



## Investeringsforeningen Carnegie WorldWide – halvårsrapport 2015

### Positive aktiemarkeder i 1. halvår

Aktiemarkederne startede 2015 med imponerende afkast på 15-20 pct. i første kvartal, men stigende obligationsrenter i andet kvartal, hvor eksempelvis den tyske 10-årige rente steg fra 0,2 pct. til 0,8 pct., usikkerhed om udviklingen i Grækenland samt et stort fald i de kinesiske aktier trak de globale markeder ned.

De globale aktiemarkeder steg således 11,7 pct., mens de danske aktier steg 20,9 pct. i første halvår. Indekset for emerging markets steg 12,0 pct. Drivkraften bag stigningerne har bl.a. været investorenes intensive jagt på afkastmuligheder i et miljø med lave renter på indskud og statsobligationer, hvor det nu tager ca. 100 år at fordoble en investering i en dansk statsobligation og 30 år ved investering i en 30-årig realkreditobligation.

En anden vigtig komponent bag de høje markedsafkast har været valutagevinster fra den stigende dollarkurs. Dollarkursen er stigende, fordi ECB devaluerer euroen gennem kvantitative lempelser, altså opkøb af statsobligationer.

Foreningens afdelinger skabte alle højere afkast end deres benchmark i 1. halvår 2015. Afdeling Globale Aktier og afdeling Globale Aktier Etik-ak skabte afkast på hhv. 15,5 pct. og 16,8 pct. Afdeling Globale Aktier Stabil gav 13,8 pct., mens afdeling Danske Aktier gav 20,9 pct. Afdeling Asien og afdeling Emerging Markets gav hhv. 14,8 pct. og 12,5 pct.

Afdeling Globale Aktier har nu eksisteret i 25 år, og på det danske marked er der i alt ni globale aktiefonde, som har eksisteret i 25 år eller mere. Afdeling Globale Aktier har i de 25 år givet et akkumuleret afkast, der er tæt på det dobbelte af den næstbedste fond ifølge afkaststatistik fra IFB.

### Forventninger til fremtiden

Med hensyn til udsigterne for aktiemarkedet er usikkerheden højere end tidligere efter snart seks år med kursstigninger drevet af en meget lempelig pengepolitik globalt. De globale aktiemarkeder er ved halvåret præget af det kaotiske forløb omkring Grækenland, store kursfald på de kinesiske aktier samt usikkerheden om, hvornår og hvor meget Fed vil hæve den korte rente i USA. Vi ser dog dette som mere kortsigtede usikkerhedsfaktorer.

Udviklingen i Grækenland har kun i mindre grad realøkonomisk betydning for Europa og resten af verden. Det kinesiske aktiemarked er præget af spekulanter, og når markedet stiger eksplosivt i ét kvartal, som vi så det i årets første kvartal, er der risiko for markante kursfald efterfølgende. Langsigtet er vi dog positive på udviklingen i Kina, om end udviklingen i andet halvår vil være præget af fortsat usikkerhed omkring Kinas devaluering af valutaen.

Begyndende renteforhøjelser skaber som regel indledningsvist kursfald på aktiemarkedet, hvorfor der kan komme kortsigtet volatilitet, når Fed formentligt til efteråret hæver renterne. Omvendt plejer aktiemarkederne efterfølgende at genoptage de positive takter.

Vi ser således positivt på den langsigtede udvikling for aktier, om end stigningstakten bliver lavere end de senere år.

Investeringsforeningen Carnegie WorldWide

Dampfærgevej 26

DK-2100 Copenhagen

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



## Ledelsespåtegning

Bestyrelse og direktion har dags dato aflagt halvårsrapporten for Investeringsforeningen Carnegie WorldWide for regnskabsperioden 1. januar - 30. juni 2015. 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 2015 samt af resultaterne af afdelingernes aktiviteter for regnskabsperioden 1. januar - 30. juni 2015.

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 20. august 2015.

