2	32,5	47,9	10,4	-	-	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 gav et afkast på -6,3% i 2. kvartal 2011, hvilket var lidt over afkastet på det danske aktiemarked.

Danske aktier er attraktivt prisfastsat og vil kunne udvikle sig gunstigt, når den makroøkonomiske usikkerhed aftager.

Afkastet og markedet i 2. kvartal 2011

Carnegie WorldWide/Danske Aktier gav et afkast på -6,3% og klarede sig således 0,5%-point bedre end det generelle danske aktiemarked i kvartalet. Bidragende hertil var en overvægt i G4S, SimCorp og North Media samt undervægten i Pandora. I første halvår har afdelingen givet et afkast på -5,5%, hvilket er 1,1%-point bedre end det danske aktiemarked.

Aktiemarkedet udviklede sig gradvist dårligere og dårligere i kvartalet i takt med dårlige nøgletal fra den amerikanske økonomi og stigende usikkerhed om redningsplanerne for Grækenland. Investorerne blev mere og mere nervøse for, at en ny økonomisk nedtur er nært forestående. Det pressede især de cykliske aktier. Specifikt for det danske aktiemarked gav konkursen i Fjordbank Mors en fornyet international frygt for, at det danske banksystem ikke er holdbart, hvilket satte mærkbare negative spor hos specielt de mindre danske bankaktier. Situationen hos de mindre danske banker er kritisk, men det er primært den manglende adgang til lånekapital, der er problemet. Solvensproblemet eksisterer kun i nogle få udvalgte små banker. Langt hovedparten af bankerne har et udlånsoverskud, som de står foran at skulle refinansiere. Dette sker normalt på de internationale lånemarkeder via udstedelse af obligationslån. Men finanskrisen og især Amagerbankens konkurs har fuldstændig lukket den finansieringskilde, og det betyder, at småbankerne ikke kan refinansiere deres lånebehov, når de eksisterende obligationslån udløber.

Kursudvikling Pandora



Kvartalets helt store negative overraskelser har været Pandora og Vestas. Disse selskabers aktier er faldet kraftigt drevet af udenlandske investeringsfondes massive salg. Tesen bag kursfaldet for begge selskaber er, at de går en meget svær tid i møde med en kraftigt reduceret indtjening. Vi mener, at denne tese er meget spekulativ og i nogen grad udtryk for et unuanceret verdensbillede. Tendensen med de udenlandske investeringsfonde, som aggressivt køber eller sælger en aktie, forventer vi dog er kommet for at blive og er en faktor, som vi vil være nødsaget til bedre at forstå og håndtere i fremtiden.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Porteføljen er marginalt overvægtet i de cykliske sektorer/aktier, eftersom vi fortsat tror på en moderat økonomisk fremgang, som disse selskaber generelt

Kursudvikling Vestas



vil få gavn af. Finanssektoren er neutralvægtet, mens vi har en lille undervægt i de defensive aktier. Vægtningen mellem de tre hovedgrupper er p.t. overvejende styret af selskabsspecifikke forhold og kun i mindre omfang af de makroøkonomiske forventninger. Indtjeningsmomentum, vurdering og selskabsspecifikke risici vurderes p.t. at være de vigtigste faktorer for afkastudviklingen.

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

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

Forventninger til Danske Aktier

Vi forventer, at den nuværende usikkerhed på aktiemarkedet vil vare sommeren over, men rigtigt meget afhænger af udviklingen i den amerikanske økonomi. Kan den amerikanske økonomi fortsætte med en pæn vækst efter udløbet af de pengepolitiske lempelser (QE2) medio 2011, vil der være basis for en pæn markedsreaktion. Mange og især de cykliske aktier er solgt ned på grund af frykten for en ny recession. Forsvinder denne frygt, vil især disse aktier kunne udvise et kortsigtet stort kurspotentiale.

Det danske aktiemarked er generelt attraktivt prisfastsat med en implicit risikopræmie på 7%, hvilket er højere end normalt. Dette giver – alt andet lige – en forventning om et højere afkast fra aktier fremadrettet.

Omlægninger i kvartalet

Der har kun været mindre omlægninger i kvartalet og således ingen større forskydning i porteføljens sammensætning.

Danisco-aktien er som følge af det vellykkede overtagelsestilbud solgt ud af porteføljen. Vi har efterfølgende suppleret lidt op i beholdningerne af **Danske Bank**, **FLSmidth** og **Tryg**.

Beholdningen af **Coloplast** er øget med 1% på bekostning af **William Demant** baseret på, at den relative prisforskel mellem aktierne er til fordel for Coloplast.

