

# Investeringsforeningen Alfred Berg



Halvårsrapport  
2009

# Indhold

## Ledelsesberetning

Ledelsesberetning .....	3
Hoved- og Nøgletal .....	4

## Halvårsregnskab

Anvendt regnskabspraksis .....	5
Alfred Berg, afdeling Danske Obligationer .....	6
Alfred Berg, afdeling Danmark .....	8
Alfred Berg, afdeling USA .....	10
Alfred Berg, afdeling Rusland .....	12
Alfred Berg, afdeling Europa .....	14
Alfred Berg, afdeling Norden .....	16
Alfred Berg, afdeling Small Cap Europa .....	18
Alfred Berg, afdeling High Yield Obligationer .....	20
Alfred Berg, afdeling Emerging Markets Obligationer .....	22
Otium+ .....	24
PensionPlanner 2 .....	27
PensionPlanner 3 .....	28
PensionPlanner 4 .....	29
PensionPlanner 5 .....	30
PensionPlanner 6 .....	31
PensionPlanner 7 .....	32

## Navne og adresser

### Foreningens adresse

Amaliegade 3  
1256 København K  
Telefon: 3396 1000  
Telefax: 3396 1099  
Hjemmeside  
[www.alfredberginvest.dk](http://www.alfredberginvest.dk)

### Revision

KPMG  
Statsautoriseret Revisionspart-  
nerselskab  
Borups Allé 177  
2000 Frederiksberg

### Administration

Alfred Berg Administration A/S  
Investeringsrådgiver  
Alfred Berg Fondsmæglerselskab  
A/S  
Depotselskab  
J.P. Morgan Europe (UK),  
Copenhagen Branch

### Foreningens bestyrelse

Morten Riise-Knudsen  
Lars Andersen  
Niels Ulrik Heine  
Registreringsnumre  
CVR NR: 18 22 62 43  
Finanstilsynet: 11.080

# Bestyrelsens beretning for 1. halvår 2009

## Generelt

Halvårsrapporten er aflagt i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger og specialforeninger samt andre kollektive investeringsordninger m.v. og bekendtgørelsen fra Finanstilsynet.

## Fælles oplysninger

Nedenstående er fælles for alle foreningens afdelinger. Uddybende oplysninger om den enkelte afdeling vises efterfølgende.

## De finansielle markeder i 1. halvdel af 2009

Det forgangne halvår har ligesom 2008 været domineret af store økonomiske og finansielle overskrifter, der langt hen ad vejen alle har været uden fortilfælde. Den historiske nedtur på de finansielle markeder og det deraf afledte historiske fald i den økonomiske vækst, specielt i 1. kvartal, har været opsigtsvækkende, men frem for alt var året kendetegnet ved, at centralbanker og regeringer intenterede i et omfang, vi sandsynligvis skal mange år frem for at se konsekvensen af.

Den globale vækst blev i 2008 ca. 3%, hvilket var en markant nedgang i forhold til de forrige år. Tallet skjuler imidlertid den dramatiske nedtur i kølvandet på investeringsbanken Lehman Brother's konkurs i september, som medførte at den allerede knappe kredit med ét tørrede helt ud. Ingen finansielle institutioner skulle nyde godt af at udlåne til andre, hvilket naturligvis også påvirkede privatforbrug og investeringer, som igen stressede de finansielle markeder. Det sidste kvartal i 2008 blev ikke overraskende det værste kvartal nogensinde i den globale økonomi, men da den negative spiral mellem finansiel og økonomisk turbulens fortsatte ind i 2009 blev årets første kvartal endnu værre.

Virksomheder stoppede investeringer, husholdninger stoppede privatforbrug, og den internationale handel kollapsede. Samtidig fortsatte kredittkrisen med at gøre det vanskeligt at komme i nærheden af livsnødvendig likviditet både for banker, industri og husholdninger. Virksomhederne reagerede med en historisk lagerreduktion i stedet for produktion, husholdninger reagerede med at øge opsparringen, og bankerne med at skærpe udlånskravene. En selvforstærkende effekt, der resulterede i en vækst i BNP (p.a.) i USA på -6,4%, i Eurozonen på -10%, Japan -14,2% og Kina +6,1%. En på alle måder historisk nedtur der uanset udviklingen resten af året vil være den største (og første) globale velstandsreduktion i løbet af et år siden Anden Verdenskrig. IMF forventer således, at BNP væksten i 2009 bliver på -1,4 p.a., hvilket dog dækker over særdeles store regionsmæssige udsving, med de udviklede lande som de største tabere. Specielt arbejdsløsheden er bekymrende. I USA er den nu 9,4%, som konsekvens af at næsten 7 millioner personer er blevet afskediget siden starten af krisen. I Europa ser det ikke meget bedre ud, her er arbejdsløsheden også 9,4%. IMF har dog på det seneste oprevideret deres syn på væksten næste år, da andet kvartal i år har budt på særdeles positive tendenser.

Verdensøkonomien har i årets andet kvartal set "grønne skud", som dækker over begyndende fremgang. De finansielle betingelser er blevet mærkbart bedre, idet likviditeten er begyndt at flyde, samtidig med at også den økonomiske aktivitet har stoppet kollapsede. De massive finanspolitiske hjælpepakker fra alle store lande direkte møntet på både husholdninger og banker har mindsket uroen sammen med yderst aggressive tiltag fra centralbankerne. Mange af tiltagene har været dramatiske, idet de er uden fortilfælde. Bla. er renterne nedsat til stort set 0% i de fleste store regioner, herunder 0% i USA og Japan, 0,5% i England og 1% i Europa. Desuden har USA, England og Europa også købt obligationer direkte i markedet

for at undgå for stor "crowding out effekt" af de store finanspolitiske pakker, der er finansieret i obligationsmarkedet. Der er ikke nødvendigvis tale om klassisk monetær finansiering af offentlig gæld, som det kendes fra krigsøkonomierne i mellemkrigstiden og efter Anden Verdenskrig, men mere kreditunderstøttende tiltag med det formål at holde boligrenterne på et acceptabelt niveau. Inflationen, som normalt kan være "show stopper" for stimuli, er meget lav og i visse tilfælde negativ. Årsagen er dels kapacitetsudnyttelsen, som er historisk lav, men især at olieprisen er lav i forhold til sidste år.

Selvom både FED og BoE også har købt statsobligationer er det lykkedes at holde inflationsforventningerne nogenlunde i ro, hvilket har skabt stabilitet i de risikofyldte finansielle aktivklasser som løbende har oplevet store stigninger. S&P er i skrivende stund (10. august) oppe med 12%, DAX 13%, KFX 30% og Hang Seng 45%. Fra bunden i starten af marts er flere aktivklasser steget med over 50%-point. Kreditobligationer (herunder også boligobligationer) har nydt godt af den generelle stigning i risikoappetit og har således over en bred kam halveret spændet over statsobligationer, hvilket har givet afkast i størrelsesordenen +30% til 50%. Råvarer er også steget markant, hvor f.eks. Brentolien nu er oppe i USD 73 fra USD 47 ved årets start. Lange statsobligationer har haft det noget sværere som følge af de massive udstedelser i takt med finansieringen af de finanspolitiske hjælpepakker. De korte obligationer har specielt i Europa gjort det noget bedre, bla. som følge af ECB historiske EUR 442 mia. tildeling af likviditet med 1 årig binding.

## Forventninger til den resterende del af 2009

Store stigninger i aktier, bedre ledende indikatorer og opbremsning i faldet i bla. boligpriser og byggeaktivitet har skabt en tro på, at det værste klart er bag os. Fra et depressionsscenario ligner det mere et recessionsscenario præget af kraftig lagerkorrektio, kollaps i bilsalg og international handel. Alle komponenter er meget typiske for negative konjunkturcykler, som også har den egenskab, at de vender igen hurtigt. Det ser det således ud til at USA oplever positiv vækst allerede i tredje kvartal, da det i andet kvartal kun blev -1% p.a. og dette primært drevet af endnu en lagerkorrektio.

Selvom tendensen lige nu er optimistisk, er det vigtig at notere sig, at eventuel positiv vækst sandsynligvis kun bliver beskeden. For det første er arbejdsløsheden på vej mod historiske højder og vil i lang tid holde det private forbrug i en spændetrøje. For det andet er de finansielle markeder stadig i en tilstand af chok, hvor der er tale om en stabilisering af kreditforholdene, men ikke en normalisering. For det tredje vil specielt ejendomsværdikollapset fortsat betyde opbygning af "ny" opsparring gennem den løbende indkomst. For det fjerde vil nye strukturelle forhold både på arbejdsmarkedet (højere dagpenge) og på de finansielle markeder (regulering) lægge en dæmper på væksten. For det sidste, og det er det vigtigste, er der sat så mange nye skibe i vandet i form af massive stimulipakker, at der nødvendigvis må antages at komme nogle skvulp, når skibene skal tages op af vandet igen. Især da tiltagene i vidt omfang har været uden fortilfælde.

Regeringer og centralbanker skal træde varsomt de næste par år for at undgå utilsigtet turbulens på de finansielle markeder og dermed også i den globale økonomi. Dette gælder ikke mindst med hensyn til prisudviklingen, som ved "fejl" kan blive "show stopper" både ved for høj inflation eller deflation.

Vi vurderer fortsat afkastmulighederne som gode i 2009, ikke blot for aktier men også for statsobligationer, da den massive likviditet vil præge billedet i lang tid endnu.