Investeringsforvaltningsselskab:

Carnegie Asset Administration A/S

Tim Kristiansen  
Direktør

Bestyrelsen for Investeringsforeningen Carnegie WorldWide:

Karsten Kielland  
Formand

Lars Aaen

Jens Høiberg

Jens Ole Jensen

Camilla Harder Hartvig



## Carnegie WorldWide/Globale Aktier

### Beretning

Carnegie WorldWide/Globale Aktiers indre værdi pr. andel steg i 1. halvår 2015 fra 758,09 kr. til 831,11 kr. Afdelingen udloddede et udbytte på 47,10 kr. pr. andel, som blev vedtaget på den ordinære generalforsamling den 14. april 2015. Det svarer til et afkast på 15,5 pct., hvilket var højere end afkastet for MSCI All Country verdensindeks, der i samme periode steg med 11,7 pct. målt i danske kroner.

Som beskrevet i foreningens årsrapport holdt vores positive forventninger stik for udviklingen i det forgangne halvår. Vi forventede stigende aktiemarkeder med mulighed for et ekstraafkast fra en stigende dollar. Faktisk steg dollaren med hele 9 pct. i forhold til kroner, ligesom pundet steg 10 pct. og yennen med 6 pct. Årsagen til den svækkede krone kan henføres til den svage euro, som blev påvirket af krisen i Grækenland og de faldende renter på kontinentet. Derudover fortsætter den amerikanske økonomi sin fremgang, og sandsynligheden for rentestigninger i andet halvår er høj.

Det gode afkast i forhold til verdensindekset kan henføres til en række af afdelingens større investeringer i bl.a. den indiske realkreditbank HDFC, Walt Disney og medicinalproducenterne Novo Nordisk og Gilead Sciences samt en god udvikling på de relativt nye investeringer i de japanske aktier sensorproducenten Keyence og internethandelsplatformen Rakuten.

Investeringsstrategien er fortsat lagt an på forventninger om moderat global økonomisk vækst drevet af verdens største økonomi USA. Vi har derfor stadig en høj vægt på 60 pct. i amerikanske aktier og et stærkt fundament af store og stabile vækstselskaber. Vi mener, at disse vækstselskaber vil vokse hurtigere end den globale økonomi og sikre et godt langsigtet afkast og en relativ lav risiko i porteføljen.

Afdelingen har ligeledes investeret i en række unikke selskaber, der drager fordel af høj strukturel vækst inden for særlige temaer og trends. De vigtigste temaer er "Connected Lives" (11 pct.), som bl.a. indeholder Google og Facebook og "Finansiell genopretning" (12 pct.), som AIG og Citigroup er gode eksempler på. Temaet "Boligmarkedet i USA" (8 pct.) består af bl.a. Home Depot. Afdelingen har ingen investeringer inden for energi, telekommunikation eller offentlige værker, som, vi mener, er strukturelt udfordret.

### 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 efter alle omkostninger 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 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, 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 2015

### Sektorfordeling

Råvarer	3,1%
Industri og service	9,5%
Forbrugsgoder – cykliske	18,2%
Forbrugsgoder – defensive	13,3%
Medicinal	10,4%
Finans	26,6%
Informationsteknologi	18,9%

### Landefordeling

USA og Canada	59,6%
Storbritannien	10,8%
Kontinentaleuropa	13,2%
Pacific	8,9%
Nye markeder	7,5%

### Fem største beholdninger

HDFC	7,5%
Visa	7,4%
Walt Disney	4,4%
Gilead Sciences	4,4%
Home Depot	4,4%

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

Alle investeringer er børsnoterede finansielle instrumenter, hvilket også var tilfældet 30. juni 2014.



## Carnegie WorldWide/Globale Aktier Etik - ak

### Beretning

Carnegie WorldWide/Globale Aktier Etik – ak's indre værdi pr. andel faldt i 1. halvår 2015 fra 134,46 kr. til 134,16 kr. Afdelingen udloddede et udbytte på 24,00 kr. pr. andel, som blev vedtaget på den ordinære generalforsamling den 14. april 2015. Samlet svarer dette til et afkast på 16,8 pct., hvilket var højere end afkastet for MSCI All Country verdensindeks, der i samme periode steg med 11,7 pct. målt i danske kroner.

Som beskrevet i foreningens årsrapport holdt vores positive forventninger stik for udviklingen i det forgangne halvår. Vi forventede stigende aktiemarkeder med mulighed for et ekstraafkast fra en stigende dollar. Faktisk steg dollaren med hele 9 pct. i forhold til kroner, ligesom pundet steg 10 pct. og yennen med 6 pct. Årsagen til den svækkede krone kan henføres til den svage euro, som blev påvirket af krisen i Grækenland og de faldende renter på kontinentet. Derudover fortsætter den amerikanske økonomi sin fremgang, og sandsynligheden for rentestigninger i andet halvår er høj.