Vi reducerede beholdningen i **Novozymes**, eftersom aktien er blevet meget dyr, og udsigterne for anden generations bioethanol bliver ved med at blive udskudt. Noget af provenuet er investeret i **Vestas**, der er faldet markant og således er blevet mere interessant.

Endelig har vi placeret 1% af porteføljen i **Nordea**, som følge af den seneste tids dårlige kursudvikling i bankerne. Vi vurderer, at Nordea er en af de stærkeste banker i Norden og vil komme styrket ud af den finansielle krise.

Investeringsfilosofi

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

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

Risikomærkning	■
Læs mere om risikomærkning på:	www.cww.dk

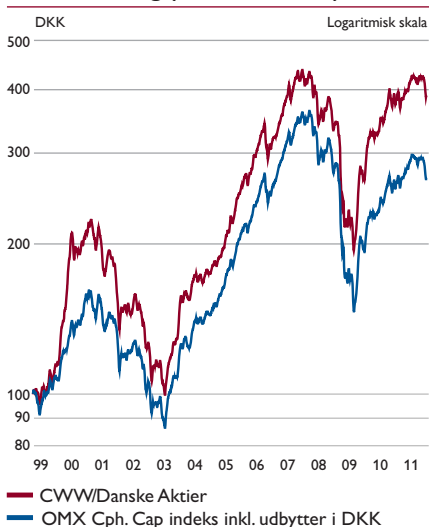
Fondskode	DK0010249655
Afdelingens start:	23.12.1998
Læs mere på:	www.cww.dk/da

Nøgletal	30.06.11	31.03.11
Formue (i 1.000 kr.)	427.904	469.718
Cirkulerende andele stk.	2.393.443	2.417.843
Udbytte	3,50	0,00
Indre værdi	178,78	194,27
Officiel kurs	178,46	193,51

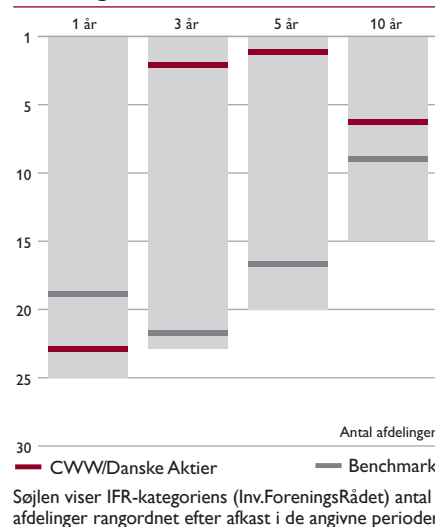
Afkast/Merafkast i %	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Danske Aktier	6,6	12,4	27,7	110,4	11,6
Benchmark*	7,5	-6,6	8,6	91,7	8,3
Danske Aktier merafkast ift. benchmark*	-0,9	19,0	19,1	18,7	3,3

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	25,3	22,2	21,0	21,0
Std.afv. % p.a. benchmark*	24,6	21,8	19,5	18,6
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	0,1	0,1	0,2	0,4

Afkastudvikling (start indeks 100)



Placering i IFR's afkaststatistik



Aktieporteføljen pr. 30.06.2011

	Cyklisk vækst	Stabil vækst	Finansiell vækst	Total	Benchmark*
Energi				0,0	0,3
Råvarer		Novozymes 2,2		2,2	7,2
Industri og service	A.P. Møller-Mærsk 9,2 Vestas Wind Systems 4,3 FLSmidth 5,0 NKT 2,1 G4S 4,8 DSV 5,1			30,5	26,0
Forbrugsgoder - cykliske	North Media 1,6 IC Companys 1,1 Pandora 1,5			4,2	4,3
Forbrugsgoder - defensive		Carlsberg 9,7 Chr. Hansen Holdning 5,0		14,7	10,3
Medicinal		Novo Nordisk 10,0 Coloplast 5,0 William Demant 2,5 GN Store Nord 5,1		22,6	23,5
Finans			Danske Bank 9,8 Topdanmark 2,0 Jyske Bank 4,2 Nordea 1,1 Tryg 4,9	22,0	22,5
Informationsteknologi	SimCorp 2,4			2,4	1,0
Telekommunikation		TDC 1,4		1,4	4,8
Koncessioneret service				0,0	0,1
Andet				0,0	0,0
Total	37,1	40,9	22,0	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

Aktiemarkedene fortsatte den negative trend fra begyndelsen af året. Der er stor usikkerhed om opsvingets styrke i de vestlige økonomier, samtidig med at inflationspresset i udviklingsøkonomierne har været negativt for disse aktiemarkeder. Afdeling Østeuropa underperformede i 2. kvartal på grund af en i kvartalet ugunstig landallokering og faldende tyrkisk valuta.