# Hoved- og nøgletal

Netto resultat ( 1.000 kr.)	1.01-30.06.09*	1.01-30.06.08	Halvårets afkast i pct.	30.06.09*	30.06.08
Danske Obligationer	2.534	-9.210	Danske Obligationer	0,63	-1,81
Danmark	11.016	-78.836	Danmark	14,05	-11,81
USA	893	-4.214	USA	4,26	-17,18
Rusland	120.530	-71.819	Rusland	54,91	-6,41
Europa	1.940	-41.417	Europa	3,45	-22,58
Norden	3.914	-18.040	Norden	18,88	-16,78
High Yield	96.372	235	High Yield	24,12	-0,02
Small Cap Europa	6.221	-33.912	Small Cap Europa	11,61	-18,24
Emerging Market Obl.	11.175	-2.124	Emerging Market Obl.	16,84	-1,84
Otium+	29		Otium+	0,22	
PensionPlanner 2	-79		PensionPlanner 2	-0,19	
PensionPlanner 3	-1.115		PensionPlanner 3	-0,50	
PensionPlanner 4	-646		PensionPlanner 4	-1,56	
PensionPlanner 5	-665		PensionPlanner 5	-0,34	
PensionPlanner 6	-16.143		PensionPlanner 6	-1,11	
PensionPlanner 7	-4.517		PensionPlanner 7	-1,53	
			-		
Gennemsnitlig formue ( 1.000 kr.)	30.06.09*	30.06.08	Halvårets benchmarkafkast i pct.	30.06.09*	30.06.08
Danske Obligationer	383.501	385.512	Danske Obligationer	1,19	-1,00
Danmark	112.709	580.733	Danmark	16,57	-12,12
USA	30.425	21.161	USA	1,51	-16,99
Rusland	285.620	670.715	Rusland	74,13	-3,81
Europa	52.650	135.554	Europa	8,75	-22,18
Norden	22.650	84.520	Norden	20,96	-16,22
High Yield	445.608	451.720	High Yield	31,18	-0,90
Small Cap Europa	56.512	137.051	Small Cap Europa	26,66	-17,04
Emerging Market Obl.	75.386	108.682	Emerging Market Obl.	14,33	0,41
Otium+	13.265		Otium+	-	
PensionPlanner 2	38.936		PensionPlanner 2	0,84	
PensionPlanner 3	225.539		PensionPlanner 3	0,63	
PensionPlanner 4	40.937		PensionPlanner 4	-0,04	
PensionPlanner 5	195.542		PensionPlanner 5	0,74	
PensionPlanner 6	1.448.994		PensionPlanner 6	0,37	
PensionPlanner 7	291.744		PensionPlanner 7	-0,04	
Cirkulerende kapital (1.000 kr.)	30.06.09*	30.06.08	Omkostningspct.	1.01-30.06.09*	1.01-30.06.08
Danske Obligationer	360.082	398.854	Danske Obligationer	0,34	0,33
Danmark	93.140	198.256	Danmark	0,79	0,69
USA	46.441	22.929	USA	0,87	0,94
Rusland	420.341	423.631	Rusland	1,31	1,21
Europa	109.523	154.959	Europa	0,85	0,73
Norden	45.001	100.575	Norden	0,99	0,75
High Yield	544.162	526.945	High Yield	0,49	0,48
Small Cap Europa	144.996	156.140	Small Cap Europa	0,91	0,85
Emerging Market Obl.	58.706	112.243	Emerging Market Obl.	0,57	0,51
Otium+	13.235		Otium+	0,07	
PensionPlanner 2	39.011		PensionPlanner 2	0,04	
PensionPlanner 3	226.663		PensionPlanner 3	0,04	
PensionPlanner 4	41.587		PensionPlanner 4	0,05	
PensionPlanner 5	196.214		PensionPlanner 5	0,04	
PensionPlanner 6	1.465.231		PensionPlanner 6	0,04	
PensionPlanner 7	296.268		PensionPlanner 7	0,05	
Indre værdi pr. andel (DKK)	30.06.09*	30.06.08	Sharpe ratio	1.01-30.06.09*	1.01-30.06.08
Danske Obligationer	100,85	94,67	Danske Obligationer	0,14	-0,33
Danmark	129,22	191,95	Danmark	-0,04	1,06
USA	61,68	78,41	USA	-0,63	-0,22
Rusland	82,32	155,73	Rusland	0,11	0,92
Europa	48,40	75,94	Europa	-0,51	0,12
Norden	48,78	69,68	Norden	-0,11	0,65
High Yield	81,72	86,46	High Yield	-0,10	0,50
Small Cap Europa	41,31	75,69	Small Cap Europa	-0,48	0,39
Emerging Market Obl.	88,45	94,41	Emerging Market Obl.	-0,05	0,32
Otium+	100,22		Otium+	-	
PensionPlanner 2	99,81		PensionPlanner 2	-	
PensionPlanner 3	99,50		PensionPlanner 3	-	
PensionPlanner 4	98,44		PensionPlanner 4	-	
PensionPlanner 5	99,66		PensionPlanner 5	-	
PensionPlanner 6	98,89		PensionPlanner 6	-	
PensionPlanner 7	98,47		PensionPlanner 7	-	

\*Afdeling Otium+'s regnskabsperiode var 15.06.09 - 30.06.09

\*Afdeling PensionPlanner 2's regnskabsperiode var 15.06.09 - 30.06.09

\*Afdeling PensionPlanner 3's regnskabsperiode var 15.06.09 - 30.06.09

\*Afdeling PensionPlanner 4's regnskabsperiode var 15.06.09 - 30.06.09

\*Afdeling PensionPlanner 5's regnskabsperiode var 15.06.09 - 30.06.09

\*Afdeling PensionPlanner 6's regnskabsperiode var 15.06.09 - 30.06.09

\*Afdeling PensionPlanner 7's regnskabsperiode var 15.06.09 - 30.06.09

# Anvendt Regnskabspraksis

## Oplysninger

Anvendt regnskabspraksis er uændret i forhold til regnskabspraksis i den seneste aflagte årsrapport.

## Beholdningsspecifikationer

En specifikation af afdelingernes værdipapirer kan rekvireres ved henvendelse til foreningens administrationselskab

## Nøgletal - definitioner

### Indre værdi pr. andel

Medlemmernes formue/cirkulerende andele ultimo året.

### Afkast i procent

$((\text{Indre værdi ultimo året} + \text{geninvesteret udlodning}) / (\text{Indre værdi primo året} - 1)) \times 100$ . Hvor geninvesteret udlodning opgøres således:  $\text{udlodning} \times \text{indre værdi ultimo året} / \text{indre værdi umiddelbart efter udlodning}$ .

### Omkostningsprocenten

$(\text{Administrationsomkostninger} / \text{medlemmernes gennemsnitlige formue}) \times 100$ . Gennemsnits-formuen opgøres som et simpelt gennemsnit af formuens værdi ved udgangen af hver måned i regnskabsåret.

### Standardafvigelse/volatilitet

Standardafvigelsen er et mål for afkastets udsving over tiden. Jo større volatilitet, jo større er usikkerheden omkring investeringens fremtidige afkast. Volatiliteten er således et risikomål. Volatiliteten udtrykkes sædvanligvis i procent pr. år. Volatiliteten er et mål for afkastets spredning omkring sin middelværdi - afkastets standardafvigelse. Hvis afkastet er normal-fordelt kan det forventes, at ca. 2/3 af alle afkastobservationer falder mellem middelværdien plus standardafvigelsen og middelværdien minus standardafvigelsen. Der opgøres kun standardafvigelse/volatilitet for afdelinger, som har eksisteret i minimum 36 måneder.

## Sharpe Ratio

Sharpe Ratio beregnes ved at dividere investeringens merafkast med dens volatilitet/standardafvigelse. Sharpe Ratio måler en investering-safkast i forhold til dens risiko. Jo større positiv Sharpe Ratio, jo bedre risikojusteret afkast. Ved hjælp af Sharpe Ratio kan investeringer med forskellige risikoniveauer sammenlignes. Der opgøres kun Sharpe Ratio for afdelinger, som har eksisteret i minimum 36 måneder.

# Alfred Berg, afdeling Danske Obligationer

## Afdelingens profil

Afdeling Danske Obligationer investerer i danske børsnoterede obligationer med målsætningen at skabe et langsigtet merafkast i forhold til benchmark.

Porteføljestrategien fastlægges ud fra afdelingens forventninger til den økonomiske udvikling i de store økonomier; USA, Japan og Euroland. En dybdegående analyse af de enkelte segmenters og obligationers risiko, afkastprofil og egenskaber danner grundlag for valget af de konkrete segmenter og obligationer, der indgår i porteføljen.

## Nøgletal pr. 30.06.09

Benchmark	60% Effas>1 / 40% Nordea Realkreditindeks
Medlemsformue	363.138 t.kr.
Indre værdi	100.85 DKK
Cirkulerende mængde	360.082 t.kr.
Startdato	15-12-94
Seneste udbytte	4,50 DKK/andel

## Risiko

(60 måneder)

Standardafvigelse (% p.a.)	4,26
Sharpe-Ratio	0,14

## Afdelingens ti største beholdninger (%)

4,50% DK Stat INK St.lån 39	21,5
5,00% BRFKred 111.B. 35	11,9
4,00% Unikred Nordea OA 38	10,2
4,00% DK Stat INK St.lån 17	6,4
5,00% BRFKred 111 E 41	5,6
5,00% DLR 43.s.A 35	5,0
4,16% BRFKred 142.B 38	4,6
4,00% DK Stat INK St.lån 19	4,5
4,00% Nykred 12E B ja nc 14	4,3
4,00% KD 23D s. 38	3,7

## Aktivfordeling i afdelingen (%)

Segment	
Realkreditobligationer	53,10%
Statsobligationer	34,05%
Flexobligationer	6,91%
Flexgaranti obligationer	3,40%
Udtrukne obligationer	1,88%
Kontant	0,66%

## Varighed

0-2 år	3,10%
2-5 år	7,60%
5-10 år	11,30%
>10 år	78,00%

## Afkast

Afdeling Danske Obligationer gav i første halvår af 2009 et afkast på 0,63%, hvilket var 0,56%-point lavere end benchmarkafkastet på 1,19%.

Første halvår af 2009 har budt på store udsving i de lange renter, da rentemarkedet har svinget mellem frygt for deflation pga. stigende arbejdsløshed, faldende lønnes samt højt output gap, og frygt for inflation pga. markante budgetunderskud og bekymring for monetarisering af gælden. Den danske 10-årige rente sluttede en smule højere i 1. kvartal, men steg over 0,5%-point frem til midten af juni, som følge af "grønne skud" i økonomien og stigende risikoappetit.

De lange renter faldt dog noget tilbage i slutningen af årets andet kvartal, da det lykkedes for centralbankerne at nedtone frygten for inflation, og den 10-årige danske rente er alt i alt steget ca. 0,3%-point i første halvår.

De korte renter er til gengæld faldet kraftigt, da ECB har nedsat den styrende rente med 1,5%-point i år til 1%, og Nationalbanken med 2,2%-point til 1,55%. Desuden har ECB tilført store mængder likviditet ved utraditionelle tildelinger, hvor de selv har bestemt mængden af likviditet. Desuden deltager ECB i lighed med FED og BoE i direkte opkøb af obligationer i markedet, men hvor FED har købt både stats- og boligobligationer køber ECB kun boligobligationer, de såkaldte Covered Bonds. Den 2-årige danske rente er faldet med næsten 1%-point i første halvår af 2009.

Rentekurven stejlede massivt i 1. kvartal, og 30-årige renter blev ramt hårdest med en stigning på 0,4%-point, hvilket gik ud over afkastet på både porteføljen og benchmark, som begge har en stor eksponering mod den 30-årige rente. Dette var den primære årsag til, at porteføljen gav et afkast på kun 0,42% i Q1 og benchmark 0,74%.

Stigende lange renter og stejlede kurve ramte performance i 2. kvartal, da porteføljen lå overvægtet på varigheden og undervægtet i mellemlange statsobligationer. Porteføljen lå derimod overvægtet på realkreditobligationer, hvilket bidrog positivt til performance. Den gode realkreditperformance skyldtes stigende risikoappetit som følge af tegn på bedring i den globale økonomi samt massive opkøb i konverterbare realkreditobligationer, da låntagere omlagde til Flexlån samtidig med at 80% af alle nyudstedelser var Flexlån. Performance på realkreditobligationer nåede op på mellem 2% og 3,5% i første halvår, og var hovedårsagen til, at porteføljen gav et positivt afkast i 2. kvartal på trods af stigende lange renter. Porteføljens afkast endte på 0,64% i første halvår mod et benchmarkafkast på 1,21%.

Vi forventer, at afkastet vil blive omkring 5%-6% i år som følge af høj løbende rente samt yderligere faldende renter. Rentekurven er historisk stejl og vil efter al sandsynlighed flade ud i efteråret pga. af faldende lange renter. Det nedadgående pres på de lange renter vil komme i takt med at markederne normaliseres yderligere, og at inflationen ikke stiger i det omfang, der er forventet.