Det gode afkast i forhold til verdensindekset kan henføres til en række af afdelingens større investeringer i bl.a. den indiske realkreditbank HDFC, Walt Disney og medicinalproducenterne Novo Nordisk og Gilead Sciences samt en god udvikling på de relativt nye investeringer i de japanske aktier sensorproducenten Keyence og internethandelsplatformen Rakuten.

Investeringsstrategien er fortsat lagt an på forventninger om moderat global økonomisk vækst drevet af verdens største økonomi USA. Vi har derfor stadig en høj vægt på 60 pct. i amerikanske aktier og et stærkt fundament af store og stabile vækstselskaber. Vi mener, at disse vækstselskaber vil vokse hurtigere end den globale økonomi og sikre et godt langsigtet afkast og en relativ lav risiko i porteføljen.

Afdelingen har ligeledes investeret i en række unikke selskaber, der drager fordel af høj strukturel vækst inden for særlige temaer og trends. De vigtigste temaer er "Connected Lives" (11 pct.), som bl.a. indeholder Google og Facebook og "Finansiell genopretning" (12 pct.), som AIG og Citigroup er gode eksempler på. Temaet "Boligmarkedet i USA" (7 pct.) består af bl.a. Home Depot. Afdelingen har ingen investeringer inden for energi, telekommunikation eller offentlige værker, som, vi mener, er strukturelt udfordret

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 Komatsu, der via datterselskaber er leverandør til og henter en mindre del af omsætningen via salg til forsvarsindustrien. Desuden er vi ikke investeret i Sensata, grundet selskabets eksponering til våbenproduktion (bl.a. termostater og sensorer til militære fly). I stedet har vi valgt at investere i Nike, Novartis og Roche.

### 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 efter alle omkostninger 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 2015

### Sektorfordeling

Råvarer	3,3%
Industri og service	7,0%
Forbrugsgoder – cykliske	20,9%
Forbrugsgoder – defensive	6,5%
Medicinal	16,7%
Finans	26,3%
Informationsteknologi	19,3%

### Landefordeling

USA og Canada	57,8%
Storbritannien	4,1%
Kontinentaleuropa	20,8%
Pacific	9,6%
Nye markeder	7,7%

### Fem største beholdninger

HDFC Bank ADR	7,7%
Visa	7,2%
UBS	4,4%
Google	4,3%
Walt Disney	4,2%

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

Alle investeringer er børsnoterede finansielle instrumenter, hvilket også var tilfældet 30. juni 2014.



## Carnegie WorldWide/Globale Aktier Stabil

### Beretning

Carnegie WorldWide/Globale Aktier Stabils indre værdi pr. andel steg i 1. halvår 2015 fra 131,06 kr. til 148,10 kr. Afdelingen udloddede et udbytte på 1,10 kr. pr. andel, som blev vedtaget på den ordinære generalforsamling den 14. april 2015. Afkastet blev på 13,8 pct., hvilket var bedre MSCI AC Minimum Volatility indeks, der i samme periode steg 11,2 pct. Afdelingens afkast var højere end ventet, fordi investorerne fortsatte deres søgen efter stabile investeringer som alternativ til de meget lave lange statsrenter i den vestlige verden. Samtidig havde vi mange gode aktievalg i første halvår, hvilket yderligere understøttede afkastet. Den bedst aktie i første halvår blev den japanske parkeringsoperatør Park24, der steg mere end 50 pct. i den periode, vi ejede aktien.

Afdelingen har lavet en del omlægninger i første halvår som følge af en kraftig stigende værdiansættelse på flere af aktierne, uden at indtjeningsforventningerne har kunne følge med. Det har resulteret i salg af bl.a. Suntory Beverages, Park24, Starbucks og Service Corporation. Vi finder stor stabilitet, en attraktiv værdiansættelse og gode vækstmuligheder i sundhedssektoren og har øget investeringerne her. Vi har bl.a. købt Mednax og Cerner. Derudover har vi øget vores investeringer i finanssektoren i specielt USA, fordi bankerne nu er igennem finanskrisen og har vækst i udlånene til gode solide kunder. Samtidig vil de amerikanske banker få gavn af stigende korte renter, når den amerikanske centralbank hæver disse. Vi har derfor øget vores investeringer i Wells Fargo og købt J.P. Morgan.

