



Investeringsforeningen Carnegie WorldWide – halvårsrapport 2014

Positive aktiemarkeder i 1. halvår

Aktiemarkederne gav endnu en gang positive afkast i første halvår drevet af den gunstige kombination af fremgang i den globale økonomi og fortsat meget lempelig pengepolitik fra verdens centralbanker. Den Europæiske Centralbank sænkede indskudsrenten til under nul procent, og der tales nu om støtteopkøb for at lempe yderligere. Dette fik de lange obligationsrenter til at falde yderligere. Renten på de 10-årige statsobligationer i eksempelvis Spanien og Italien er nu under 3 pct. Dette er mere end en halvering i forhold til niveauerne for bare et år siden, hvor krisestemningen prægede Sydeuropa.

Verdensindekset steg 6,8 pct., mens de danske aktier steg 17,3 pct. De asiatiske aktier steg 7,1 pct., mens aktierne i Østeuropa omvendt blev ramt af konflikten i Ukraine og faldt 1,6 pct.

Afdeling Globale Aktier og afdeling skabte Globale Aktier SRI-AK afkast på hhv. 4,8 pct. og 5,9 pct., hvilket var lidt lavere end verdensindekset. Afdeling Danske Aktier og afdeling Asien skabte de bedste afkast på hhv. 17,6 pct. og 13,3 pct. Begge afdelingers afkast var højere end benchmark. Afkastene i disse fire afdelinger var højere end vores forventninger ved starten af året drevet af den positive udvikling på aktiemarkedet samt for afdeling Asiens vedkommende en særlig god aktieudvælgelse.

Afdeling Europa og afdeling Østeuropa skabte de laveste afkast på hhv. 3,1 pct. og -6,2 pct. Begge afdelingers afkast var lavere end benchmark. Disse afkast var lavere end vores forventninger, bl.a. på grund af en mindre god aktieudvælgelse samt krisen omkring Ukraine, som prægede markederne negativt i Østeuropa.

Ændring af investeringsprofilerne i afdeling Europa og afdeling Østeuropa

Vi har en målsætning om, at en afdeling i Carnegie WorldWide skal være en langsigtet investering af høj kvalitet og samtidig dække vores kunders investeringsbehov på en attraktiv måde. Vi evaluerer løbende vores produktudbud ud fra disse parametre.

Da afkastudviklingen i afdeling Europa og afdeling Østeuropa, særligt på det seneste, ikke har levet op til vores forventninger, er det vores vurdering, at den bedste fremadrettede løsning er at ændre afdelingernes investeringsprofil. Det er derfor blevet besluttet, at ændre afdeling Europa til afdeling Globale Aktier Stabil samt at ændre afdeling Østeuropa til afdeling Emerging Markets.

Vi ser ændringerne, som vi forventer træder i kraft i starten af 4. kvartal, som en vigtig styrkelse af foreningens produktprogram i retning mod endnu større globalt fokus.

Forventninger til fremtiden

Med hensyn til udsigterne for aktiemarkedet befinder vi os i en situation med meget lempelige pengepolitikker verden over, hvilket, foruden meget lave korte renter, inkluderer støtteopkøb på obligationsmarkederne fra centralbankerne. Vi må forvente en langsom normalisering af pengepolitikkerne over de kommende år. Denne normaliseringsproces gør, at de mere kortsigtede forudsigelser om retningen på aktiemarkederne, er mere usikre end normalt.

Investeringsforeningen Carnegie WorldWide

Dampfærgevej 26

DK-2100 Copenhagen

Telephone: +45 35 46 35 46. Fax: +45 35 46 36 00.



Vi er overordnet positive til udviklingen i den globale økonomi. I USA er der en række faktorer, som antyder, at den amerikanske økonomi er i bedring. Heriblandt en moderat positiv udvikling på husmarkedet og inden for beskæftigelsen. En højere beskæftigelse vil have en positiv afsmitning på forbruget, som udgør mere end to tredjedele af den amerikanske økonomi. I Kina og Japan har man fokus på at implementere strukturreformer. Indtil disse reformer er implementeret, kan vi forvente, at økonomien og aktiemarkedene vil blive understøttet af lempelig pengepolitik i disse to lande.