# Afdeling Danske Obligationer

## Resultatopgørelse

(1.000 kr.)	01.01-30.06.09	01.01-30.06.08
Renter og udbytter	8.902	9.385
Kursgevinster og -tab	-5.068	-17.315
Administrationsomkostninger	-1.300	-1.280
Resultat før skat	2.534	-9.210
Halvårets nettoresultat	2.534	-9.210

## Balance

(1.000 kr.)	30.06.09	30.06.08
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler	2.342	36.580
1 Obligationer	354.792	352.727
Andre aktiver	6.229	6.870
Aktiver i alt	363.363	396.177
<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue	363.138	377.601
Anden gæld	225	18.576
Passiver i alt	363.363	396.177

## Noter

1. Obligationer (1.000 kr.)	30.06.09	30.06.08
Noterede obligationer fra danske udstedere	354.792	352.727

# Afdeling Danmark

## Afdelingens profil

Afdeling Danmark investerer i danske aktier med målsætningen at skabe et langsigtet merafkast i forhold til OMXCCAP.

Afdelingen investerer i kvalitetsselskaber, der kan levere salgs-, indtjenings- samt cashflow vækst og hvor det fremtidige potentiale ikke er fuldt inddiskonteret i den aktuelle aktiekurs. Investeringerne er baseret på fundamental in-house industri- og selskabsanalyse. Porteføljens investeringer er genstand for kontinuerlig aktiv overvågning. Porteføljens sammensætning har et bottom-up udgangspunkt, dog under løbende påvirkning af makroøkonomiske forventninger, der har en afgørende indflydelse på den valgte sektorsammensætning. Porteføljens sammensætning sker under hensyntagen til en kontrolleret risikostyring, således at merafkastpotentialet står mål med porteføljens risiko.

## Nøgletal pr. 30.06.09

Benchmark	OMXCCAP
Medlemsformue	120.359 t.kr.
Indre værdi	129,22 DKK
Cirkulerende mængde	93.140 t.kr.
Startdato	15-12-94
Seneste udbytte	3,00 DKK/andel

## Risiko

(60 måneder)

Standardafvigelse (% p.a.)	19,95
Sharpe-Ratio	-0,04

## Afdelingens ti største beholdninger (%)

Danske Bank	9,7
Novo Nordisk B (107.4872m)	9,3
Vestas Wind Systems	7,4
Carlsberg B	6,9
A.P. Møller - Mærsk	6,3
DSV	4,7
FLS Industries B.	4,6
Danisco	4,5
William Demant Holding	4,4
NKT Holding	4,0

## Aktivfordeling i afdelingen (%)

Sektor	
Industrials	31,79
Health Care	25,79
Financials	19,95
Consumer Staples	13,36
Materials	5,55
Energy	2,76
Øvrige incl. kontant	0,81
	100,00

## Afkast

Afdeling Danmark gav i første halvår af 2009 et afkast på 14,05%, mens benchmark gav et afkast på 16,57%.

Det danske aktiemarked var i det første halvår af 2009 præget af den begyndende positive stemning på de globale aktiemarkeder. Udviklingen på mange markeder har vist sig knap så negativ som først forventet, hvilket har givet tro på, at verdensøkonomien stille og roligt er på vej ud af krisen.

Året startede dog med samme tendens, som vi så i den største del af 2008. Et faldende aktiemarked på grund af den fortsatte manglende afklaring på mange af problemerne i finanssektoren. Især i februar oplevede vi et kraftigt fald, hvor det danske aktiemarked over en 3 ugers periode faldt med næsten 20%. Dette skyldes markedets fokus på negative makroøkonomiske tal, men efterhånden som regnskabsæsonen gik i gang verden over vendte stemningen på de globale aktiemarkeder. Især i USA overraskede mange regnskaber positivt, og specielt de store amerikanske banker kom med regnskaber, der var bedre end ventet. De var dog stadig svage set i et historisk perspektiv men var en del bedre end hvad analytikerne ventede.

I Danmark overraskede bankerne set under et med mindre tab på udlån end ventet, større handelsindtjening og højere renteindtægter. Sammen med en del succesfulde kapitaludvidelser har det medført en større tro på aktiemarkedet, hvilket har smittet positivt af på aktiekurserne. Halvåret sluttede dog med et mindre fald på det danske aktiemarked, hvilket skyldes en frygt blandt investorerne for at kursstigningerne var kommet for hurtigt.

Ved første halvårs afslutning er afkast for afdelingen en smule mindre end benchmark. Dette skyldes primært en stor cash position i det stigende marked, samt en undervægt i bankaktier. I den resterende del af året forventer vi helt at kunne indsnævre spændet til benchmark.



# Afdeling Danmark

## Resultatopgørelse

(1.000 kr.)	01.01-30.06.09	01.01-30.06.08
Renter og udbytter	1.184	11.167
Kursgevinster og -tab	10.734	-85.838
Administrationsomkostninger	-886	-4.004
Resultat før skat	11.032	-78.675
Skat	16	161
Halvårets nettoresultat	11.016	-78.836

## Balance

(1.000 kr.)	30.06.09	30.06.08
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler	579	20.155
Kapitalandele	119.385	355.224
Andre aktiver	569	5.656
Aktiver i alt	120.533	381.035
<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue	120.359	380.549
Anden gæld	174	486
Passiver i alt	120.533	381.035

## Noter

1. Kapitalandele (1.000 kr.)	30.06.09	30.06.08
Noterede aktier fra danske udstedere	113.835	329.894
Unoterede kapitalandele fra danske udstedere	0	4.770
Noterede aktier fra udenlandske udstedere	5.550	20.560
Kapitalandele i alt	119.385	355.224

# Afdeling USA

## Afdelingens profil

Afdeling USA fokuserer på at skabe et langsigtet afkast med udgangspunkt i investeringer i særligt likvide aktier. De bedste investeringstemaer i det amerikanske investeringsunivers udvælges, og selskaberne vægtes i overensstemmelse hermed i en samlet portefølje. Fokus ligger på vækst- og kvalitetsselskaber, hvor vækstpotentialet ligger over gennemsnittet i forhold til konkurrenterne. Der udvælges omkring 35-40 selskaber med overbevisende performance, som repræsenterer de bedste investeringsideer fra vores porteføljeforvaltere.

## Nøgletal pr. 30.06.09

Benchmark	MSCI USA (DKK)
Medlemsformue	28.643 t.kr.
Indre værdi	61,68 DKK
Cirkulerende mængde	46.441 t.kr.
Startdato	15-12-94
Seneste udbytte	0,00 DKK/andel

## Risiko

(60 måneder)

Standardafvigelse (% p.a.)	14,1
Sharpe-Ratio	-0,63

## Afdelingens ti største beholdninger (%)

ChevronTexaco Corp.	3,4
Philip Morris International	2,9
AT T Inc	2,7
Procter & Gamble	2,7
Apple Inc	2,6
Abbott Labs	2,6
Oracle Corporation	2,5
EMC Corp.	2,5
I.B.M. Corp.Com	2,3
Exxon Mobil Corp.	2,3

## Aktivfordeling i afdelingen (%)

Sektor	
Information Technology	19,16
Financials	13,93
Health Care	12,55
Energy	12,29
Consumer Staples	11,74
Industrials	9,52
Consumer Discretionary	8,27
Telecommunication Services	4,76
Utilities	2,89
Materials	2,84
Pharmaceuticals, Biotechnology	1,50
Øvrige incl. kontant	0,56
	100,00

## Afkast

Alfred Berg Afdeling USA steg i første halvår af 2009 med 4,26%, hvilket var 2,75%-point højere end benchmarkafkastet på 1,51.

De første måneder af 2009 var ramt af betydelig uro, der eskalerede i marts hvor aktiemarkedet nåede et foreløbigt lavpunkt. Lavpunktet var kulminationen på den finansielle krise, der har hersket siden 2007, og som har haft store konsekvenser for den amerikanske økonomi. Efter dette historiske lavpunkt rettede aktiemarkedet sig dog i de efterfølgende måneder, hvilket sikrede afdelingen et positivt afkast i perioden.

Hoveddrivkraften bag den finansielle usikkerhed, der herskede i det første kvartal var uvisheden om hvor stor en del af de enkelte finansielle selskabers balancer, der var dårlige lån. Denne usikkerhed manifesterede sig til det generelle aktiemarked og medførte, at afdelingen endte første kvartal med et afkast på -4,73%. Vendingen på aktiemarkedet kom først i marts, da den annoncerede redningspakke forbedrede investeringslysten blandt investorerne og skabte udsigter for bedre betingelser for selskaberne. Afdelingen klarede sig godt i forhold til benchmark gennem perioden, da vores fokus på kvalitet og grundigt analysearbejde sikrede, at porteføljen kun i mindre grad indeholdt negative overraskelser. Særligt positive bidrag fra forbrugs-, energi, finans-, materiale- og teknologiaktier sikrede den gode relative performance. Vores beholdning i BlackRock Corp., Goldman Sachs og AON Corp. bidrog mest til resultatet.

I løbet af halvåret var den sektor, der fik mest opmærksomhed, den amerikanske bilindustri. Som følge af den økonomiske afmatning endte flere af de store bilproducenter i problemer, hvilket i sidste ende betød at GE og Chrysler måtte gå i betalingsstandsning. På trods af politiske forsøg på at hjælpe var selskaberne i sidste ende overladt til kreditorerne. Afdelingens performance var ikke berørt af krisen i den amerikanske bilindustri, da porteføljen ikke indeholdt nogen betydelige positioner i denne sektor.

I årets andet kvartal var det amerikanske aktiemarked præget af en betydelig bedring i investorernes investeringslyst. Dette betød, at det amerikanske aktiemarked i perioden præsterede at stige med ca. 10%. De sektorer, der oplevede de største kursstigninger, var blandt andet finans- og råvareaktier, der også var blandt de hårdest ramte sektorer, da krisen var på sit højeste. Gode aktievalg indenfor disse sektorer var med til at sikre afdelingen en bedre performance end benchmarket, MSCI USA.

På trods af at megen usikkerhed de seneste måneder er forduftet fra de finansielle markeder, vil vi fortsætte fondens disciplinerede og systematiske udvælgelse af aktier, hvor kvalitet, værdiansættelse og fremdrift er nøgleordene. Resultatet er en solid portefølje af selskaber, der fremadrettet forventes at opnå et højere afkast end benchmark. I andet halvår af 2009 forventer vi en bedring af betingelserne på de finansielle markeder, hvilket vil føre til kursstigninger på det amerikanske aktiemarked. Dog vil et fortsat opsving kræve, at aktiviteten øges, og at virksomhederne kan leve op til deres budgettal for indtjening og overskud. Vi forventer, at vores fokus på solide selskaber i dette henseende vil sikre afdelingen en tilfredsstillende relativ performance i andet halvår af 2009 og fremadrettet.

# Afdeling USA

## Resultatopgørelse

(1.000 kr.)	01.01-30.06.09	01.01-30.06.08
Renter og udbytter	419	403
Kursgevinster og -tab	796	-4.443
Administrationsomkostninger	-265	-199
Resultat før skat	950	-4.239
Skat	57	-25
Halvårets nettoresultat	893	-4.214

## Balance

(1.000 kr.)	30.06.09	30.06.08
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler	113	118
1 Kapitalandele	28.481	17.745
Andre aktiver	381	151
Aktiver i alt	28.975	18.014
<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue	28.643	17.978
Anden gæld	332	36
Passiver i alt	28.975	18.014

## Noter

1.Kapitalandele (1.000 kr.)	30.06.09	30.06.08
Noterede aktier fra udenlandske udstedere	28.481	17.745

# Afdeling Rusland

## Afdelingens profil

Afdeling Rusland investerer i depotbeviser (ADRs) på russiske aktier, børsnoterede russiske aktier, russiske aktier, der er genstand for regelmæssig handel på et reguleret marked, som er tilgængeligt for offentligheden, samt i likvide midler i accessorisk omfang. Afdelingens målsætning er at skabe et langsigtet merafkast i forhold til benchmark.