Overordnet set er strategien uforandret. Afdelingen investerer i selskaber med en stærk konkurrencemæssig position og en stabil forretningsmodel. Dette gør f.eks. konjunkturudviklingen mindre afgørende for selskabernes indtjening. Vi stræber hele tiden på at finde forskelligartede investeringer for at gøre porteføljen robust over for markedsudsving. Det er baggrunden for, at porteføljen må forventes, at have mindre kursudsving end det globale aktiemarked generelt.

### Afdelingens profil

Målsætningen er på lang sigt at skabe et højere afkast end MSCI's globale indeks for stabile aktier efter alle omkostninger, og samtidig holde en risiko, der er lavere end på det globale aktiemarked. Afdelingen investerer i danske og udenlandske aktier eller aktiebaserede værdipapirer, som forventes at have en mere stabil kursudvikling end det generelle aktiemarked. Porteføljen består af 40-60 selskaber, som over en årrække har gode muligheder for at udvikle sig positivt. I udvælgelsesprocessen er der fokus på selskaber, som opfylder tre kriterier: 1) har en stabil og holdbar forretningsmodel 2) kan købes til en attraktiv pris 3) er inde i en positiv udvikling. Den samlede portefølje er diversificeret på lande og sektorer for at skabe robusthed over for pludselige markedsudsving.

### 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 forventes at have et risikoniveau, som målt på standardafvigelsen forventes at ligge under niveauet på det generelle aktiemarkeds risiko. Udsvingene i den indre værdi set over en længere periode ventes således at ligge under niveauet for en normal bred aktieafdeling som eksempelvis afdeling Globale Aktier. Såfremt det vurderes at være hensigtsmæssigt, kan afdelingen i kortere perioder have et risikoniveau, som ligger højere end det generelle aktiemarkeds risiko.





For at sikre fastholdelse af risikoprofilen udvælges aktier til porteføljen kun, hvis aktierne historisk set har ligget i den halvdel af det globale aktiemarked, som har haft de laveste standardafvigelse, eller hvis aktierne fremadrettet forventes at ligge i den halvdel med de laveste standardafvigelse. Herudover overvåges de samlede porteføljeinvesteringer løbende for at opfange eventuelle forandringer i aktiernes volatilitet for sikre, at porteføljen som helhed har en mere stabil kursudvikling end det generelle marked. Endelig for at sikre porteføljens robusthed over for mulige markedsmæssige forandringer, overvåger foreningens risikostyringsfunktion løbende porteføljens eksponering mod en række forskellige faktorer set i forhold til, hvordan det generelle globale aktiemarked er eksponeret til disse faktorer.

De historisk opnåede afkast i afdelingen er ingen garanti for fremtidige afkast, og der kan opstå fald i værdien af andelene i afdelingen. 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.

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 2015**

#### **Sektorfordeling**

Råvarer	1,8%
Industri og service	5,5%
Forbrugsgoder – cykliske	7,5%
Forbrugsgoder – defensive	19,9%
Medicinal	26,1%
Finans	19,6%
Informationsteknologi	5,7%
Telekommunikation	6,9%
Koncessioneret service	7,0%

#### **Landefordeling**

USA & Canada	67,3%
Storbritannien	6,1%
Kontinentaleuropa	9,2%
Emerging Markets	5,1%
Pacific	12,3%

#### **Fem største beholdninger**

DBS Group	3,8%
McKesson	3,1%
Walt Disney	3,1%
Danaher	3,0%
Astellas Pharma	2,9%

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

Alle investeringer er børsnoterede finansielle instrumenter, hvilket også var tilfældet 30. juni 2014.



## Carnegie WorldWide/Danske Aktier

### Beretning

Carnegie WorldWide/Danske Aktiers indre værdi pr. andel steg i 1. halvår 2015 fra 263,42 kr. til 296,45 kr. Hertil kommer et udbytte på 28,10 kr. pr. andel, som blev vedtaget på den ordinære generalforsamling den 14. april 2015. Det svarer til et afkast på 22,9 pct. for 1. halvår. Til sammenligning steg OMX Copenhagen Cap. indekset 20,9 pct. i 1. halvår 2015.

Afdelingens absolutte afkast er bedre end vores forventninger, som beskrevet i foreningens seneste årsrapport, hvilket skyldes et stærkt dansk aktiemarked i 1. halvår 2015. Fremgangen kan blandt andet tilskrives gode regnskaber samt en rigelig likviditet og den meget lave rente.