Det aktuelle kursniveau på aktiemarkedet levner dog ikke plads til skuffelser i forhold til virksomhedernes indtjening, og stigende renter er en risikofaktor. I lyset af de pæne stigninger på aktiemarkedene i 1. halvår er vores forventninger til 2. halvår moderate kursstigninger på aktiemarkedene.

Ledelsespåtegning

Bestyrelse og direktion har dags dato aflagt halvårsrapporten for Investeringsforeningen Carnegie WorldWide for regnskabsperioden 1. januar - 30. juni 2014. Halvårsrapporten er ikke revideret.

Halvårsrapporten er udarbejdet i overensstemmelse med Lov om investeringsforeninger m.v. Vi anser den anvendte regnskabspraksis for hensigtsmæssig, da den giver et retvisende billede af afdelingernes aktiver, passiver, finansielle stilling pr. 30. juni 2014 samt af resultaterne af afdelingernes aktiviteter for regnskabsperioden 1. januar - 30. juni 2013.

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 26. august 2014.

Investeringsforvaltningsselskab:

Carnegie Asset Administration A/S

Tim Kristiansen
Direktør

Bestyrelsen for Investeringsforeningen Carnegie WorldWide:

Karsten Kielland
Formand

Lars Aaen

Jens Høiberg

Jens Ole Jensen



Carnegie WorldWide/Globale Aktier

Beretning

Carnegie WorldWide/Globale Aktiers indre værdi pr. andel steg i 1. halvår 2014 fra 608,78 kr. til 638,18 kr. Det svarer til et afkast på 4,8 pct., hvilket var lavere end afkastet for MSCI All Country verdensindeks, der i samme periode steg med 6,8 pct. målt i danske kroner.

Som beskrevet i foreningens årsrapport havde vi forventninger om moderate, men positive, afkast på de globale aktiemarkeder primært drevet af økonomisk bedring på globalt plan – særligt i USA. Det viste sig at holde stik i 1. halvår af 2014. De lave renter har bidraget til et betydeligt antal fusioner og opkøb. I 1. halvår af 2014 steg denne aktivitet med 75 pct. i forhold til samme periode året før og er på det højeste niveau siden 2007. Den moderat positive økonomiske udvikling i USA og centralbankernes lempelige pengepolitik mere end opvejede usikkerhedsfaktorerne i form af de globale geopolitiske spændinger, det svage kinesiske husmarked og de deflationære tendenser i eurozonen, som vi var vidne til i 1. halvår.

Trods de nævnte usikkerhedselementer var verdensindekset og afdeling Globale Aktier i stand til at generere positive afkast målt i danske kroner. Afdelingens underperformance kan i høj grad henføres til investeringer i ASOS og SAP. Vi solgte SAP, fordi vi er usikre på den fremtidige strategi oven på en række ledelsesudskiftninger. ASOS er blevet ramt af det stærke britiske pund, og 2014 bliver et investeringsår, hvor de forbedrer deres globale leveringsservice og udvider infrastrukturen. Denne disponering har påvirket de seneste resultater i negativ retning. Vi ser dog fortsat ASOS som et selskab med betydelige vækstmuligheder.

Investeringsstrategien er fortsat lagt an på forventninger om moderat global økonomisk vækst. Den moderate økonomiske vækst – primært i USA men også i Europa og Kina – vil, i kombination med den lempelige pengepolitik, være den væsentligste drivkraft for aktiemarkederne i resten af 2014. Vi forventer at se fremskridt i reformerne i Kina og Japan i løbet af de næste 12 måneder, og at disse to vigtige økonomier vil bidrage til at sikre et balanceret vækstbillede på globalt plan.

Afdelingen har en base af stabile vækstselskaber suppleret med selskaber, som er gunstigt placeret i forhold til den positive udvikling på det amerikanske husmarked, som er ledende inden for teknologiområdet, som er stærke og velkapitaliserede og forventes at drage størst nytte af en bedring i den finansielle sektor, eller selskaber, som forventes at drage nytte af de aggressive tiltag fra den japanske centralbank.

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 udgør 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 porteføljen typisk mellem 20-30 selskaber.



- **Omhyggelig ”stock-picking”** øger afkastet og/eller mindsker risikoen.
- **Langsigtede tålmodige investorer** opnår det bedste afkast på langt sigt, idet tiden arbejder for det veldrevne selskab, der skaber værdi til aktionærene.