En stor del af analysearbejdet består i at vurdere makrofaktorens påvirkning af forskellige sektorer og brancher i Rusland, fordi det russiske marked i høj grad påvirkes af landets politiske og økonomiske udvikling. Parallelt med makroanalysen foretages løbende selskabs-analyser, med det formål at afdække undervurderede selskaber indenfor de enkelte brancher.

## Nøgletal pr. 30.06.09

Benchmark	RTS Alfred Berg (DKK)
Medlemsformue	346.032 t.kr.
Indre værdi	82,32 DKK
Cirkulerende mængde	420.341 t.kr.
Startdato	09-12-97
Seneste udbytte	0,00 DKK/andel

## Risiko

(60 måneder)

Standardafvigelse (% p.a.)	35,18
Sharpe-Ratio	0,11

## Afdelingens ti største beholdninger (%)

Rosneft Oil Co-GDR	8,4
Sberbank GDR (EUR)	7,8
Lukoil Spons. ADR	7,3
Gazprom Oao ADR	7,0
Novolipet Steel -GDR	5,8
Novatek GDR	5,1
Tatneft GDR	4,8
Uralkali-GDR-W/I	4,7
Norilsk Nickel ADR	4,5
Gazprom Neft ADR	3,5

## Aktivfordeling i afdelingen (%)

Sektor	
Energy	42,04
Materials	29,35
Financials	8,97
Consumer Staples	6,93
Telecommunication Services	3,73
Health Care	2,30
Consumer Discretionary	0,17
Øvrige incl. kontant	6,50
	100,00

## Afkast

Alfred Berg Rusland steg i årets første halvår med 54,91% sammenlignet med et benchmarkafkast på 74,13%.

Mens 2008 var et meget udfordrende år med store frasalg af russiske aktier, har første halvdel af 2009 vist, at investorlysten er delvis genfundet. Udenlandske kapitalforvaltere er igen begyndt at tro på, at Rusland vil klare sig igennem krisen og de efterdønninger krisen fortsat vil give.

I årets andet kvartal var der en netto kapitaltilgang på 7,2 mia. USD, hvilket skal sammenholdes med, at der i årets første kvartal var et netto kapitalafgang på 35 mia. USD. Ligeledes styrkedes rublen i årets første seks måneder. Vi forventer at interessen for det russiske marked vil fortsætte med at stige og ser således gode investeringsmuligheder på det russiske aktiemarked.

I første kvartal oplevede det russiske aktiemarked betragtelige kursstigninger blandt andet båret frem af metal- og mineindustrien. Denne industri var begunstiget af stigende råvarepriser herunder især kobber, som oplevede store prisstigninger. Generelt var den øgede økonomiske aktivitet et resultat af, at olieprisen igen nåede 50 USD pr. tønde. Denne udvikling i olieprisen fortsatte ind i andet kvartal, hvor den økonomiske aktivitet ligeledes fortsatte med at stige med øgede investeringer, gældsspredning og bedre låneforhold for virksomheder. Samtidig med bedringen i de økonomiske vilkår blev lavkonjunkturen forstærket i årets første kvartal, hvor BNP faldt med 5,4% på årsbasis.

I årets andet kvartal var der ligeledes positive tegn, der tydede på at udviklingen var vendt på det russiske aktiemarked. Udenlandske investorer begyndte igen at vise interesse for de russiske virksomheder, hvilket betød store kursstigninger indenfor de fleste sektorer.

Ved indgangen til andet halvår af 2009 er vores fokus i høj grad på eksportorienterede sektorer, såsom råstoffer, og defensive sektorer, såsom telekom og medicinal. I særlig grad ser vi i disse sektorer værdi i virksomheder, der deltager i udviklingen af infrastruktur. Årsagen til dette er, at disse virksomheder forventes at være begunstiget af de hjælpe-pakker, som regeringen har fremsat. Vi har blandt andet øget vores eksponering i NLMK (som er den mest effektive russiske metallurgiske virksomhed) på grund af deres engagement i store kinesiske infrastrukturprojekter. Endvidere kan det nævnes, at vi har øget vores positioner i guldproducenterne Polimetal og Peter Hambro Mining, da vi er optimistiske omkring disse selskabers fremtidige værdiskabelse og vækstpotentiale.

Porteføljen har samtidig en stor undervægt i den russiske energisektor sammenholdt med en nylig reduktion af eksponeringen over for finanssektoren pga. den øgede risiko for misligholdelse af lån. Det er særligt banker med porteføljer af virksomhedslån, der er højt eksponeret i bygge- og anlægssegmentet. Årsagen er en markant nedgang i byggeaktiviteten.

For året som helhed forventer vi, at fastholde det positive afkast og samtidig bevare afvigelsen til benchmark. I år er det især blevet tydeligt, at afdelingen grundet lovgivningen kun har mulighed for at eksponere sig gennem depotbeviser. Således er mange af de betydeligste stigninger sket i selskaber, der ikke udbydes i depotbeviser (ADRs), så stigningen afspejles derfor i benchmark, men altså uden at afdelingen har mulighed for at opnå en tilsvarende markedseksponering.

# Afdeling Rusland

## Resultatopgørelse

(1.000 kr.)	01.01-30.06.09	01.01-30.06.08
Renter og udbytter	3.016	6.790
Kursgevinster og -tab	121.499	-69.666
Administrationsomkostninger	-3.729	-8.120
Resultat før skat	120.786	-70.996
Skat	256	823
Halvårets nettoresultat	120.530	-71.819

## Balance

(1.000 kr.)	30.06.09	30.06.08
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler	22.659	49.031
1 Kapitalandele	323.528	609.798
Andre aktiver	4.123	2.510
Aktiver i alt	350.310	661.339
<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue	346.032	659.719
Anden gæld	4.278	1.620
Passiver i alt	350.310	661.339

## Noter

1. Kapitalandele (1.000 kr.)	30.06.09	30.06.08
Noterede aktier fra udenlandske udstedere	322.936	609.798
Unoterede kapitalandele fra udenlandske udstedere	592	

# Afdeling Europa

## Afdelingens profil

Afdeling Europa investerer i europæiske børsnoterede aktier med målsætningen at skabe et langsigtet merafkast, der ligger inden for et nærmere defineret interval i forhold til afkastet på S&P/Citigroup High Income Europe Net TR (uhedged) i DKK.

Der investeres hovedsageligt i selskaber med høje, stabile og stigende udlodninger. Dette sker med det formål at sammensætte en portefølje med en forholdsvis defensiv karakter, hvilket yderligere underbygges via risikospredning med en fordeling af midlerne på både small, mid og large cap. Der investeres fortrinsvis i selskaber fra udviklede markeder, men indtil 20% af afdelingens aktiver kan investeres i emerging markets. Der udøves aktiv management, hvorfor porteføljen ikke sammensættes som benchmark. Porteføljens risiko i forhold til sammenligningsgrundlaget måles og kontrolleres løbende.

## Nøgletal pr. 30.06.09

Benchmark	S&P/Citigroup High Income Europe Net TR (DKK)
Medlemsformue	53.014 t.kr.
Indre værdi	48,40 DKK
Cirkulerende mængde	109.523 t.kr.
Startdato	14-12-98
Seneste udbytte	2,50 DKK/andel

## Risiko

(60 måneder)

Standardafvigelse (% p.a.)	17,41
Sharpe-Ratio	-0,51

## Afdelingens ti største beholdninger (%)

Total	5,5
Vodafone Group PLC	4,1
HSBC (GBP)	3,9
Eni S.p.a.	3,7
Telefonica S.A.	3,7
Glaxosmithkline Ord	3,7
E.ON N AG	3,6
Vivendi Universal	3,3
Imperial Tobacco Group Plc	3,0
British American Tobacco Ord	2,9

## Aktivfordeling i afdelingen (%)

Sektor	
Financials	18,70
Energy	17,80
Telecommunication Services	13,31
Consumer Staples	10,91
Utilities	9,74
Health Care	6,98
Consumer Discretionary	5,94
Industrials	5,50
Materials	4,24
Information Technology	3,21
Øvrige incl. kontant	3,68
	100,00

## Afkast

Afdeling Europa gav i første halvår af 2009 et afkast på 3,45%, hvilket var 5,3%-point lavere end benchmarkafkastet på 8,75%.

I årets to første måneder var det europæiske aktiemarked ramt af stor volatilitet og usikkerhed, hvilket førte til massive kursfald med sig på det europæiske aktiemarked. I marts nåede aktiekurserne bunden, efter at problemerne i den finansielle sektor eskalerede i såvel USA som i Europa. Vendepunktet kom da en række amerikanske banker kom med overraskende positive udmeldinger.

Vores gode aktieudvælgelse indenfor den finansielle sektor samt energi og råvarer bidrog positivt til porteføljens performance men var ikke nok til at levere et afkast, der var bedre end benchmarkafkastet.

Mens årets første kvartal overordnet set var negativt performancemæssigt, viste udviklingen i andet kvartal sig at være meget positiv. Især i april og maj steg det europæiske aktiemarked kraftigt, mens det positive bidrag fra juni var mere begrænset. Den ændrede kurs på aktiemarkedene kom dels som en reaktion på et betydeligt oversalg i første kvartal men også pga. overbevisningen om, at bedre tider lurer forude. Det viste sig i løbet af andet kvartal blandt andet ved, at en række vigtige økonomiske nøgletal begyndte at fremvise positive tegn. Årsagen til dette var blandt andet, at de mange hjælpepakker begyndte at have en indvirkning, og at kreditbetingelserne viste fremgang. I juni steg det europæiske aktiemarked kun i mindre grad, da markedet ikke længere skønnedes at være underprist, og at investorerne afventede den forestående regnskabssæson med begrænset handelsaktivitet.

Vi forventer, at de næste 12-18 måneder vil kendetegnes ved svag vækst og fortsatte udfordringer på kreditmarkedene. Vi har i løbet af de seneste måneder øget betydningen for porteføljen af at satse på høj kvalitets selskaber, der ikke er for afhængige af høj økonomisk vækst, og at der er gunstige lånemuligheder til at generere høje afkast.

# Afdeling Europa

## Resultatopgørelse

(1.000 kr.)	01.01-30.06.09	01.01-30.06.08
Renter og udbytter	2.158	4.477
Kursgevinster og -tab	351	-44.659
Administrationsomkostninger	-448	-993
Resultat før skat	2.061	-41.175
Skat	121	242
Halvårets nettoresultat	1.940	-41.417

## Balance

(1.000 kr.)	30.06.09	30.06.08
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler	1.154	3.021
1 Kapitalandele	51.063	113.428
Andre aktiver	879	1.350
Aktiver i alt	53.096	117.799
<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue	53.014	117.672
Anden gæld	82	127
Passiver i alt	53.096	117.799

## Noter

1. Kapitalandele (1.000 kr.)	30.06.09	30.06.08
Noterede aktier fra danske udstedere	125	2.585
Noterede aktier fra udenlandske udstedere	50.935	110.843
Kapitalandele i alt	51.060	113.428

# Alfred Berg, afdeling Norden

## Afdelingens profil

Afdeling Norden investerer i nordiske børsnoterede aktier med målsætningen at skabe et langsigtet merafkast I forhold til Alfred Berg Nordic Portfolio Index.