Kompliceret investeringsmiljø

De globale aktiemarkeder fortsatte den negative tendens fra 1. kvartal. Der er en række økonomiske udfordringer, der i øjeblikket påvirker de globale aktiemarkeder negativt. Dels har inflationsudviklingen i en række udviklingsøkonomier været bekymrende høj – hvilket har ført til strammere pengepolitik i disse lande. Dels har vi den fortsatte usikkerhed om gældskrisen i Europa, og endelig har de økonomiske nøgletal i USA ikke været specielt stærke. Disse forhold bidrog til, at de østeuropæiske markeder faldt 3,9% i 2. kvartal. Afdeling Østeuropa faldt 8,0%. Afdelingens underperformance skyldes primært undervægten i Polen, Ungarn og Tjekkiet, markeder der modsat øvrige markeder kun faldt marginalt i kvartalet. Afdelingens tyrkiske aktier bidrog negativt, specielt som følge af en 10% depreciering af den tyrkiske lira.

Tyrkiet er et land, der har store udfordringer med at tilrettelægge den rigtige økonomiske politik i en verden, hvor de vestlige landes – og i særdeleshed de amerikanske – renter er tæt på 0%. Tyrkiet har, siden den finansielle krise kulminerede, oplevet en høj vækst og har i 1. kvartal en BNP vækst på 11%. Normalt vil en centralbank i en sådan situation hæve renterne for at dæmpe økonomien og sikre, at der ikke sker en overophedning. Men i en verden med lave vestlige renter og stigende renter i Tyrkiet vil (spekulativ) kapital strømme ind i Tyrkiet og via bankerne føre til yderligere vækst som følge af øget udlån. Desuden vil valutaen appreciere og svække landets konkurrenceevne.

Mange udviklingsøkonomier kæmper med dette problem, og løsningsforslagene har været forskellige. Indien har accepteret en stigende valuta og hævet renterne for at bekæmpe inflationen. Brasilien har indført forskellige former for kapitalkontrol gennem beskatning af kortsigtet kapitalindstrømning, mens Tyrkiet og f.eks. Kina har hævet reservekravene over for bankerne. Indtil videre har de forhøjede reservekrav kun marginalt påvirket udlånsvæksten i den tyrkiske banksektor, og risikoen for en alvorlig overophedning af økonomien er stadig mere sandsynlig. Betalingsbalancen har udviklet sig meget negativt, da den tyrkiske vækst er drevet af dels privatforbrug og dels investeringer, der begge øger importen. Det er i lyset af et markant forøget betalingsbalanceunderskud og en vurdering af, at centralbanken ikke ønsker at hæve renterne, at den tyrkiske valuta er svækket kraftigt i 2011. Der er dog tegn på en vis form for succes i at bekæmpe det voksende eksterne underskud, og de seneste inflationstal har været gode.

Bankerne har reageret kraftigt på bankmyndighedernes seneste skridt ved at hæve udlånsrenter, hvilket burde have en indvirkning på efterspørgslen efter lån. Samtidig synes den tyrkiske valuta ikke længere overvurderet målt på købekraft, hvorfor større depreciering fra det nuværende niveau synes mindre sandsynligt. Vi mener dog, at renteforhøjelser og en strammere finanspolitik ville være nyttigt, men det synes klart, at den strammere regulering efterhånden er ved at have sin indvirkning, og udlånsvæksten vil være aftagende resten af året, hvilket øger sandsynligheden for at betalingsbalancen forbedres, hvorved Tyrkiet undgår en hård landing.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Strukturen i porteføljen kan kort skitseres som eksponering til indenlandsk efterspørgsel i Rusland og Tyrkiet, øget råvareefterspørgsel samt investering i guldmineselskaber, der er en forsikring mod fortsat finansiel ustabilitet. Gennem kvartalet er eksponeringen til russisk indenlandsk efterspørgsel øget, se nedenfor. Vi fastholder en høj vægtning i Tyrkiet og Rusland, da vi kan finde gode selskaber til en attraktiv pris.