Risiko

Investor skal være opmærksom på, at de historisk opnåede afkast i afdelingen ikke er 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 eller længere perioder have et risikoniveau, som ligger lavere eller højere end risikoniveauet på det generelle aktiemarked.

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, kombineret med det begrænsede antal selskaber, giver mulighed for at styre porteføljens absolutte risiko.

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

Aktieporteføljen pr. 30. juni 2014

Sektorfordeling

Råvarer	2,9%
Industri og service	13,9%
Forbrugsgoder – cykliske	14,1%
Forbrugsgoder – defensive	13,7%
Medicinal	6,1%
Finans	24,1%
Informationsteknologi	25,2%

Landefordeling

USA og Canada	55,0%
Storbritannien	11,4%
Kontinentaleuropa	17,9%
Pacific	4,1%
Nye markeder	11,6%

Fem største beholdninger

HDFC	6,9%
Visa	6,5%
Google	5,3%
Samsung Electronics	4,7%
British American Tobacco	4,6%

Nærmere specifikation af afdelingens investeringer kan rekvireres via foreningens kontor. Den samlede portefølje kan ses på foreningens hjemmeside www.cww.dk.

Alle investeringer er børsnoterede finansielle instrumenter, hvilket også var tilfældet 30. juni 2013.



Carnegie WorldWide/Globale Aktier SRI - AK

Beretning

Carnegie WorldWide/Globale Aktier SRI – AK's indre værdi pr. andel faldt i 1. halvår 2014 fra 120,17 kr. til 112,64 kr. Afdelingen udloddede et udbytte på 14,00 kr. pr. andel, som blev vedtaget på den ordinære generalforsamling den 8. april 2014. Samlet svarer dette til et afkast på 5,9 pct., hvilket var lidt lavere end afkastet for MSCI All Country verdensindeks, der i samme periode steg med 6,8 pct. målt i danske kroner.

Som beskrevet i foreningens årsrapport havde vi forventninger om moderate, men positive, afkast på de globale aktiemarkeder primært drevet af økonomisk bedring på globalt plan – særligt i USA. Det viste sig at holde stik i 1. halvår af 2014. De lave renter har bidraget til et betydeligt antal fusioner og opkøb. I første halvår af 2014 steg denne aktivitet med 75 pct. i forhold til samme periode året før og er på det højeste niveau siden 2007. Den moderat positive økonomiske udvikling i USA og centralbankernes lempelige pengepolitik mere end opvejede usikkerhedsfaktorerne i form af de globale geopolitiske spændinger, det svage kinesiske husmarked samt de deflationære tendenser i eurozonen, som vi så i 1. halvår.

Trods de nævnte usikkerhedselementer var verdensindekset og afdeling Globale Aktier SRI-AK i stand til at generere positive afkast målt i danske kroner. Afdelingens underperformance kan i høj grad henføres til investeringer i ASOS og SAP. Vi solgte SAP, fordi vi er usikre på den fremtidige strategi oven på en række ledelsesudskiftninger. ASOS er blevet ramt af det stærke britiske pund, og 2014 bliver et investeringsår, hvor de forbedrer deres globale leveringsservice og udvider infrastrukturen. Vi ser dog fortsat ASOS som et selskab med betydelige vækstmuligheder.

Afdelingens fundament udgøres af stabile vækstselskaber, som i det aktuelle marked suppleres med selskaber, der bl.a. er ledende inden for teknologiområdet, eller som står stærkt positioneret i forhold til at drage størst mulig nytte af en bedring i den finansielle sektor. Afdelingens etiske profil betyder, at vi ikke har investeret i tobak- og alkoholselskaberne BAT samt Diageo, som afdeling Globale Aktier har investeret i. Vi har heller ikke investeret i Samsung Electronics, Goldman Sachs eller Komatsu, der er leverandører til forsvarsindustrien. I stedet har vi investeret i Caterpillar, General Mills, Nike, Novartis og Syngenta.

Afdelingens profil

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

Den investeringsmæssige målsætning er at skabe et langsigtet stabilt afkast, der er højere end markedsafkastet med en risiko (målt ved standardafvigelsen) på niveau med markedets. Det er Carnegie WorldWides erfaring, at det bedste afkast af medlemmernes formue opnås, når investeringsarbejdet baseres på følgende grundholdninger:

- **Langsigtede globale trends** er af afgørende betydning for udviklingen på de internationale kapitalmarkeder og udgør 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 porteføljen typisk mellem 20-30 selskaber.