Afdelingen investerer i kvalitetsselskaber, der kan levere salgs-, indtjenings- samt cashflow vækst, hvor det fremtidige potentiale ikke er fuldt inddiskonteret i den aktuelle aktiekurs. Investeringerne er baseret på fundamental in-house industri- og selskabsanalyse. Porteføljens investeringer er genstand for kontinuerlig aktiv overvågning. Porteføljens sammensætning har et bottom-up udgangspunkt, dog under løbende påvirkning af makroøkonomiske forventninger, der har en afgørende indflydelse på den valgte sektorsammensætning. Porteføljens sammensætning sker under hensyntagen til en kontrolleret risikostyring, således at merafkastpotentialet står mål med porteføljens risiko.

## Nøgletal pr. 30.06.09

Benchmark	VINX30
Medlemsformue	21.951 t.kr.
Indre værdi	48,78 DKK
Cirkulerende mængde	45.001 t.kr.
Startdato	18-05-00
Seneste udbytte	1,25 DKK/andel

## Risiko

(60 måneder)	
Standardafvigelse (% p.a.)	21,54
Sharpe-Ratio	-0,11

## Afdelingens ti største beholdninger (%)

Nokia OYJ	5,7
Svenska Handelsbanken	5,0
Astra Zeneca	4,3
Novo Nordisk B (107.4872m)	3,5
Danisco	3,1
Hennes & Mauritz B	3,0
Invik & Co AB B	2,8
GN Store Nord	2,8
Millicom Intl. Cellular-SDR	2,7
DSV	2,7

## Aktivfordeling i afdelingen (%)

Sektor	
Industrials	19,49
Information Technology	18,19
Health Care	13,25
Energy	10,66
Consumer Staples	9,75
Financials	9,51
Consumer Discretionary	5,28
Telecommunication Services	4,94
Materials	3,39
Øvrige incl. kontant	5,54
	100,00

## Afkast

Afdeling Norden gav et halvårligt afkast på 18,88%, mens benchmark gav et afkast på 20,96%.

Efter et historisk svagt 2008 hentede de nordiske børser en del af det tabte i første halvår 2009. Afdelingens performance i første halvår af 2009 ligger en kende under benchmark.

Det svenske aktiemarked startede året svagt, men i marts vendte den negative tendens, og vi fik et comeback for sektorer, som havde været hårdt ramt af finanskrisen.

Højbetaaktier, som kapitalvareselskaber, banker og virksomheder med høj gæld, fik i enkelte tilfælde mere end fordoblet markedsværdien i løbet af marts og april. Mod slutningen af halvåret bevægede markedet sig sidelæns. Alligevel kan det svenske aktiemarked vise klart bedre resultater end deres større vestlige kolleger. I løbet af de sidste uger frem mod halvårsskiftet, så vi en tendens til, at defensive aktier igen gav bedre afkast end cykliske aktier.

Det finske aktiemarked var meget ustabil, men sluttede første halvår med en stigning på 15,1%. Frem til bunden i marts gjorde den finske del af afdelingen det utrolig godt på grund af en betydelig undervægt i finans og skovaktier. Merafkastet blev endnu højere i de følgende måneder, da der var rally i markedet. I denne periode satsede vi på kapitalvarer og stålaktier, som gav en god udvikling. Fra tidligt i maj bevægede markedet sig fladt indenfor et 10% interval. Nyhedsstrømmen omkring Nokia er vendt til det positive, så sandsynligheden øges for en positiv overraskelse i andet kvartalsresultat.

Det norske aktiemarked steg kraftigt i første halvår, med Oslo Børs Fondsindeks op hele 28%. Den største drivkraft bag den stærke opgang var olieprisstigningen fra i overkanten af 40 dollar ved starten af året til tæt på 70 dollar ved udgangen af halvåret. Udover energisektoren steg også fiskeselskaber kraftigt på en høj laksepris og øget eksportvolumen. Finansaktier steg også kraftigt på en forventning om mindre effekt af finanskrisen for norske finansinstitutioner end tidligere ventet.

Det danske aktiemarked steg 20% i første halvår, hovedsageligt drevet af sektorer som finans og enkeltaktier som Carlsberg, NKT og GN Store Nord. Bankerne fik betydelige kursstigninger efter hjælpepakker fra nationalbanken og bedre resultater end ventet, specielt i andet kvartal.

Vi er stadig overbeviste om, at de nordiske selskaber har en god indtjeningssevne. De seneste måneders høje kursstigninger har betydet, at aktier ikke længere i samme omfang handles til attraktive priser. Dog ser vi stadig gode muligheder for at finde emner til porteføljen, hvilket vores grundige research- og analyse arbejde vil drage nytte af.



# Afdeling Norden

## Resultatopgørelse

(1.000 kr.)	01.01-30.06.09	01.01-30.06.08
Renter og udbytter	721	2.779
Kursgevinster og -tab	3.513	-19.808
Administrationsomkostninger	-225	-637
Resultat før skat	4.009	-17.666
Skat	95	374
Halvårets nettoresultat	3.914	-18.040

## Balance

(1.000 kr.)	30.06.09	30.06.08
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler	1.225	98
1 Kapitalandele	20.736	70.061
Andre aktiver	36	19
Aktiver i alt	21.997	70.178
<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue	21.951	70.083
Anden gæld	46	95
Passiver i alt	21.997	70.178

## Noter

1. Kapitalandele (1.000 kr.)	30.06.09	30.06.08
Noterede aktier fra danske udstedere	3.752	10.817
Noterede aktier fra udenlandske udstedere	16.984	59.244
Kapitalandele i alt	20.736	70.061

# Alfred Berg, afdeling Small Cap Europa

## Afdelingens profil

Afdeling Small Cap Europa investerer i mindre og mellemstore europæiske virksomheder. Investeringsstrategien er primært baseret på stock picking, der bygger på fundamentalanalyse med fokus på blandt andet virksomhedernes finansielle styrke, konkurrencemæssige position, rentabilitet, vækstpotentiale og ledelseskvalitet.

Small cap-selskaberne nyder ikke samme store analysedækningen som større selskaber, hvilket giver mulighed for at udnytte et mindre effektivt marked gennem egne fundamentalanalyser og virksomhedsbesøg.

## Nøgletal pr. 30.06.09

Benchmark	MSCI Europe Small Cap Price Index (DKK)
Medlemsformue	59.898 t.kr.
Indre værdi	41,31 DKK
Cirkulerende mængde	144.996 t.kr.
Startdato	12-12-02
Seneste udbytte	1,25 DKK/andel

## Risiko

(60 måneder)

Standardafvigelse (% p.a.)	22,21
Sharpe-Ratio	-0,48

## Afdelingens ti største beholdninger (%)

Dana Petroleum	2,4
Southern Cross Healthcare	1,7
Premier Food Plc	1,7
Taylor Wimpey PLC	1,6
Mitchels & Butlers PLC.	1,6
SEB SA	1,5
Brit Insurance	1,5
Derwent London Plc.	1,5
Sydbank	1,4
Provident Financial PLC	1,4

## Aktivfordeling i afdelingen (%)

Sektor	
Industrials	25,03
Financials	17,65
Consumer Discretionary	14,49
Consumer Staples	8,29
Health Care	6,89
Information Technology	5,97
Energy	5,97
Materials	4,46
Telecommunication Services	2,50
Utilities	2,25
Øvrige incl. kontant	6,51
	100,00

## Afkast

Afdeling Small Cap Europa gav i første halvår af 2009 et afkast på 11,61% hvilket er under benchmarkafkastet på 26,66%.

Årsagen til afdelingens relative underperformance var primært, at afdelingen lå undereksponeret i cykliske, lav-kvalitets selskaber samt kriseramte banker. Det var denne type selskaber, der klarede sig bedst i årets første seks måneder.

Årets første kvartal var præget af meget store udsving på de europæiske aktiemarkeder, hvor januar og februar var negative. I marts vendte udviklingen efter positive udmeldinger om forbedrede forhold i den finansielle sektor i USA. Ligeledes sænkede Bank of England (BoE) og ECB deres toneangivende renter til historisk lave niveauer. Ligeledes iværksatte BoE og Fed store kvantitative lettelser med det klare mål at holde renterne lave og forbedre kreditbetingelserne. Indtil nu har initiativerne virket, da megen usikkerhed og svære lånebetingelser er delvist forduftet.

I årets andet kvartal oplevede afdelingen store kursstigninger. April måned stod for den største stigning med et afkast på 13,7%, der dog ikke kunne hamle op med benchmarkafkastet. Det høje afkast kan primært tilskrives, at de hjælpepakker som regeringerne har iværksat i løbet af kvartalet fik de tilsigtede virkninger. Virkningerne har vist sig at være store og har givet grobund for fornyet optimisme for europæiske small-cap selskaber. Small cap segmentet overgik large cap segmentet i årets andet kvartal. Ligesom i USA var der i Europa små bedringer i en række vigtige økonomiske nøgletal, hvilket blandt betød at råvaresektoren klarede sig flot. Endvidere var performance i teknologi- og energisektorerne meget stærk, mens telesektoren og sundhedssektoren klarede sig mindre godt.

I løbet af halvåret har vi øget antallet af positioner i porteføljen, mens vi arbejder hen imod en reducere af porteføljens nuværende defensive allokering. Vi lægger fortsat stor vægt på, at de positioner, der bliver inddraget i porteføljen, består af virksomheder af høj kvalitet, hvor sund gældsandel og stærk balance har høj prioritet. Målet er at reducere afdelingens risiko. Vi mener, at dette vil bidrage til en god performance i et markedsmiljø med lav vækst og svære kreditbetingelser. Ved indgangen til andet halvår er afdelingens største overvægte indenfor telekom og forbrugsgoder, mens vi har betydelige undervægte i den industrielle sektor og energisektoren.

I de næste 12-18 måneder forventer vi svag økonomisk vækst. Dette vil afdelingens strategi om at inddrage høj kvalitets selskaber i porteføljen være positivt berørt af, hvorfor vi også forventer en god relativ performance.

# Afdeling Small Cap Europa

## Resultatopgørelse

(1.000 kr.)	01.01-30.06.09	01.01-30.06.08
Renter og udbytter	1.813	3.038
Kursgevinster og -tab	5.096	-35.615
Administrationsomkostninger	-513	-1.162
Resultat før skat	6.396	-33.739
Skat	175	173
Halvårets nettoresultat	6.221	-33.912

## Balance

(1.000 kr.)	30.06.09	30.06.08
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler	3.849	4.039
Kapitalandele	56.000	113.671
Andre aktiver	752	1.050
Aktiver i alt	60.601	118.760
<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue	59.898	118.178
Anden gæld	703	582
Passiver i alt	60.601	118.760

## Noter

1. Kapitalandele (1.000 kr.)	30.06.09	30.06.08
Noterede aktier fra danske udstedere	1.708	1.005
Noterede aktier fra udenlandske udstedere	54.192	112.666
Unoterede kapitalandele fra udenlandske udstedere	100	0
Kapitalandele i alt	56.000	113.671

# Alfred Berg, afdeling High Yield Obligationer

## Afdelingens profil

Afdeling High Yield Obligationer investerer primært i globale virksomhedsobligationer, der på investerings-tidspunktet har en rating hos Standard & Poor's på BB+ til CCC med målsætningen at skabe et langsigtet merafkast i forhold til Merrill Lynch Global High Yield Constrained Index (DKK).