Forventninger til Østeuropa

Markederne er prisfastsat til en fortsat gunstig konjunkturudvikling, og der er risiko for tilbagefald på aktiemarkederne som følge af f.eks. fornyet usikkerhed om svage vesteuropæiske økonomier og euroens fremtid. Det er umuligt at forudsige, hvornår denne krise vil kulminere. Den amerikanske centralbank har afsluttet QE2 (opkøb af statsobligationer), hvilket på marginalen betyder en mindre lempelig pengepolitik og derfor mere modvind for de globale aktiemarkeder. Det er for tidligt at vurdere, om den amerikanske økonomi kan klare sig uden den støtte, hvorfor forsigtighed er anbefalet. Selv om de større østeuropæiske økonomier er solidt funderet, og gælds niveauerne er lave, er de også afhængige af en fornuftig økonomisk udvikling i Vesten. Langsigtet vurderer vi, at de østeuropæiske aktiemarkeder er attraktivt prisfastsat, og der vil være gode købsmuligheder for den langsigtede investor.

Nye investeringer i kvartalet

Synergy er en førende russisk vodkaproducent med en markedsandel på 11% af det officielle russiske vodkamarked. Synergy har også en voksende eksportvirksomhed med fokus på premium-mærker. Selskabet har en stærk salgsmæssig fremgang og har over de senere år øget sin markedsandel meget kraftigt. En trend som, vi forventer, vil fortsætte i takt med, at det russiske vodkamarked konsolideres. Denne vækst giver mulighed for marginforbedringer, hvilket gør, at vi har høje forventninger til indtjeningsvæksten de kommende år.

Nomos er den niendestørste bank i Rusland og den næststørste privatejede bank. Nomos har godt 300 filialer i Rusland, over 8.800 store og mellemstore erhvervs-kunder og mere end 63.000 mindre virksomheder samt over 1,3 mio. privatkunder. Vi vurderer, at banken har en god mulighed for en højere vækst i udlån end markedet samt øget rentabilitet og markedsandelsvækst gennem konsolidering. Vi forventer en udlånsvækst på gennemsnitlig 20% de næste fem år samtidig med, at rentemarginalen vil være stabil til svagt stigende i takt med, at andelen af udlån til privatkunder stiger. Banken har en prisfastsættelse på omkring 1,2 gange de bogførte værdier og skaber et afkast på egenkapitalen på omkring 20%. Vi vurderer derfor, at aktien er yderst attraktivt prisfastsat.

Global Ports er den førende operatør af containerterminaler i Rusland med en 30% markedsandel. Selskabet er den største operatør af olieterminaler i Østersøen med en 28% markedsandel i det tidligere Sovjetunionen. Selskabets containerhavne er beliggende i Østersøen og Fjernøsten og er de største gateways for russisk containerimport og -eksport samt eksport af olieprodukter. Vi vurderer, at de russiske container-volumener vil vokse flere gange hurtigere end den russiske økonomi i mange år. Global Ports er en yderst attraktiv og profitabel måde at få eksponering til denne boomende forretning.

ENRC, CEDC og Reysas er blevet solgt for at finansiere ovenstående.

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.

Risikomærkning

Læs mere om risikomærkning på: www.cww.dk

Fondskode DK0015945166

Afdelingens start: 07.11.1996

Læs mere på: www.cww.dk/cee

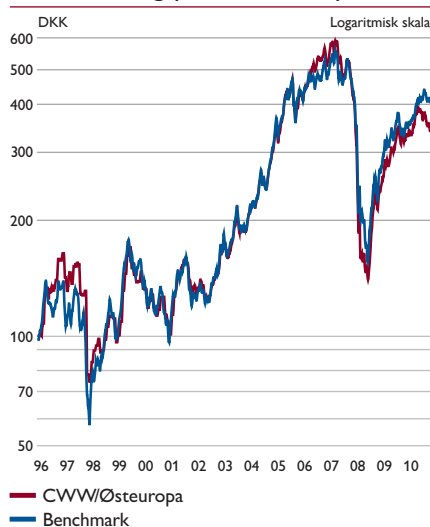
Nøgletal

	30.06.11	31.03.11
Formue (i 1.000 kr.)	455.604	501.557
Cirkulerende andele stk.	1.754.104	1.769.604
Udbytte	1,00	0,00
Indre værdi	259,74	283,43
Officiel kurs	250,81	279,10