- **Omhyggelig ”stock-picking”** øger afkastet og/eller mindsker risikoen.
- **Langsigtede tålmodige investorer** opnår det bedste afkast på langt sigt, idet tiden arbejder for det veldrevne selskab, der skaber værdi til aktionærerne.

Risiko

Investor bør være opmærksom på, at de historisk opnåede afkast i afdelingen ikke er 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 eller længere perioder have et risikoniveau, som ligger lavere eller højere end risikoniveauet på det generelle aktiemarked.

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 kombineret med det begrænsede antal selskaber, giver mulighed for at styre porteføljens absolutte risiko.

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

Aktieporteføljen pr. 30. juni 2014

Sektorfordeling

Råvarer	4,5%
Industri og service	16,6%
Forbrugsgoder – cykliske	15,7%
Forbrugsgoder – defensive	9,6%
Medicinal	10,6%
Finans	23,1%
Informationsteknologi	19,9%

Landefordeling

USA og Canada	59,4%
Storbritannien	3,6%
Kontinentaleuropa	25,9%
Pacific	4,0%
Nye markeder	7,1%

Fem største beholdninger

HDFC Bank ADR	7,1%
Visa	6,6%
Google	5,3%
Wells Fargo & Co	4,8%
Union Pacific	4,8%

Nærmere specifikation af afdelingens investeringer kan rekvireres via foreningens kontor. Den samlede portefølje kan ses på foreningens hjemmeside www.cww.dk.

Alle investeringer er børsnoterede finansielle instrumenter, hvilket også var tilfældet 30. juni 2013.



Carnegie WorldWide/Europa

Beretning

Carnegie WorldWide/Europas indre værdi pr. andel steg i 1. halvår 2014 fra 117,16 kr. til 120,77 kr. Afkastet blev på 3,1 pct., hvilket var under MSCI Europa, der i samme periode steg 6,1 pct. Markederne fortsatte deres fremgang som forventet, men afdelingens afkast blev tyngt af enkelte negative aktievalg. Værest gik det ud over ASOS, som faldt godt 40 pct. efter nedjustering af indtjeningsforventningerne for året.

Afdelingen har solgt sine to russiske investeringer for at mindske risikoen i porteføljen. Denne disponering har skabt plads til Frankrigs største bank, BNP Paribas, og GEA, der er Europas førende maskinproducent inden for føde- og drikkevareindustrien. Portugal Telecom er solgt for at skabe plads til Wirecard, som har eksponering til vækstområderne online og mobile betalingssystemer. Der er ikke foretaget væsentlige forandringer i den overordnede strategi for afdelingen, der har hovedvægten af sine investeringer i store og stabile vækstelskaber inden for forbrugs- og medicalsektoren.

Bestyrelsen har foreslået medlemmerne en ændring af afdelingens investeringsunivers til globale stabile vækstaktier. Denne ændring blev vedtaget af afdelingens medlemmer den 13. august 2014. Ændringen afventer nu Finanstilsynets godkendelse. Ændringen ventes gennemført i starten af 4. kvartal.

Afdelingens profil

Investeringsstrategien i afdelingen er baseret på den samme investeringsfilosofi og -metode, som har været kernen i afdeling Globale Aktier siden foreningens etablering i 1990. Målsætningen er at skabe en god langsigtet værditilvækst uden at løbe større risiko end det generelle aktiemarked.

Det centrale element i investeringsarbejdet er en række langsigtede globale trends, der er af afgørende betydning for udviklingen på de internationale kapitalmarkeder. Afdeling 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 europæiske selskaber, der er hjemmehørende i hele Europa, herunder de nye vækstlande i Østeuropa. Afdelingen har særligt fokus på vesteuropæiske kvalitetsselskaber, der har en fornuftig udbyttepolitik og genererer høje frie pengestrømme (cash flows).

Risiko

Investor bør være opmærksom på, at de historisk opnåede afkast i afdelingen ikke er 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 risikoen på det generelle aktiemarked. Såfremt det vurderes at være hensigtsmæssigt, kan afdelingen i kortere eller længere perioder have et risikoniveau, som ligger lavere eller højere end risikoniveauet på det generelle aktiemarked.