Der investeres globalt på børser og andre markeder som Finanstilsynet har godkendt. Derudover investeres i Rule 144A-udstedelser, hvortil der er knyttet en ombytningsret til papirer, der indenfor 1 år registreres hos Securities and Exchange Commission, og som omsættes på OTC-Fixed Income Markedet. Rule 144A-udstedelser omfatter værdipapirer af vidt forskellig kvalitet, der alene opfylder de almindelige amerikanske betingelser for udstedelse af virksomhedsobligationer. Afdelingen hedger investeringer i fremmed valuta tilbage til euro.

## Nøgletal pr. 30.06.09

Benchmark	Merrill Lynch Global High Yield Constrained Index (DKK)
Medlemsformue	444.683 t.kr.
Indre værdi	81,72 DKK
Cirkulerende mængde	544.162 t.kr.
Startdato	16-08-01
Seneste udbytte	0,00 DKK/andel

## Risiko

(60 måneder)

Standardafvigelse (% p.a.)	10,81
Sharpe-Ratio	-0,10

## Afdelingens ti største beholdninger (%)

6,25% Chesapeake Enr 15/01/17	2,1
7,75% El Paso 15/07/11	1,5
8,75% HCA-The Health 01/09/10	1,5
7,125% Amkor Tech 15/03/11	1,4
7,375% Ford Motor 28/10/09	1,4
Flo. Asset Repackaging 21/12/11	1,4
8,137% Homer City 01/10/19	1,3
7,375% Nextel Conmn. 01/08/15	1,3
6,5% Trinity Ind 15/03/14....	1,3
7,50% Bio-Rad Labs 15/08/13	1,2

## Aktivfordeling i afdelingen (%)

Sektor	
Forbrugsgoder	29.63
Industri	19.75
Kommunikation	17.12
Energi	11.76
Forsyning	7.78
Finans	6.91
Transport	3.15
Elektronik	2.69
Øvrige inkl. Kontant	1.22
I alt	100.00

## Afkast

I årets første halvår steg Afdeling High Yield med 24,12% sammenlignet med et benchmarkafkast på 31,18%.

Efter et 2008 med en lang periode med lav risikovillighed og svære forhold på de finansielle markeder vendte en del af risikoappetitten tilbage i første halvdel af 2009. Den tendens gav også et stærkt comeback til High Yield segmentet, hvor Alfred Berg High Yield viste en positiv kursudvikling i det meste af perioden.

I årets første kvartal begyndte investorerne at vende tilbage til markedet med fornyet tiltro. High Yield markedet var dog præget af et øget antal konkurser, hvilket betød at misligholdelsen af virksomhedsobligationer steg. På det amerikanske marked måtte GM og Chrysler sande, at deres omstrukturingsplaner ikke var gode nok til at overbevise Præsident Obama om deres fortsatte eksistens. På tidspunktet for konkurserne havde porteføljen kun en minimal eksponering i GM, da eksponeringen var blevet reduceret markant umiddelbart før konkursen, hvorfor den kun havde mindre betydning for porteføljen.

Ved indgangen til årets andet halvår er de forhold som virksomhederne opererer under fortsat meget svære. Dog er kreditbetingelserne ved at bevæge sig fra en ond cirkel til en positiv cirkel. Porteføljens eksponering er fokuseret omkring obligationer af højere kvalitet, hvor stærke balancer og behovet for finansiering er vigtige udvælgelsesparametre. Krisen har blandt andet vist, at de stærkeste virksomheder står med gode fremtidige forretningsmuligheder, mens de mindre gode virksomheder er i reel fare for at gå i betalingsstandsning. Denne tilstand øger behovet og opmærksomheden omkring virksomheder, som vil klare sig gennem krisen velkonsolideret.

Mens risikovilligheden kom tilbage til markedet, indsnævredes kreditspændene i årets andet kvartal. Særligt de lavest ratede virksomhedsobligationer oplevede markante kreditspændsreduceringer. Vores fokus på de bedre ratede kreditsegmenter bidrog til, at afdelingen ikke kunne leve op til performance for benchmarket.

Mens den seneste udvikling i kreditspændene har vist betydelige reduktioner mener vi, at der også på mellemlangt sigt er udsigt til yderligere reduktioner. En bedring af den økonomiske nedgang ligger i kortene, og mens væksten genetableres vil kreditbetingelserne langsomt bedres. Endvidere er der tegn på, at de nye betingelser, der er skabt i den finansielle sektor, på sigt vil gavne sektoren og give sundere regnskaber fremadrettet.

# Afdeling High Yield

## Resultatopgørelse

(1.000 kr.)	01.01-30.06.09	01.01-30.06.08
Renter og udbytter	19.541	15.980
Kursgevinster og -tab	79.033	-13.554
Administrationsomkostninger	-2.179	-2.191
Aktiviteter under afvikling	-23	0
Resultat før skat	96.372	235
Halvårets nettoresultat	96.372	235

## Balance

(1.000 kr.)	30.06.09	30.06.08
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler	4.332	32.066
1 Obligationer	432.165	407.219
2 Kapitalandele	51	0
Afledte finansielle instrumenter	914	6.213
Andre aktiver	9.254	10.467
Aktiver i alt	446.716	455.965
<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue	444.683	455.575
Afledte finansielle instrumenter	109	0
Anden gæld	1.924	390
Passiver i alt	446.716	455.965

## Noter

1. Obligationer (1.000 kr.)	30.06.09	30.06.08
Noterede obligationer fra danske udstedere	5.323	3.912
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	426.842	403.307
Obligationer i alt	432.165	407.219
2. Kapitalandele (1.000 kr.)		
Noterede aktier fra udenlandske udstedere	51	0
Kapitalandele i alt	51	0

# Afdeling Emerging Markets Obligationer

## Afdelingens profil

Afdeling Emerging Markets Obligationer investerer hovedsageligt i likvide statsobligationer udstedt i USD og EUR, der er noteret på regulerede markeder i en stat, der er medlem af den Europæiske Union eller noteret på regulerede markeder, der er medlemmer af WFE (World Federation of Exchanges). Hovedparten af landene har en kredit rating svarende til under BBB (Standard Poors).

Målsætningen er at skabe et merafkast i forhold til investering i det generelle marked for emerging markets obligationer. Som benchmark anvendes JP Morgan EMBI Global Composite Index. Med fokus på landerisiko vurderes den makroøkonomiske situation, landets finansielle status og udvikling samt politiske risici.

Det analytiske grundlag er baseret på en kombineret top-down og bottom-up med det formål at fastlægge den mest attraktive afkast/risiko profil. I top-down analysen er vurderingen af de makroøkonomiske faktorer central. Der fokuseres på den politiske situation, vækst, inflation, renteniveau, arbejdsløshed samt valutakurs. Med udgangspunkt i top-down analysen udvælges de enkelte obligationer via en kvalitativ bottom-up analyse. Her indgår bl.a. obligationernes rente, varighed, likviditet, relativ værdi i forhold til andre emerging markets obligationer. Afdelingen hedger investeringer i fremmed valuta tilbage til euro.

## Nøgletal pr. 30.06.09

Benchmark	JP Morgan EMBI Global Composite Index (DKK)
Medlemsformue	51.928 t.kr.
Indre værdi	88,45 DKK
Cirkulerende mængde	58.706 t.kr.
Startdato	02-04-04
Seneste udbytte	0,00 DKK/andel

## Risiko

(48 måneder)

Standardafvigelse (% p.a.)	13,99
Sharpe-Ratio	-0,05

## Afdelingens ti største beholdninger (%)

8,5% Indonesia 12/10/35	9,6
11,00% Rep. of Brazil 17/08/40	7,6
9,375% Venezuela 13/01/34	6,2
8% Brazil 15/01/18	5,9
8,375% R.Philippines 17/06/19	5,9
9,375% Lithuania 22/06/2014	4,4
8,7% Transneft 07/08/18	4,1
5,00% Russian Fed. 31/03/30	4,0
4,875 Reb of Uruguay 15/01/33	3,9
7,65% Ukraine Govt. 11/06/13	3,8

## Landeallokering i afdelingen (%)

Brasilien	13,4
Rusland	11,0
Indonesien	9,6
Peru	6,3
Venezuela	6,2
Fillipinerne	5,9
Argentina	5,5
Litauen	4,4
Ukraine	3,8
Uruguay	3,8
Colombia	3,4
Panama	3,1
Tyrkiet	2,9
Qatar	2,7
Gabon	2,2
Kontant	15,8
	100

## Afkast

I årets første halvår steg Afdeling Emerging Markets Obligationer med 16,84%, hvilket var 2,51 %-point bedre end benchmarkafkastet på 14,33%.

Ved indgangen til 2009 var emerging markets obligationer præget af manglende risikovillighed blandt investorerne. På trods af en stigning i de amerikanske obligationsrenter i starten af året fortsatte afdelingen den fremgang, som blev konstateret i slutningen af 2008.

I årets første kvartal skete de største begivenheder i USA som en direkte følge af den finansielle krise. Blandt andet vedtog man en økonomisk plan, der medførte fald i de amerikanske statsobligationer. Senere i februar blev der offentliggjort dårlige økonomiske tal, hvilket lidt overraskende ikke forhindrede rentestigninger i USA. Emerging Market spændene udvidede sig en smule i februar som følge af en øget risikoaversion. Endvidere præsenterede det amerikanske finansministerium et privat-offentligt investeringsprogram i marts. I marts steg emerging markets obligationer udstedt i fremmedvaluta 3,7% som følge af en positiv virkning fra faldende renter over hele linjen på markedet for amerikanske statsobligationer ligesom en forøget risikovillighed hos investorerne medførte en yderligere indsnævring af spændene.

Den amerikanske finansministers præsentation af det private-offentlige investeringsprogram, efterfulgt af en ny IMF udlånsfacilitet, var godt nyt for emerging markets obligationer og valutaer. IMF åbnede for en fleksibel kreditlinje (FCL) til de bedste kreditter i emerging markets, uden at låntagerne skulle acceptere strenge IMF-betingelser. Dette medførte, at High-grade emerging market spændene indsnævredes, efterfulgt af de andre spænd. Tal for vækst og industriproduktion i emerging markets landene overraskede negativt, men gode inflationstal gjorde det muligt for centralbankerne at introducere pengepolitiske stimuli i stor stil.

I andet kvartal fortsatte afdelingen med at levere positive kursudsving, da markedet for emerging market obligationer blev begunstiget af en højere risikovillighed blandt investorerne. Mens tilliden til de finansielle markeder genfandt sig og likviditeten steg, øgedes kapitalindstrømningen i emerging markets. Dette betød, at emerging markets-landene kunne fortsætte deres akkumulering af udenlandsk valuta. Endvidere strammedes spændene i emerging markets, hvilket blandt andet betød at high yield segmentet leverede en flot kursfremgang.

Emerging markets var desuden positivt berørt af annonceringen fra G-20 om at øge IMF ressourcerne, selskabsregnskaber for Q1, der var bedre end forventet, og en forbedring af økonomiske nøgletal. I løbet af halvåret blev nyhedsfronten også ramt af negative begivenheder herunder stresstesten af de amerikanske banker samt den verserende svineinfluenza. Disse begivenheder havde dog kun i begrænset omfang betydning for afdelingens performance i perioden.

Afdelingen har igennem halvåret fastholdt en overvægt i Argentina. Afdelingens stærke relative performance blev blandt andet sikret af denne strategiske position, da Verdensbanken valgte at godkende et større lån til landet. Endvidere har vi flyttet landevarigheden fra neutral til overvægt samt øget eksponeringen mod high-grade lande og er forblevet i højtforrentede lande.