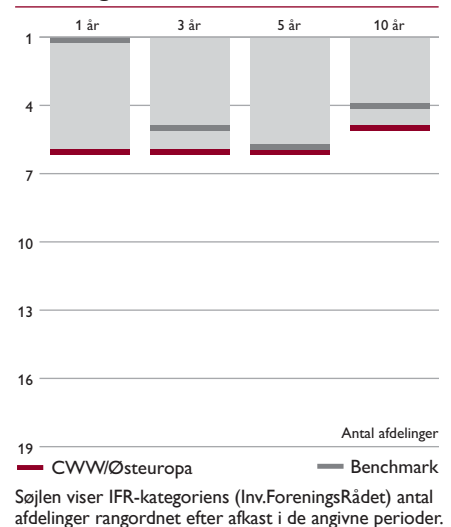
Afkast/Merakfast i %	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Østeuropa	7,8	-30,8	-11,8	172,5	8,8
Benchmark*	24,5	-15,5	2,0	219,8	10,1
Østeuropa merakfast ift. benchmark*	-16,7	-15,3	-13,8	-47,3	-1,3

Risiko	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	38,0	32,1	27,4	30,3
Std.afv. % p.a. benchmark*	34,1	29,6	27,6	31,8
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	-0,4	-0,2	0,3	0,2

Afkastudvikling (start indeks 100)



Placering i IFR's afkaststatistik



Aktieporteføljen pr. 30.06.2011

	Ungarn/Tjekkiet	Tyrkiet	Polen	Rusland	Andre lande	Total	Benchmark*
Energi	MOL Magyar 4,0			Gazprom 8,5 Lukoil 4,0 Eurasia Drilling 4,0	Dragon Oil 7,5 Kazmunaigas Exp. 2,9	30,9	40,0
Råvarer		Alacer Gold 4,6		Uralkali 5,7 Petropavlovsk 2,7 Mechel Spons 2,7	Uranium One 2,4 Kernel 3,3	21,4	13,1
Industri og service			Budimex 2,3	Globaltrans Investment 4,7 Global Ports Investment 1,5		8,5	0,0
Forbrugsgoder - cykliske				Magnit 5,6		5,6	0,6
Forbrugsgoder - defensive				Synergy 2,0		2,0	2,1
Medicinal						0,0	1,2
Finans		GarantiBank 2,3 Turkiye Sinai 4,6 Kalkinma Bank 4,6 Is Reit 2,5 Emlak Konut 4,3 Sinpas 1,8		Sberbank 8,2 Nomos 3,1 LSR Group 1,0		27,8	26,5
Informationsteknologi						0,0	0,5
Telekommunikation				MTS 3,8		3,8	6,4
Koncessioneret service						0,0	9,6
Andet						0,0	0,0
Total	4,0	20,1	2,3	57,5	16,1	100,0	-
Benchmark*	13,5	0,0	28,8	57,7	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.



Asien

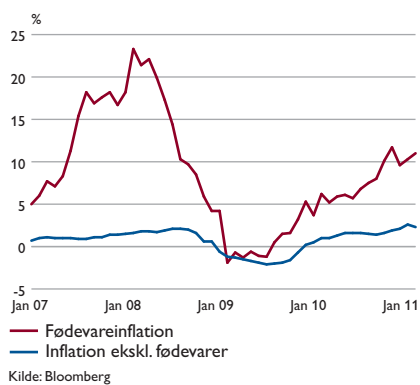
Resumé

Kvartalet var præget af negative undertoner for de asiatiske markeder, hvor indekset faldt med 2,1%, mens afdelingen faldt med 1,2%. Afdelingens lidt bedre resultat skyldes gode aktievalg i blandt andet Taiwan, Korea, Kina og Indien. Usikkerhed om global vækst, uro i Nordafrika og Mellemøsten og ikke mindst gældskrisen i Grækenland gav store kursudsving på de asiatiske aktier i kvartalet.

Vi forventer, at opstramningerne i Kina snart er tilendebragt, og at inflationsniveauet er tæt på at toppe. Den kinesiske regeringschef Wen Jiabao har udtalt, at regeringen har nået sit mål. Implikationerne heraf vil være positive for kinesiske aktier.

Vi er stadig meget positive på de langsigtede udsigter for Asien, hvor det i højere grad end tidligere er de asiatiske forbrugere, der driver væksten.