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

Aktieporteføljen pr. 30. juni 2014

Sektorfordeling

Energi	6,9%
Industri og service	13,5%
Forbrugsgoder – cykliske	13,7%
Forbrugsgoder – defensive	17,7%
Medicinal	13,8%
Finans	21,9%
Informationsteknologi	8,4%
Telekommunikation	4,1%

Landefordeling

Norden	11,4%
Storbritannien & Irland	20,5%
Centraleuropa	43,3%
Sydeuropa	24,8%

Fem største beholdninger

British American Tobacco	5,9%
Roche	5,2%
ENI	5,1%
GEA Group	4,6%
Novo Nordisk	4,5%

Nærmere specifikation af afdelingens investeringer kan rekvireres via foreningens kontor. Den samlede portefølje kan ses på foreningens hjemmeside www.cww.dk.

Alle investeringer er børsnoterede finansielle instrumenter, hvilket også var tilfældet 30. juni 2013.



Carnegie WorldWide/Danske Aktier

Beretning

Carnegie WorldWide/Danske Aktiers indre værdi pr. andel steg i 1. halvår 2014 fra 246,67 kr. til 260,74 kr. Hertil kommer et udbytte på 27,3 kr. pr. andel, som blev vedtaget på den ordinære generalforsamling den 8. april 2014. Det svarer til et afkast på 17,6 pct. for 1. halvår. Til sammenligning steg OMX Copenhagen Cap. indekset 17,3 pct. i løbet af 1. halvår 2014. Afdelingens absolutte afkast er bedre end vores forventninger, som beskrevet i foreningens seneste årsrapport, hvilket skyldes et stærkt dansk aktiemarked i 1. halvår 2014. Fremgangen kan blandt andet tilskrives den fortsatte strøm af gode regnskaber samt en rigelig likviditet.

Afdelingens udvikling var lidt bedre end benchmark grundet en fortsat god kursudvikling i afdelingens to store overvægte i Vestas og Pandora.

Porteføljens risiko er steget lidt i løbet af 1. halvår. Afdelingen har indirekte øget eksponeringen til de cykliske aktier grundet den positive kursudvikling i Vestas og Pandora. Porteføljen er aktuelt overvægtet i cykliske aktier og undervægtet i defensive aktier. Såfremt konjunkturerne normaliseres, vil de defensive aktier fortsat være for dyre og ikke uden risiko, mens de cykliske aktier vil indeholde et potentiale.

Vi forventer, at det danske aktiemarked i 2. halvår skal konsolidere de store historiske stigninger, da færre aktier har et større kurspotentiale. Vi forventer derfor en mere differentieret kursudvikling på markedet. Afkastet skal således i højere grad skabes gennem en god aktieudvælgelse.

Afdelingens 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 Copenhagen 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 20-30 aktier, som omhyggeligt er udvalgt efter en kvalitativ vurdering af hvert enkelt selskab.

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

De centrale grundholdninger bag 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 bør være opmærksom på, at de historisk opnåede afkast i afdelingen ikke er 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 risikoen på det generelle aktiemarked. Såfremt det vurderes at være hensigtsmæssigt, kan afdelingen i kortere eller længere perioder have et risikoniveau, som ligger lavere eller højere end risikoniveauet på det generelle aktiemarked.

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

Aktieporteføljen pr. 30. juni 2014

Sektorfordeling

Råvarer	3,0%
Industri og service	32,7%
Forbrugsgoder – cykliske	8,0%
Forbrugsgoder – defensive	8,4%
Medicinal	16,3%
Finans	29,4%
Informationsteknologi	2,2%

Fem største beholdninger

Danske Bank	10,1%
Novo Nordisk	10,0%
Vestas Wind Systems	9,7%
Pandora	7,0%
Topdanmark	4,8%

Nærmere specifikation af afdelingens investeringer kan rekvireres via foreningens kontor. Den samlede portefølje kan ses på foreningens hjemmeside www.cww.dk.

Alle investeringer er børsnoterede finansielle instrumenter, hvilket også var tilfældet 30. juni 2013.