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

Porteføljens risiko er steget marginalt 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 efter alle omkostninger 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/sektors 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 2015

### Sektorfordeling

Råvarer	2,6%
Industri og service	31,8%
Forbrugsgoder – cykliske	10,4%
Forbrugsgoder – defensive	4,6%
Medicinal	18,8%
Finans	29,0%
Informationsteknologi	2,8%

### Fem største beholdninger

Danske Bank	10,0%
Pandora	9,9%
Novo Nordisk	9,8%
Vestas Wind Systems	7,9%
Jyske Bank	5,1%

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

Alle investeringer er børsnoterede finansielle instrumenter, hvilket også var tilfældet 30. juni 2014.



## Carnegie WorldWide/Emerging Markets

### Beretning

Carnegie WorldWide/Emerging Markets indre værdi pr. andel steg i 1. halvår 2015 fra 200,18 kr. til 225,24 kr. Det svarer til et afkast på 12,5 pct. Afdelingens benchmark steg 12,0 pct. målt i danske kroner. Merafkastet er tilfredsstillende og opfylder indtil videre vores forventning til 2015, som er et positivt afkast, der er bedre end det generelle emerging markets-indeks.

Første halvår 2015 var præget af store udsving i råvarepriserne, uroen i Grækenland, usikkerhed om Modis evne til at implementere reformer i Indien og bekymringer om den aftagende økonomisk vækst i Kina og den kinesiske regerings manglende evne til at ”styre” aktiemarkedet med diverse tiltag.

Trods dette leverede afdelingen et positivt afkast som i særdeleshed kan henføres til afdelingens teknologiaktier som Tencent, Largan, Sunny Optical og Naspers. I første halvår 2015 kom der også positive bidrag fra indiske HDFC Bank og kinesiske China Overseas Land & Investment (COLI). Sidstnævnte oplevede medvind fra den kinesiske regerings lempelser inden for bl.a. ejendomssektoren.

Udsigterne for Emerging Markets for resten af 2015 er usikre bl.a. på grund af den fortsatte usikkerhed omkring de amerikanske renter. En stigning i de amerikanske renter påvirker globale kapitalstrømninger og kan påvirke lande med svage eksterne balancer negativt såvel som selskaber med betydelig mængde USD-denomineret gæld. Det er lande som Sydafrika, Tyrkiet, Brasilien, og Indonesien, der er særligt udsatte. Ikke desto mindre er afdelingen investeret i en række selskaber i disse lande, der oplever strukturel vækst og i høj grad er isoleret fra de overordnede problemer i deres respektive hjemlande.

Trods skepsis omkring Modi og Indien, bekymringer omkring vækst i Kina, og usikkerhed omkring korruption i Mexico, er vi fortsat positivt stillet over for de tre landes reformplaner, som skal være med til at sikre gunstige rammer for vækst de kommende år. Vi forventer dog kun moderate stigninger på de tre markeder for resten af 2015 indtil reformerne udmønter sig i konkret vækst.

Vi foretog en række nye investeringer i løbet af det første halvår, herunder Hu Lane, Tung Thih, FEMSA, og Weg. Tung Thih og Hu Lane blev købt pga. af vores tro på mangeårig vækst inden for elektrificering af biler, hvor begge selskaber står stærkt. FEMSA har en af de mest veldrevne og hurtigst voksende dagligvarebutikskæder i Mexico og er med opkøbet af en række benzintanke samtidigt eksponeret til Mexicos energireformer. Igennem salget af elektriske motorer, generatorer, og transformatorer er Weg eksponeret mod energieffektivitet, automatisering og vedvarende energi på globalt plan. Vi solgte Sberbank, fordi selskabet på længere sigt bliver negativt påvirket af situationen i Rusland. Derudover solgte vi investeringerne i uddannelsessektoren i Brasilien på grund af betydelige usikkerheder omkring den fortsatte offentlige støtte til sektoren.

### Afdelingens profil

Afdelingens målsætning er at skabe et langsigtet afkast, der er højere end markedsniveauet på emerging markets-aktier efter alle omkostninger, og samtidig holde en risiko (udtrykt som standardafvigelsen på afkastet), der normalt er på niveau med eller lavere end risikoen på markederne i emerging markets.