Vi fastholder vores holdning om, at den høje sandsynlighed for misligholdelse, som er et resultat af emerging market landespænd efter frasalget, er uberettiget, idet vi mener, at det fundamentale billede for emerging market økonomier ser bedre ud nu, end i tidligere kriser. Frasalget af emerging markets obligationer i 4. kvartal sidste år var til dels en følge af en generel stigning i risikoaversionen og mindre likviditet. Selvom emerging market lande står over for fundamentale udfordringer, som f.eks. en global økonomisk nedgang, bør IMF's nye tiltag hjælpe til med at reducere solvensproblemerne. Vi tror på, at den seneste udvikling i IMF vil være en direkte fordel for emerging market obligationer og valutaer. Vi vil benytte den nuværende markedssituation til at fortsætte med at skabe en ny profil for vores portefølje. Vi foretrækker emerging market high-grade og har til hensigt at nyde godt af den præmie, som fremkommer ved nyudstedelser.

# Afdeling Emerging Markets Obligationer

## Resultatopgørelse

(1.000 kr.)	01.01-30.06.09	01.01-30.06.08
Renter og udbytter	3.238	3.471
Kursgevinster og -tab	8.393	-5.036
Administrationsomkostninger	-426	-559
Aktiviteter under afvikling	-30	0
Resultat før skat	11.175	-2.124
Halvårets nettoresultat	11.175	-2.124

## Balance

(1.000 kr.)	30.06.09	30.06.08
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler	14.687	1.437
1 Obligationer	42.877	101.545
Afledte finansielle instrumenter	283	1.613
Andre aktiver	1.008	1.815
Aktiver i alt	58.855	106.410
<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue	51.928	105.968
Afledte finansielle instrumenter	0	349
Anden gæld	6.927	93
Passiver i alt	58.855	106.410

## Noter

1. Obligationer (1.000 kr.)	30.06.09	30.06.08
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	42.877	101.545

# Afdeling Otium+

## Afdelingens profil

Otium+ er rettet mod investorer, der ønsker at beskytte en del af deres investeringsværdi samtidig med, at de opnår en investering i aktiemarkedet som kan bidrage til et højere langsigtet afkast. Der må påregnes en effektiv investeringshorisont på 5-10 år med moderat risiko og delvis kapitalbeskyttelse.

Afdelingen har to hovedelementer; Som udgangspunkt investeres 85 % af midlerne i europæiske statsobligationer. Det andet element, de resterende 15 % af fondens midler, placeres i en aktiefond, hvor investeringen bliver gearret 2,5 gange. Det svarer således til en effektiv eksponering i det globale aktiemarked på 37,5 %.

## Nøgletal pr. 30.06.09

### Benchmark

*Afdelingen har ikke et benchmark, idet der udelukkende fokuseres på absolut afkast.*

Medlemsformue	13.264 t.kr.
Indre værdi	100,22 DKK
Cirkulerende mængde	13.235 t.kr.
Startdato	19-06-09

## Risiko

Opgøres kun for afdelinger, der har eksisteret mere end 36 måneder

## Afdelingens ti største beholdninger (%)

6,00% DK Stat INK St.lån 09	29,4
0% Dutch TSY Cert 31/12/09	20,8
0% BTF 31/12/2009	20,7
Fortis Plan-Intl Deriativ-I	14,3

## Aktivallokering i afdelingen (%)

Europæiske obligationer	70,49%
Øvrige	14,43%
Kontant	15,08%
I alt	100,00%

## Afkast

I perioden 19. til 30. juni gav afdeling Otium+ et afkast på 0,22%.

Da afdelingen er etableret kort før halvårets afslutning er der ikke mulighed for at beskrive udviklingen i første halvår.

For den resterende del af året forventer vi, at der trods den spirende optimisme stadig er et stykke vej til, at opsvinget for alvor kan bide sig fast. Den overvejende del af formuen er placeret i europæiske statsobligationer med kort løbetid, hvorfor afkastbidraget forventes at være forholdsvis lavt – i overensstemmelse med den lave risiko. Et afkastbidrag skal derfor komme fra den del af formuen (ca. 15 %), der er placeret i en fond, der har til formål at investere i afledte finansielle instrumenter baseret på internationale aktieindeks. Dette område indebærer høj risiko, men tilsvarende er det med forventning om høje afkast. Her vil det være udviklingen på verdens aktiemarkeder, der afgør afkastet. Her er vores forventning, at der specielt kan komme et positivt bidrag fra Emerging Markets, mens vi har mere moderate forventninger til de etablerede lande.



# Afdeling Otium+

## Resultatopgørelse

(1.000 kr.)	01.01-30.06.09	01.01-30.06.08
Renter og udbytter	3	
Kursgevinster og -tab	35	
Administrationsomkostninger	-9	
Resultat før skat	29	
Halvårets nettoresultat	29	

## Balance

(1.000 kr.)	30.06.09	30.06.08
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler	1.981	
1 Obligationer	9.258	
2 Kapitalandele	1.896	
Andre aktiver	138	
Aktiver i alt	13.273	
<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue	13.264	
Anden gæld	9	
Passiver i alt	13.273	

## Noter

1. Obligationer (1.000 kr.)	30.06.09	30.06.08
Noterede obligationer fra danske udstedere	3.760	
Noterede obligationer fra udenlandske udstedere	5.498	
Obligationer i alt	9.258	
2. Kapitalandele (1.000 kr.)		
Investeringsbeviser i udenlandske investeringsforeninger	1.896	
Kapitalandele i alt	1.896	

# Afdeling PensionPlanner 2-7

## Afdelingernes profil

Fælles for PensionPlanner afdelingerne er, at de investerer overvejende i indeksfonde samt udvalgte aktivt forvaltede fonde. Indeksfondene har til formål at følge markedsudviklingen i bestemte region som f.eks. det europæiske aktieindeks. Risikoen i de 6 afdelinger afspejler forskellige tidshorisonter. Det fremgår af afdelingernes benchmark om de overvejende er vægtet i aktiver med lavere risiko, så som obligationer, eller aktiver med højere risiko, så som aktier.

## Afkast

I perioden 19. til 30. juni gav afdeling PensionPlanner2 et afkast på -0,19% mod benchmarkafkast på 0,84%.

I perioden 19. til 30. juni gav afdeling PensionPlanner3 et afkast på -0,50% mod benchmarkafkast på 0,63.

I perioden 19. til 30. juni gav afdeling PensionPlanner4 et afkast på -1,56% mod benchmarkafkast på -0,04%.

I perioden 19. til 30. juni gav afdeling PensionPlanner5 et afkast på -0,34% mod benchmarkafkast på 0,74%.

I perioden 19. til 30. juni gav afdeling PensionPlanner6 et afkast på -1,11% mod benchmarkafkast på 0,37%.

I perioden 19. til 30. juni gav afdeling PensionPlanner7 et afkast på -1,53% mod benchmarkafkast på -0,04%.

Da afdelingerne er etableret kort før halvårets afslutning er der ikke mulighed for at beskrive udviklingen i første halvår.

For den resterende del af året forventer vi, at der trods den spirende optimisme stadig er et stykke vej til, at opsvinget for alvor kan bide sig fast. Øget vækst i forbruget, der skal trække økonomien i gang, er fortsat hæmmet af massiv arbejdsløshed i verdens største økonomier, og specielt amerikanerne har i øjeblikket mere fokus på at spare op end at forbruge. Således ligger niveauet for amerikanernes opsparing nu på 7 % af den disponible indkomst i forhold til 0 % for samme periode året før. Det er i sig selv en trussel mod den økonomiske genopretning på kort sigt. Vi fastholder derfor en neutral position i aktier, mens at vi undervægtter US High Yield obligationer i kølvandet på de solide stigninger i 2. kvartal af 2009. Vi forventer, at presset på renterne i opadgående retning fortsætter lidt endnu og undervægtter statsobligationer, mens vi fortsat ligger med en overvægt på europæiske kreditobligationer og råvarer i forventning om øget råvareefterspørgsel fra især Kina.

# Afdeling PensionPlanner 2

## Afdelingens profil

Afdelingen kan investere på markeder, der er beliggende i en medlemsstat inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået en aftale med på det finansielle område, eller et marked, der er medlem af World Federation of Exchanges, eller der er Full Members eller Associate Members af Federation of European Securities Exchanges (FESE).

Afdelingens mål er at opnå kapitalvækst på langt sigt, dvs. mere end 5 år, med en moderat risikoprofil. Dette forsøges opnået ved taktisk og strategisk forvaltning på forskellige markeder og aktivklasser, primært gennem placering i indeksfonde.

## Nøgletal pr. 30.06.09

Benchmark	13% MSCI World EUR-hedged og 87% EURO MTS GLOB Index level (DKK)
Medlemsformue	38.936 t.kr.
Indre værdi	99.81 DKK
Cirkulerende mængde	39.011 t.kr.
Startdato	19-06-09

## Risiko

Opgøres kun for afdelinger, der har eksisteret mere end 36 måneder

## Afdelingens ti største beholdninger (%)

Easy ETF Itraxx Europe Main	18,3
ISHARES EURO COPORATE BOND	18,0
DB X-TR II TRX EUROPE 5 YEAR	17,9
EasyETF ITRAXX Europe Cross	10,5
Lyxor ETF Euromts Global	6,8
EASYETF S&P GSCI	5,3
EASYETF FISE EPRA EUROZONE	5,3
DB X-Trackers Emerg Market	3,0
Fortis Solution Global TAA	3,0
ISHARES MSCI PACIFIC EX JPN	1,2

## Aktivallokering i afdelingen (%)

Europæiske obligationer	42.98%
Højrente obligationer	29.44%
Kontant	9.81%
Råvarer	5.33%
Ejendomme	5.30%
Global emerging market equities	3.01%
Global Tactical	2.96%
Asia ex. Japan	1.16%
I alt	100.00%

## Resultatopgørelse

(1.000 kr.)	01.01-30.06.09	01.01-30.06.08
Renter og udbytter		0
Kursgevinster og -tab		-62
Administrationsomkostninger		-17
Resultat før skat		-79
Halvårets nettoresultat		-79

## Balance

(1.000 kr.)	30.06.09	30.06.08
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler	4.634	
1 Kapitalandele	35.133	
Andre aktiver	0	
Aktiver i alt	39.767	
<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue	38.936	
Anden gæld	831	
Passiver i alt	39.767	

## Noter

1. Kapitalandele (1.000 kr.)	30.06.09	30.06.08
Investeringsbeviser i udenlandske investeringsforeninger	35.133	
Kapitalandele i alt	35.133	

# Afdeling PensionPlanner 3

## Afdelingens profil

Afdelingen kan investere på markeder, der er beliggende i en medlemsstat inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået en aftale med på det finansielle område, eller et marked, der er medlem af World Federation of Exchanges, eller der er Full Members eller Associate Members af Federation of European Securities Exchanges (FESE).

Afdelingens mål er at opnå kapitalvækst på langt sigt, dvs. mere end 5 år, med en moderat risikoprofil. Dette forsøges opnået ved taktisk og strategisk forvaltning på forskellige markeder og aktivklasser, primært gennem placering i indeksfonde.