Carnegie WorldWide/Østeuropa

Beretning

Carnegie WorldWide/Østeuropas indre værdi pr. andel faldt i 1. halvår 2014 fra 227,01 kr. til 187,09 kr. Det svarer til et negativt afkast på 6,2 pct. Afdelingens benchmark faldt 1,6 pct. målt i danske kroner. Underperformance og et negativt afkast er selvfølgelig ikke tilfredsstillende, specielt ikke i lyset af at vores forventninger til året var et moderat positivt afkast, som bl.a. beskrevet i årsrapporten for 2013. Den russiske annektering af Krim og de fortsatte uroligheder i det østlige Ukraine har haft en markant negativ effekt på markederne i Østeuropa. Denne geopolitiske eskalation er en udvikling, vi ikke forudså ved årets begyndelse.

Afdelingen har fortsat en stor andel af investeringerne i Rusland (73 pct.) men har reduceret investeringerne i Tyrkiet til aktuelt 11 pct. Omvendt er investeringerne i de centraleuropæiske aktiemarkeder øget til 11 pct., men afdelingen er dog fortsat kraftigt undervægtet her, særligt i Polen.

Udsigterne for resten af 2014 er meget usikre grundet de fortsatte uroligheder i Ukraine. Vores vurdering er, at situationen ikke vil blive forværret dramatisk, men omvendt ser vi ej heller mulighed for en umiddelbar løsning af konflikten. Relationerne mellem øst og vest vil med al sandsynlighed forblive på et køligt niveau i lang tid. Sandsynligheden taler dog stadig for, at fornuften vil råde, samt at vi er i stand til at undgå en optrapning af konflikten - men den forsvinder ikke. Rusland kommer til at betale prisen i form af mindre økonomisk fremgang end ellers; en pris, som Rusland synes parat til at betale. Efter betydelige stigninger i 2. kvartal er vores forventninger til russiske aktier moderate. Tyrkiet vil være svingende som følge af fortsat valgkamp og polarisering af samfundet. På længere sigt vurderer vi dog, at aktiemarkedet er attraktivt. Vi er fortsat negative over for polske aktier, men på længere sigt kan salgspresset fra pensionssektoren skabe interessante muligheder i et marked af gode virksomheder.

Bestyrelsen har foreslået medlemmerne en ændring af afdelingens investeringsunivers til emerging markets. Denne ændring blev vedtaget af afdelingens medlemmer den 13. august 2014. Ændringen afventer nu Finanstilsynets godkendelse. Ændringen ventes gennemført i starten af 4. kvartal.

Afdelingens profil

Afdelingen investerer fortrinsvis i østeuropæiske aktier. Afdelingen kan endvidere investere i aktier i andre lande, der er potentielle kandidater til optagelse i EU samt de tidligere sovjetstater (CIS).

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 som værende 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 bør være opmærksom på, at de historisk opnåede afkast i afdelingen ikke er 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. 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 bør endvidere 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 2014

Sektorfordeling

Energi	27,1%
Råvarer	10,9%
Industri og service	3,4%
Forbrugsgoder – cykliske	3,1%
Forbrugsgoder – defensive	11,2%
Finans	37,9%
Telekommunikation	2,9%
Koncessioneret service	3,5%

Landefordeling

Polen	5,0%
Rusland	72,6%
Tyrkiet	11,2%
Andre lande	11,2%

Fem største beholdninger

Magnit	10,7%
Sberbank	9,9%
Novatek	6,8%
Eurasia Drilling	5,9%
MTS	5,2%

Nærmere specifikation af afdelingens investeringer kan rekvireres via foreningens kontor. Den samlede portefølje kan ses på foreningens hjemmeside www.cww.dk.

Alle investeringer er børsnoterede finansielle instrumenter, hvilket også var tilfældet 30. juni 2013.



Carnegie WorldWide/Asien

Beretning

Carnegie WorldWide/Asiens indre værdi pr. andel steg i 1. halvår 2014 fra 129,58 til 146,95. Det svarer til et afkast på 13,4 pct. Afdelingens benchmark steg med 7,1 pct. målt i danske kroner. Den generelle udvikling på de asiatiske aktiemarkeder levede op til vore forventninger om et højere afkast end på de globale aktiemarkeder, som beskrevet i foreningens årsrapport for 2013. Afdelingens gode afkast kan særligt tilskrives den positive udvikling inden for en række aktier i Indien, Taiwan, Filippinerne og Indonesien. På sektorniveau har afdelingen skabt særligt gode afkast inden for industri, teknologi og finansaktier. Vores fokus på udbredelse af billige smartphones i regionen har igen bidraget positivt.