Inflation i Kina



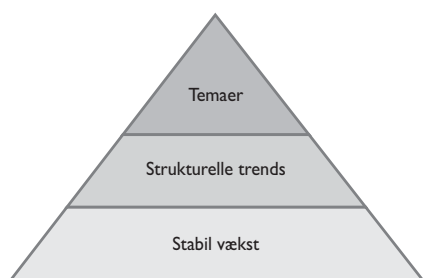
Endnu et kvartal præget af stor usikkerhed

Den negative markedsudvikling fra første kvartal fortsatte i andet kvartal med et samlet fald i afdelingen på 1,2%, mens Morgan Stanleys Asien ekskl. Japan indeks faldt 2,1%. Usikkerhed fra flere eksterne begivenheder, såsom uro i Nordafrika og Mellemøsten, gældskrisen i Europa og generel usikkerhed om den globale vækst har været medvirkende faktorer til store kursudsving på de asiatiske markeder. Internt i regionen har der fortsat været stor fokus på den stigende inflation samt økonomiske opstramninger i Kina. Stigende inflation er ligeledes en udfordring i andre dele af regionen, specielt i Indien.

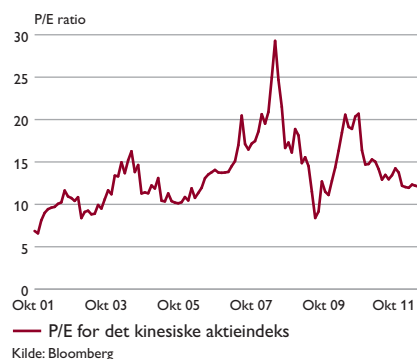
Årsagen til det relativt gode afkast i afdelingen skal findes i en række gode aktievalg, herunder Radiant Opto-Electronics, Asian Paints, Dongyue Group, Hyundai Mobis, Evergrande Real Estate og Hyundai Motors. Selskaber som Tata Motors, Samsung Electronics, China International Marine Containers og Wintek trak derimod den anden vej med skuffende afkast i kvartalet. Både de positive og negative afkast kommer fra selskaber fra vidt forskellige lande og sektorer.

Afdelingens aktuelle investeringsstrategi

Afdelingens strategi er ikke ændret mærkbart. Vi fastholder et optimistisk syn på Asien med speciel fokus på Kina. Vi ser stigende tegn på, at rækken af opstramninger i Kina er aftagende, idet inflationen forventes at toppe i indeværende eller næste kvartal. Hovedsagen er en stabilisering i fødevarerpriserne såvel som en afmatning i det private ejendomsmarked. Hertil kommer, at væksten i pengemængden er nået ned på et fornuftigt niveau, der ikke længere burde presse inflationen opad.



Prisfastsættelse af kinesiske selskaber



Forventninger til Asien

Grundet de globale usikkerhedsfaktorer vil der kunne forekomme større kursudsving. Internt i regionen er den største usikkerhedsfaktor stadig, hvorvidt inflationsudviklingen aftager som forventet, således at yderligere kontraktive indgreb undgås. Indtil videre er der tegn på afmatning og dermed gode udsigter for de asiatiske aktier.

En grundlæggende forudsætning for, at regionen til stadighed kan klare sig tilfredsstillende realøkonomisk, er, at Kina fortsætter den høje væksttakt og dermed kompenserer for den vigende økonomiske aktivitet i de udviklede markeder. Vi forventer derfor, at regionen i stigende grad kan etablere sit eget økosystem, således at afhængigheden af eksporten nedsættes markant i årene fremover.

Men i perioder med global uro må der påregnes store kursudsving, selv om regionen ikke direkte er berørt. Sådanne kursudsving, tror vi, vil være af mere kortvarig karakter.

Vi vurderer, at kinesiske selskaber er attraktivt prisfastsat, og indtjeningsudsigterne for 2011 er relativt gode. Overvægten i kinesiske aktier er derfor uændret fra sidste kvartal. Afdelingen fastholder tillige en relativ høj eksponering mod Indonesien og Filippinerne grundet den stærke indenlandske efterspørgsel samt en forventning om forsat social og politisk stabilitet. Efterspørgselskomponenterne er især drevet af infrastrukturudbygning og gode forbrugstakter blandt en ung befolkning. Vi har reduceret en smule i Thailand som følge af potentiel uro i forbindelse med regeringsvalget.

Tematisk er afdelingen stadig eksponeret mod "smart phones" og "tablets" (f.eks. Ipad etc.), idet vi forventer, at disse produkter vil vokse eksplosivt i årene fremover. Især virksomheder, som er relateret til Apples produkter – dvs. underleverandørerne, er begunstiget, idet Apple-produkterne er særdeles efterspurgt blandt forbrugerne på de asiatiske markeder. Vi ser derfor store investeringsmuligheder i dette tema.

Herudover er afdelingen begyndt at investere i kinesiske virksomheders tiltagende automation af kapitalapparatet (produktivitetsfremmende investeringer). Der er en stigende tilbøjelighed til, at netop kinesiske virksomheder kompenserer de høje lønstigninger med indførelse af nye avancerede teknologiske processer. Et tema, vi tror, vil være afgørende i de kommende år, og som vi investeringsmæssigt vil prioritere højt fremadrettet.