Afdeling Emerging Markets investerer i emerging markets-lande eller i aktier, hvor virksomhedens salg eller indtjening fortrinsvis relaterer sig til emerging markets-lande. Emerging markets betegner de lande, som udvikler sig fra udviklingsøkonomier mod at blive industrialiserede økonomier. Hong Kong og Singapore indgår i denne gruppe.

Afdelingens investeringsfilosofi er at kombinere langsigtede trends og et mindre udvalg af mere kortsigtede temaer med dybdegående aktieudvælgelse. Grundet den specielle markedsstruktur i Emerging Markets vil antallet af aktier normalt udgøre 50-120. Porteføljen vil typisk være sammensat af en række store og mindre selskaber. Det er vores erfaring, at det er vigtigt med eksponering til de mindre og mellemstore selskaber for at kapitalisere på væksthistorien i emerging markets.

### **Risiko**

Afdelingen investerer i udviklingsmarkeder, der generelt er præget af høje vækstrater, men som også kan være forbundet med særlige risici, der normalt ikke forekommer på de udviklede markeder. Et umodent politisk system indebærer en øget risiko for pludselige og grundlæggende omvæltninger inden for økonomi og politik. Korruption er en aktuell risikofaktor, og risikoen for nationaliseringer er med de historiske erfaringer også en faktor, som kan påvirke afdelingens investeringer. Valutaerne er ofte udsat for store og uforudsete udsving, og der kan blive indført restriktioner med hensyn til udførsel af valuta med kort varsel. Markedslikviditeten på de nye markeder kan være meget svingende, og blive negativt påvirket af økonomiske og politiske ændringer eller andre uforudsete begivenheder. På trods af spredning af investeringerne fra flere lande må du som investor være forberedt på, at kursen kan svinge markant på kort sigt. Afdelingen investerer normalt hovedsageligt i likvide børsnoterede aktier. Ændrede markedsvilkår, som påvirker markedslikviditeten negativt, kan få indflydelse på afdelingens investeringer og påvirke afkastet negativt.

Afdelingen forventes at have et risikoniveau, som over længere perioder vil ligge på niveau med det generelle niveau for markederne i emerging markets. Såfremt vi vurderer det hensigtsmæssigt, kan afdelingen i kortere eller længere perioder have et risikoniveau, som ligger lavere eller højere end det generelle niveau for markederne i emerging markets.

Risiko er så vanskeligt at kvantificere, at foreningen generelt finder kvantitative modeller mindre brugbare. Vi har derfor ikke nogen kvantitative mål for styring af markedsrisiko, hvorimod vi i højere grad investerer ud fra et princip om, at en væsentlig del af risikostyringen består i et godt kendskab til de selskaber, der investeres i.

De historisk opnåede afkast i afdelingen er ingen garanti for fremtidige afkast, og der kan opstå fald i værdien af andelen i afdelingen. 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. Vi anbefaler, at kun en mindre del af dine samlede investeringer placeres i afdelingen som supplement til den totale portefølje i aktieinvesteringer.



## Aktieporteføljen pr. 30. juni 2015

### Sektorfordeling

Energi	1,5%
Råvarer	2,7%
Industri og service	8,5%
Forbrugsgoder – cykliske	13,3%
Forbrugsgoder – defensive	3,6%
Finans	36,1%
Medicinal	2,0%
Informationsteknologi	25,4%
Telekommunikation	4,2%
Koncessioneret service	2,7%

### Landefordeling

Kina og Hong Kong	31,1%
Indien	6,8%
Taiwan	12,6%
Korea	9,6%
Øvrige Fjernøsten	10,1%
Mellemøsten og Afrika	12,0%
Latin- og Sydamerika	10,8%
Europa	7,0%

### Fem største beholdninger

Samsung Electric GDR	4,7%
Tencent Holdings	3,8%
Taiwan Semiconductor	3,6%
Naspers	2,9%
China Mobile	2,7%

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

Alle investeringer er børsnoterede finansielle instrumenter, hvilket også var tilfældet 30. juni 2014.