De asiatiske aktiemarkeder er fortsat kraftigt påvirket af stor bekymring for den økonomiske udvikling i Kina. Vores holdning til Kina har ikke ændret sig i 1. halvår. Vi er fortsat positive over for investeringer i Kina. Vi ser en aftagende vækst i landet men intet kollaps. De strukturelle ændringer i Kina giver i vores øjne en række attraktive investeringsmuligheder blandt andet inden for miljøaktier. Vi er også blevet en smule mere positive over for ejendomsaktier i Kina. I 1. halvår er vi endvidere blevet markant mere positivt stemt over for udviklingen i Indonesien og specielt Indien. Begge lande – og i særdeleshed Indien – har, efter implementeringen af det nye politiske lederskab, øget sandsynligheden for økonomiske reformer, som kan skabe basis for en ny investeringsperiode.

Vi forventer, at Asien fortsat er et attraktivt investeringsområde, som kan levere et godt risikojusteret afkast i årene fremover. Temaer som ”Den asiatiske forbruger” samt ”Udbygning af den asiatiske infrastruktur” vil være relevante i en lang årrække. Temaerne vil ligeledes 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 bevirker, 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 aktiemarkeder generelt. Dog kan disse afkast være behæftet med store udsving, da markederne stadig er meget følsomme over for blandt andet makroøkonomiske nyheder. Aftagende bekymring i kombination med den attraktive værdifastsættelse kan dog give mulighed for positive afkast i regionen. Denne positive forventning kan dog påvirkes af globale usikkerhedsselementer.

Profil

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

Investeringspolitikken er at investere i en forholdsvis snæver portefølje af langsigtede attraktive aktier, typisk omkring 35-70, hvilket giver mulighed for et højt 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 -20 år.



Risiko

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

Om end risikoen ved investering i de asiatiske markeder har været faldende gennem de senere år, bør 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 bør endvidere være opmærksom på, at afdelingens investeringer kan blive udsat for selskabsspecifikke, politiske, økonomiske, markedsmæssige og reguleringsmæssige risici, som kan påvirke værdien af andelene i afdelingen. Hertil kan komme andre faktorer, som kan påvirke andelenes værdi.

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 2014

Sektorfordeling

Energi	2,1%
Råvarer	3,7%
Industri og service	13,6%
Forbrugsgoder – cykliske	13,4%
Forbrugsgoder – defensive	1,0%
Finans	29,6%
Informationsteknologi	29,6%
Telekommunikation	1,9%
Koncessioneret service	5,1%

Landefordeling

Kina og Hong Kong	37,2%
Indien	15,8%
Korea	16,8%
Malaysia	0,6%
Singapore	2,4%
Thailand	2,9%
Taiwan	13,8%
Indonesien	4,2%
Filippinerne	5,4%
Cambodia	0,9%

Fem største beholdninger

Samsung Electronics	6,6%
Taiwan Semiconductor	4,7%
China Overseas Land & Invest	2,9%
Tencent Holding	2,9%
Largan Precision	2,7%

Nærmere specifikation af afdelingens investeringer kan rekvireres via foreningens kontor. Den samlede portefølje kan ses på foreningens hjemmeside www.cww.dk.

Alle investeringer er børsnoterede finansielle instrumenter, hvilket også var tilfældet 30. juni 2013.