Med de nye tiltag omkring socialt boligbyggeri i Kina, hvor regeringen ønsker at bygge ca. 35 mio. boliger til de dårligt stillede inden 2015 og med et budget på ca. Rmb 1.900 mia., er der opstået en række afledte muligheder i cement-, konstruktions- og materialevirksomheder. Afdelingen har løbende øget eksponeringen mod dette investeringsområde, men vi søger stadig nye investeringsmuligheder her.

Omlægninger i kvartalet

I andet kvartal har vi blandt andet solgt **Realgold**, idet vi fik mistanke om mulige uregelmæssige ledelsesmæssige dispositioner. Selskabet er siden blevet suspenderet, så vores mistanke viste sig at være velbegrunnet. Vi har solgt **Cosco Corp** på grund af nervøsitet om ordreindgangen og stigende konkurrence fra koreanske skibsværfter. Endelig solgte vi **K-Bank** på grund af stor politisk usikkerhed i Thailand op til valget.

Vi har købt **China State Construction**, som drager nytte af den kraftige vækst i dette sociale boligbyggeri i Kina. **AirAsia** er Asiens stærkeste lavprisluftfartsselskab, og selskabet har et særdeles stærkt rutenet i Sydøstasien. Selskabet nyder godt af den stærke efterspørgsel efter rejser i regionen. **Exide** og **Xingda International** sælger henholdsvis batterier og komponenter til bildæk. Begge selskaber nyder godt af det stærkt stigende bilsalg i Indien og Kina. **Advantech** er inden for temaet automation. Selskabet venter en fordobling af deres indtjening frem til 2015 både via organisk vækst og akquisitioner. Efterspørgsel fra specielt telekom- og medicinalsekskaber samt høj eksponering fra Kina er vigtige for selskabets vækst. **Super Group** er eksponeret til det øgede forbrug i specielt Sydøstasien. Lidt forsimplet kan selskabet karakteriseres som Sydøstasiens svar på Nestlé. Selskabet har både et stærkt varemærke og distribution.

Investeringsfilosofi

Afdelingens målsætning er at skabe langsigtet høj værditilvækst, der overstiger markedsafkastet med en moderat risiko på niveau med eller under markedsrisikoen.

Afdelingens investeringsfilosofi er at kombinere langsigtede trends og kortsigtede temaer med dybdegående aktieudvælgelse for at skabe et godt langsigtet afkast for den tålmodige investor.

Grundet Asiens specielle markedsstruktur vil antallet af aktier normalt udgøre 40-70. Porteføljen vil typisk være sammensat af en række store og mindre selskaber. Det er foreningens erfaring, at det er vigtigt med eksponering til dette segment af markedet for at kapitalisere på den asiatiske væksthistorie. Afdelingen er samtidig karakteriseret ved fokusering gennem et mindre udvalg af nøje analyse-rede temaer. Afdelingen investerer i børsnoterede selskaber i Asien ekskl. Japan.

Risikomærkning

Læs mere om risikomærkning på: www.cww.dk

Fondskode

DK0060057644

Afdelingens start: 23.08.2006

Læs mere på: www.cww.dk/asien

Nøgletal

30.06.11 31.03.11

Formue (i 1.000 kr.)	530.060	591.410
Cirkulerende andele stk.	5.042.382	5.559.332
Udbytte	0,00	0,00
Indre værdi	105,12	106,38
Officiel kurs	102,90	108,60

Afkast/Merafkast i %

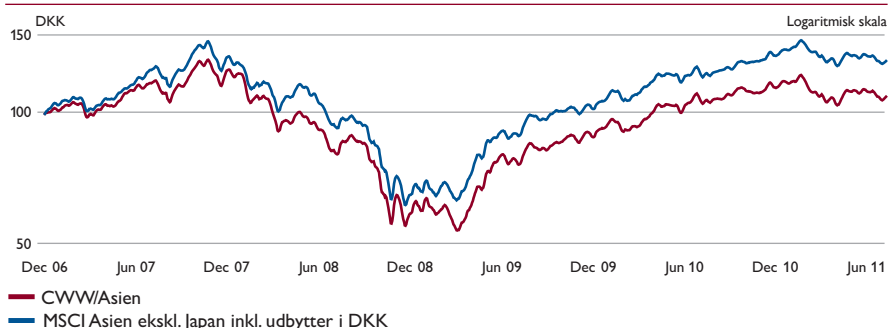
	1 år	3 år	5 år	10 år	Levetid p.a.
Carnegie WorldWide/Asien	1,4	29,3	-	-	2,1
Benchmark*	6,3	36,8	-	-	6,5
Asien merafkast ift. benchmark*	-4,9	-7,5	-	-	-4,4

Investeringsprocessen for afdeling Asien er ændret pr. 1. november 2010.