## Carnegie WorldWide/Asien

### Beretning

Carnegie WorldWide/Asiens indre værdi pr. andel steg i 1. halvår 2015 fra 167,58 til 176,33. Hertil kommer et udbytte på 17,70 kr. pr. andel, som blev vedtaget på den ordinære generalforsamling den 14. april 2015. Det svarer til et afkast på 14,8 pct. Afdelingens benchmark steg med 14,7 pct. målt i danske kroner. Den generelle udvikling på de asiatiske aktiemarkeder levede op til vores forventninger om et højere afkast end på de globale aktiemarkeder, som beskrevet i foreningens årsrapport for 2014. Afdelingens gode afkast kan særligt tilskrives den positive udvikling inden for en række aktier i Indien, Kina og Filippinerne. På sektorniveau har afdelingen skabt gode afkast inden for industri, teknologi og finansaktier. Vores fokus på udbredelse af billige smartphones i regionen bidrog også positivt.

De asiatiske aktiemarkeder er fortsat kraftigt påvirket af stor bekymring om den økonomiske udvikling i Kina. Vores holdning til Kina har dog ikke ændret sig. 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. Generelt har Kina klaret sig godt pga. økonomiske lempelser og reformer fra regeringens side. Kraftige kursudsving på de lokale A-aktier i Kina har i første halvår påvirket særligt Hong Kong-børsen og i mindre grad resten af regionen. Indien og specielt Indonesien har ikke levet helt op til de positive forventninger om ændringer efter det nye politiske lederskab i begge lande.

Vi forventer, at Asien fortsat er et attraktivt investeringsområde, som kan levere et godt risikosteret 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 negativt af globale usikkerhedselementer.

### Profil

Afdelingens målsætning er at skabe et langsigtet afkast, der er højere end markedsniveauet for asiatiske aktier efter alle omkostninger, og samtidig holde en risiko (udtrykt som standardafvigelsen på afkastet), der normalt er på niveau med eller lavere end risikoen på aktiemarkederne i Asien. 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 2015

#### Sektorfordeling

Energi	1,4%
Råvarer	3,5%
Industri og service	11,6%
Forbrugsgoder – cykliske	12,2%
Finans	34,9%
Informationsteknologi	27,5%
Telekommunikation	3,4%
Koncessioneret service	5,5%

#### Landefordeling

Kina og Hong Kong	46,0%
Indien	15,1%
Korea	12,3%
Malaysia	0,3%
Singapore	0,7%
Thailand	2,2%
Taiwan	14,2%
Indonesien	4,1%
Filippinerne	5,1%

#### Fem største beholdninger

Taiwan Semiconductor	4,9%
Samsung Electronics	4,5%
Tencent Holdings	4,1%
China Overseas Land & Invest	3,9%
China Mobile	3,4%

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

Alle investeringer er børsnoterede finansielle instrumenter, hvilket også var tilfældet 30. juni 2014.



## Halvårsrapport pr. 30. juni 2015

Afdelinger Hovedtal (i 1.000 kr.)	Globale Aktier		Danske Aktier		Globale Aktier Stabil	
	1. halvår 2015	1. halvår 2014	1. halvår 2015	1. halvår 2014	1. halvår 2015	1. halvår 2014
<b>Resultatopgørelse</b>						
Renter og udbytter	45.884	40.018	24.214	8.562	1.410	1.314
Kursgevinster og -tab	631.693	162.686	195.897	110.092	10.160	1.243
Administrationsomkostninger	-36.640	-28.382	-8.543	-5.497	-1.074	-546
Resultat før skat	640.937	174.322	211.568	113.157	10.496	2.011
Skat	-4.820	-4.166	-234	-119	-110	-90
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>636.117</b>	<b>170.156</b>	<b>211.334</b>	<b>113.038</b>	<b>10.386</b>	<b>1.921</b>
<b>Balance</b>	30. juni 2015	31. december 2014	30. juni 2015	31. december 2014	30. juni 2015	31. december 2014
<b>Aktiver</b>						
Likvide midler	40.940	10.579	17.130	33.235	5.604	2.935
Kapitalandele	4.613.310	4.010.956	1.103.730	671.366	178.458	73.612
Andre aktiver	6.504	6.666	0	396	2.522	495
<b>Aktiver i alt</b>	<b>4.660.754</b>	<b>4.028.201</b>	<b>1.120.860</b>	<b>704.997</b>	<b>186.584</b>	<b>77.042</b>
<b>Passiver</b>						
Medlemmernes formue	4.654.020	4.021.624	1.119.264	703.810	185.508	76.900
Anden gæld	6.734	6.577	1.596	1.187	1.076	142
<b>Passiver i alt</b>	<b>4.660.754</b>	<b>4.028.201</b>	<b>1.120.860</b>	<b>704.997</b>	<b>186.584</b>	<b>77.042</b>
<b>Formueopgørelse</b>						
Medlemmernes formue primo	4.021.624	3.681.827	703.810	655.110	76.900	62.430
Udlodning fra sidste år	-249.862	0	-75.079	-72.505	-645	0
Ændring i udbetalt udlodning emission/indløsning	-376	0	2.688	160	-315	0
Emissioner i perioden	273.976	31.304	318.713	65.892	99.910	20.371
Indløsninger i perioden	-27.900	-514.287	-42.280	-64.749	-895	-13.172
Emissionstillæg	430	70	53	72	166	16
Indløsningsfradrag	11	1.108	25	75	1	15
Regulering af udlodning ved emission/indløsning	0	13.271	0	1.332	0	-46
Overført til udlodning fra sidste år	0	0	0	-249	0	0
Overført til udlodning næste år	0	274	0	167	0	9
Foreslået udlodning	0	249.862	0	75.079	0	645
Periodens nettoresultat	636.117	558.195	211.334	43.426	10.386	6.632
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>4.654.020</b>	<b>4.021.624</b>	<b>1.119.264</b>	<b>703.810</b>	<b>185.508</b>	<b>76.900</b>