Halvårsrapport pr. 30. juni 2014

Afdelinger Hovedtal (i 1.000 kr.)	Globale Aktier		Danske Aktier		Europa	
	1. halvår 2014	1. halvår 2013	1. halvår 2014	1. halvår 2013	1. halvår 2014	1. halvår 2013
Resultatopgørelse						
Renter og udbytter	40.018	43.864	8.562	7.697	1.314	1.360
Kursgevinster og -tab	162.686	207.173	110.092	55.587	1.243	-2.055
Administrationsomkostninger	-28.382	-27.378	-5.497	-4.308	-546	-676
Resultat før skat	174.322	223.659	113.157	58.976	2.011	-1.371
Skat	-4.166	-3.895	-119	-113	-90	-98
Halvårets nettoresultat	170.156	219.764	113.038	58.863	1.921	-1.469
Balance	30. juni 2014	31. december 2013	30. juni 2014	31. december 2013	30. juni 2014	31. december 2013
Aktiver						
Likvide midler	11.227	18.379	17.490	22.436	348	820
Kapitalandele	3.640.819	3.664.081	716.316	633.175	57.514	60.920
Andre aktiver	4.966	5.242	131	1.292	433	1.189
Aktiver i alt	3.657.012	3.687.702	733.937	656.903	58.295	62.929
Passiver						
Medlemmernes formue	3.651.726	3.681.827	732.995	655.110	58.193	62.430
Anden gæld	5.286	5.875	942	1.793	102	499
Passiver i alt	3.657.012	3.687.702	733.937	656.903	58.295	62.929
Formueopgørelse						
Medlemmernes formue primo	3.681.827	3.390.070	655.110	550.913	62.430	79.866
Udlodning fra sidste år	0	-28.030	-72.505	-34.245	0	-725
Ændring i udbetalt udlodning emission/indløsning	0	1.079	160	3.082	0	60
Emissioner i perioden	19.861	264.170	53.793	36.222	1.529	452
Indløsninger i perioden	-220.552	-371.077	-16.663	-88.851	-7.699	-22.205
Emissionstillæg	29	188	52	60	3	1
Indløsningsfradrag	405	1.082	10	150	9	51
Regulering af udlodning ved emission/indløsning	0	215	0	1.349	0	113
Overført til udlodning fra sidste år	0	-265	0	-715	0	-42
Overført til udlodning næste år	0	0	0	249	0	0
Foreslået udlodning	0	0	0	72.505	0	0
Periodens nettoresultat	170.156	424.395	113.038	114.391	1.921	4.859
Medlemmernes formue ultimo	3.651.726	3.681.827	732.995	655.110	58.193	62.430

Halvårsrapport pr. 30. juni 2014

Afdelinger	Østeuropa		Asien		Globale Aktier SRI-AK	
Hovedtal (i 1.000 kr.)						
Resultatopgørelse	1. halvår 2014	1. halvår 2013	1. halvår 2014	1. halvår 2013	1. halvår 2014	1. halvår 2013
Renter og udbytter	2.165	8.486	5.674	9.109	3.727	3.403
Kursgevinster og -tab	-16.680	-39.169	42.114	38.701	16.018	20.519
Administrationsomkostninger	-1.553	-3.012	-4.863	-6.259	-2.705	-2.280
Resultat før skat	-16.068	-33.695	42.925	41.551	17.040	21.642
Skat	-170	-768	-296	-873	-470	-402
Halvårets nettoresultat	-16.238	-34.463	42.629	40.678	16.570	21.240
Balance	30. juni 2014	31. december 2013	30. juni 2014	31. december 2013	30. juni 2014	31. december 2013
Aktiver						
Likvide midler	624	2.868	7.550	5.951	1.442	1.279
Kapitalandele	62.613	307.548	408.587	752.973	317.452	271.243
Andre aktiver	120	320	2.070	437	2.661	414
Aktiver i alt	63.357	310.736	418.207	759.361	321.555	272.936
Passiver						
Medlemmernes formue	62.947	310.099	416.926	757.861	321.070	272.428
Anden gæld	410	637	1.281	1.500	485	508
Passiver i alt	63.357	310.736	418.207	759.361	321.555	272.936
Formueopgørelse						
Medlemmernes formue primo	310.099	409.242	757.861	482.162	272.428	230.355
Udlodning fra sidste år	0	-7.779	0	0	-31.739	-6.254
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning	0	1.007	0	0	-3.288	-477
Emissioner i perioden	688	0	31.454	249.655	73.534	36.264
Indløsninger i perioden	-231.748	-67.438	-416.818	-19.947	-6.527	-25.219
Emissionstillæg	3	0	116	920	74	92
Indløsningsfradrag	143	304	1.684	87	18	59
Regulering af udlodning ved emission/indløsning	0	176	0	-340	0	0
Overført til udlodning fra sidste år	0	-77	0	-695	0	0
Overført til udlodning næste år	0	0	0	0	0	0
Foreslået udlodning	0	0	0	0	0	31.739
Periodens nettoresultat	-16.238	-25.336	42.629	46.019	16.570	5.869
Medlemmernes formue ultimo	62.947	310.099	416.926	757.861	321.070	272.428