Risiko

	3 år	5 år	10 år	Levetid
Std.afv. % p.a. porteføljen	22,4	-	-	22,8
Std.afv. % p.a. benchmark*	21,5	-	-	23,2
Sharpe Ratio p.a. porteføljen	0,3	-	-	0,0

Afkastudvikling (start indeks 100)



Aktieporteføljen pr. 30.06.2011

	Kina & Hong Kong	MTIF**	Korea	Taiwan	Indien	Singapore	Total	Benchmark*
Energi	Yanzhou Coal Mining 1,1 Petrochina 2,1	Bumi Resources 1,6					4,8	8,1
Råvarer	China National Building G-Resources 2,2 Dongyue Group 1,3 Xingda International 2,2 0,8	Indocement Tunggul 1,2 Siam Cement 1,1	LG Chem 2,2 Posco 1,8	Formosa Chemicals 1,1	Asian Paints 2,6 Ess Dee Aluminium 0,7		17,2	9,1
Industri og service	Air China 1,0 China Intl Marine 0,9 China State Construction 1,7 Weichai Power 1,4	Airasia BHD 1,9			Crompton Greaves 1,0		7,9	11,3
Forbrugsgoder - cykliske	Dongfeng Motor 1,4 Haier Electronics 1,5 Skyworth Digital 1,0	Genting Berhad 2,2 Astra Intl. 1,8	Hyundai Mobis 2,0 Hyundai Motor 1,6 Kia Motors 2,1		Exide Indust 1,0 Tata Motors 1,4		16,0	9,5
Forbrugsgoder - defensive	China Yurun Food 1,0	Charoen Pokphand 1,3				Super Group 0,8	3,1	4,8
Medicinal							0,0	0,9
Finans	Bank of China 2,8 Cheung Kong 1,3 China Construction Bank 3,0 China Overseas Land 2,1 China Vanke 1,5 Hang Lung Property 1,5 First Pacific 1,1 Standard Chartered 1,9 Evergrande Real Estate 1,7	SM Investments 1,7 Filinvest Land 1,6	DGB 1,5 Shinhan Financial 1,6		ICICI Bank 2,1 HDFC 3,1		28,5	30,6
Informations-teknologi	AAC Acoustic 1,1 Vtech 1,1 Tencent 1,3		Samsung Electronics 5,3	ASE 1,3 Advantech 1,0 Largan Precision 1,4 Radiant 1,4 Taiwan Semiconductor 3,8 Wintek 0,8	Infosys Technologies 0,7		19,3	16,6
Telekom.	China Mobile 1,9						1,9	5,6
Konces. service		PGAS 1,3					1,3	3,5
Total	41,9	15,7	18,1	10,8	12,6	0,8	100,0	-
Benchmark*	35,3	11,2	20,7	15,6	10,3	6,9	-	100,0

*Benchmark er MSCI Asien ekskl. Japan inkl. geninvesterede nettoudbytter i DKK. **Malaysia, Thailand, Indonesien, Filippinerne. Tallet bagved navnet på aktien angiver i procent andelen af Carnegie WorldWide/Asiens aktiebeholdning.

Risikomærkning af investeringsprodukter

Med virkning fra den 1. juli 2011 er en ny bekendtgørelse om risikomærkning af investeringsprodukter, trådt i kraft.

Carnegie WorldWide er forpligtet til at risikomærke alle foreningens afdelinger.

Alle Carnegie WorldWides afdelinger har en gul mærkning, da der er tale om investeringsforeningsbeviser.

For yderligere information henvises til foreningens hjemmeside www.cww.dk.

Andre praktiske oplysninger

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

Redaktionen er afsluttet den 14. juli 2011. Kvartalsorienteringen for 2. kvartal 2011 er offentliggjort på www.cww.dk den 15. juli 2011 og udsendt til alle medlemmer den 30. juli 2011.

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

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 ca. 19.000 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 højere værditilvækst på langt sigt.

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

Fokus!

INVESTERINGSFORENINGEN CARNEGIE WORLDWIDE

Dampfærgevej 26 · DK-2100 København Ø

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

www.cww.dk