## Halvårsrapport pr. 30. juni 2015

Afdelinger Hovedtal (i 1.000 kr.)	Emerging Markets		Asien		Globale Aktier Etik-ak	
	1. halvår 2015	1. halvår 2014	1. halvår 2015	1. halvår 2014	1. halvår 2015	1. halvår 2014
<b>Resultatopgørelse</b>						
Renter og udbytter	775	2.165	8.597	5.674	5.241	3.727
Kursgevinster og -tab	5.990	-16.680	73.042	42.114	63.542	16.018
Administrationsomkostninger	-605	-1.553	-6.075	-4.863	-4.437	-2.705
Resultat før skat	6.160	-16.068	75.564	42.925	64.346	17.040
Skat	-78	-170	-744	-296	-680	-470
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>6.082</b>	<b>-16.238</b>	<b>74.820</b>	<b>42.629</b>	<b>63.666</b>	<b>16.570</b>
<b>Balance</b>	30. juni 2015	31. december 2014	30. juni 2015	31. december 2014	30. juni 2015	31. december 2014
<b>Aktiver</b>						
Likvide midler	1.266	515	1.452	10.975	5.692	5.572
Kapitalandele	55.071	47.582	619.416	463.209	495.757	388.816
Andre aktiver	1.866	112	28.275	0	1.128	678
<b>Aktiver i alt</b>	<b>58.203</b>	<b>48.209</b>	<b>649.143</b>	<b>474.184</b>	<b>502.577</b>	<b>395.066</b>
<b>Passiver</b>						
Medlemmernes formue	57.621	48.041	621.988	473.177	501.779	394.342
Anden gæld	582	168	27.155	1.007	798	724
<b>Passiver i alt</b>	<b>58.203</b>	<b>48.209</b>	<b>649.143</b>	<b>474.184</b>	<b>502.577</b>	<b>395.066</b>
<b>Formueopgørelse</b>						
Medlemmernes formue primo	48.041	310.099	473.177	757.861	394.342	272.428
Udlodning fra sidste år	0	0	-49.978	0	-70.388	-31.739
Ændring i udbetalt udlodning pga emission/indløsning	0	0	-6.644	0	-4.948	-3.289
Emissioner i perioden	6.447	689	176.421	88.392	144.034	90.698
Indløsninger i perioden	-2.970	-242.868	-46.347	-476.258	-25.074	-13.336
Emissionstillæg	13	2	416	290	118	124
Indløsningsfradrag	8	169	123	1.861	29	26
Regulering af udlodning ved emission/indløsning	0	350	0	6.055	0	0
Overført til udlodning fra sidste år	0	0	0	0	0	0
Overført til udlodning næste år	0	0	0	167	0	0
Foreslået udlodning	0	0	0	49.978	0	70.388
Periodens nettoresultat	6.082	-20.400	74.820	44.831	63.666	9.042
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>57.621</b>	<b>48.041</b>	<b>621.988</b>	<b>473.177</b>	<b>501.779</b>	<b>394.342</b>