## Nøgletal pr. 30.06.09

Benchmark	34% MSCI World EUR-hedged og 66% EURO MTS GLOB Index level (DKK)
Medlemsformue	225.539 t.kr.
Indre værdi	99,50 DKK
Cirkulerende mængde	226.663 t.kr.
Startdato	19-06-09

## Risiko

Opgøres kun for afdelinger, der har eksisteret mere end 36 måneder

## Afdelingens ti største beholdninger (%)

ISHARES EURO COPORATE BOND	19,6
Easy ETF Itraxx Europe Main	17,9
EasyETF ITRAXX Europe Cross	11,8
DB X-Trackers MSCI Europe TR	10,8
ISHARES DJ EURO STONXX SM CAP	7,5
DB X-TR II TRX EUROPE 5 YEAR	5,9
Fortis Solution Global TAA	4,0
EASYETF S&P GSCI	3,4
DB X-Trackers Emerg Market	3,0
EASYETF FISE EPRA EUROZONE	2,5

## Aktivallokering i afdelingen (%)

Europæiske obligationer	37.50%
Højrente obligationer	19.37%
Europæiske aktier	18.31%
Kontant	8.81%
Global Tactical	3.97%
Råvarer	3.43%
Global emerging market equities	2.97%
Ejendomme	2.47%
Asia ex. Japan	1.59%
US aktier	1.57%
I alt	100.00%

## Resultatopgørelse

(1.000 kr.)	01.01-30.06.09	01.01-30.06.08
Renter og udbytter	0	
Kursgevinster og -tab	-1.022	
Administrationsomkostninger	-93	
Resultat før skat	-1.115	
Halvårets nettoresultat	-1.115	

## Balance

(1.000 kr.)	30.06.09	30.06.08
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler	19.202	
Kapitalandele	205.756	
Andre aktiver	674	
Aktiver i alt	225.632	
<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue	225.539	
Anden gæld	93	
Passiver i alt	225.632	

## Noter

1. Kapitalandele (1.000 kr.)	30.06.09	30.06.08
Investeringsbeviser i udenlandske investeringsforeninger	205.756	
Kapitalandele i alt	205.756	

# Afdeling PensionPlanner 4

## Afdelingens profil

Afdelingen kan investere på markeder, der er beliggende i en medlemsstat inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået en aftale med på det finansielle område, eller et marked, der er medlem af World Federation of Exchanges, eller der er Full Members eller Associate Members af Federation of European Securities Exchanges (FESE).

Afdelingens mål er at opnå kapitalvækst på langt sigt, dvs. mere end 5 år, med en høj risikoprofil. Dette forsøges opnået ved taktisk og strategisk forvaltning på forskellige markeder og aktivklasser, primært gennem placering i indeksfonde.

## Nøgletal pr. 30.06.09

Benchmark	MSCI World EUR-hedged (DKK)
Medlemsformue	40.937 t.kr.
Indre værdi	98,44 DKK
Cirkulerende mængde	41.587 t.kr.
Startdato	19-06-09

## Risiko

Opgøres kun for afdelinger, der har eksisteret mere end 36 måneder

## Afdelingens ti største beholdninger (%)

ISHARES MSCI NORTH AMERICA	18,5
ISHARES DJ EURO STONXX SM CAP	16,3
DB X-Trackers MSCI Europe TR	14,0
Lyxor ETF MSCI Europe	13,9
EasyETF ITRAXX Europe Cross	9,1
ISHARES MSCI PACIFIC EX JPN	5,3
Fortis Solution Global TAA	5,1
Ishares DJ Stoxx Small 200Ex	4,6
Lyxor ETF MSCI USA	4,3
DB X-Trackers Emerg Market	3,0

## Aktivallokering i afdelingen (%)

Europæiske aktier	48.84%
US aktier	22.71%
Højrente obligationer	9.05%
Kontant	5.95%
Asia ex. Japan	5.35%
Global Tactical	5.08%
Global emerging market equities	3.01%
I alt	100.00%

## Resultatopgørelse

(1.000 kr.)	01.01-30.06.09	01.01-30.06.08
Renter og udbytter		0
Kursgevinster og -tab		-624
Administrationsomkostninger		-22
Resultat før skat		-646
Halvårets nettoresultat		-646

## Balance

(1.000 kr.)	30.06.09	30.06.08
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler	2.340	
1 Kapitalandele	38.520	
Andre aktiver	99	
Aktiver i alt	40.959	

## PASSIVER

Medlemmernes formue	40.937
Anden gæld	22
Passiver i alt	40.959

## Noter

1. Kapitalandele (1.000 kr.)	30.06.09	30.06.08
Investeringsbeviser i udenlandske investeringsforeninger	38.520	
Kapitalandele i alt	38.520	

# Afdeling PensionPlanner 5

## Afdelingens profil

Afdelingen kan investere på markeder, der er beliggende i en medlemsstat inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået en aftale med på det finansielle område, eller et marked, der er medlem af World Federation of Exchanges, eller der er Full Members eller Associate Members af Federation of European Securities Exchanges (FESE).

Afdelingens mål er at opnå kapitalvækst på langt sigt, dvs. mere end 10 år, med en moderat risikoprofil. Dette forsøges opnået ved taktisk og strategisk forvaltning på forskellige markeder og aktivklasser, primært gennem placering i indeksfonde.

r

## Nøgletal pr. 30.06.09

Benchmark	23% MSCI World EUR-hedged og 77% EURO MTS GLOB Index level (DKK)
Medlemsformue	195.542 t.kr.
Indre værdi	99,66 DKK
Cirkulerende mængde	196.214 t.kr.
Startdato	19-06-09

## Risiko

Opgøres kun for afdelinger, der har eksisteret mere end 36 måneder

## Afdelingens ti største beholdninger (%)

ISHARES EURO COPORATE BOND	19,4
Easy ETF Itraxx Europe Main	17,6
DB X-TR II TRX EUROPE 5 YEAR	14,4
EasyETF ITRAXX Europe Cross	10,9
EASYETF FISE EPRA EUROZONE	5,4
ISHARES DJ EURO STONXX SM CAP	5,1
DB X-Trackers Emerg Market	3,9
Fortis Solution Global TAA	3,0
DB X-Trackers MSCI Europe TR	2,8
EASYETF S&P GSCI	2,8

## Aktivallokering i afdelingen (%)

Europæiske obligationer	36.92%
Højrente obligationer	26.89%
Kontant	11.55%
Europæiske aktier	7.90%
Ejendomme	5.35%
Global emerging market equities	3.93%
Global Tactical	2.97%
Råvarer	2.81%
Asia ex. Japan	1.68%
I alt	100.00%

## Resultatopgørelse

(1.000 kr.)	01.01-30.06.09	01.01-30.06.08
Renter og udbytter	0	
Kursgevinster og -tab	-587	
Administrationsomkostninger	-78	
Resultat før skat	-665	
Halvårets nettoresultat	-665	

## Balance

(1.000 kr.)	30.06.09	30.06.08
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler	22.595	
1 Kapitalandele	173.029	
Andre aktiver	100	
Aktiver i alt	195.724	
<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue	195.542	
Anden gæld	182	
Passiver i alt	195.724	

## Noter

1. Kapitalandele (1.000 kr.)	30.06.09	30.06.08
Investeringsbeviser i udenlandske investeringsforeninger	173.029	
Kapitalandele i alt	173.029	

# Afdeling PensionPlanner 6

## Afdelingens profil

Afdelingen kan investere på markeder, der er beliggende i en medlemsstat inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået en aftale med på det finansielle område, eller et marked, der er medlem af World Federation of Exchanges, eller der er Full Members eller Associate Members af Federation of European Securities Exchanges (FESE).

Afdelingens mål er at opnå kapitalvækst på langt sigt, dvs. mere end 10 år, med en høj risikoprofil. Dette forsøges opnået ved taktisk og strategisk forvaltning på forskellige markeder og aktivklasser, primært gennem placering i indeksfonde.

## Nøgletal pr. 30.06.09

Benchmark	59% MSCI World EUR-hedgedog 41% EURO MTS GLOB Index level (DKK)
Afdelingsformue	1.448.994 t.kr.
Indre værdi	98,89 DKK
Cirkulerende mængde	1.465.231 t.kr.
Startdato	19-06-09

## Risiko

Opgøres kun for afdelinger, der har eksisteret mere end 36 måneder

## Afdelingens ti største beholdninger (%)

ISHARES EURO COPORATE BOND	18,8
DB X-Trackers MSCI Europe TR	17,6
EasyETF ITRAXX Europe Cross	12,5
ISHARES DJ EURO STONXX SM CAP	12,5
ISHARES MSCI NORTH AMERICA	10,4
Fortis Solution Global TAA	4,0
EASYETF S&P GSCI	3,7
DB X-Trackers Emerg Market	3,0
EASYETF FISE EPRA EUROZONE	2,2
ISHARES MSCI PACIFIC EX JPN	1,9

## Aktivallokering i afdelingen (%)

Europæiske aktier	31.22%
Europæiske obligationer	18.78%
Højrente obligationer	14.22%
US aktier	12.27%
Kontant	8.71%
Global Tactical	4.01%
Råvarer	3.66%
Global emerging market equities	2.96%
Ejendomme	2.24%
Asia ex. Japan	1.92%
I alt	100.00%

## Resultatopgørelse

(1.000 kr.)	01.01-30.06.09	01.01-30.06.08
Renter og udbytter		0
Kursgevinster og -tab	-15.511	
Administrationsomkostninger	-632	
Resultat før skat	-16.143	
Halvårets nettoresultat	-16.143	

## Balance

(1.000 kr.)	30.06.09	30.06.08
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler	120.114	
Kapitalandele	1.323.303	
Andre aktiver	6.208	
Aktiver i alt	1.449.625	
<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue	1.448.994	
Anden gæld	631	
Passiver i alt	1.449.625	

## Noter

1. Kapitalandele (1.000 kr.)	30.06.09	30.06.08
Investeringsbeviser i udenlandske investeringsforeninger	1.323.303	
Kapitalandele i alt	1.323.303	

# Afdeling PensionPlanner 7

## Afdelingens profil

Afdelingen kan investere på markeder, der er beliggende i en medlemsstat inden for Den Europæiske Union eller lande, som Fællesskabet har indgået en aftale med på det finansielle område, eller et marked, der er medlem af World Federation of Exchanges, eller der er Full Members eller Associate Members af Federation of European Securities Exchanges (FESE).

Afdelingens mål er at opnå kapitalvækst på langt sigt, dvs. mere end 10 år, med en høj risikoprofil. Dette forsøges opnået ved taktisk og strategisk forvaltning på forskellige markeder og aktivklasser, primært gennem placering i indeksfonde.

## Nøgletal pr. 30.06.09

Benchmark	MSCI World EUR-hedged (DKK)
Afdelingsformue	291.744 t.kr.
Indre værdi	98,47 DKK
Cirkulerende mængde	296.268 t.kr.
Startdato	19-06-09

## Risiko

Opgøres kun for afdelinger, der har eksisteret mere end 36 måneder

## Afdelingens ti største beholdninger (%)

ISHARES DJ EURO STONXX SM CAP	19,1
DB X-Trackers MSCI Europe TR	17,9
ISHARES MSCI NORTH AMERICA	13,1
Lyxor ETF MSCI Europe	10,1
EasyETF ITRAXX Europe Cross	8,7
Lyxor ETF MSCI USA	8,3
Fortis Solution Global TAA	5,5
ISHARES MSCI PACIFIC EX JPN	4,4
Ishares DJ Stoxx Small 200Ex	3,7
DB X-Trackers Emerg Market	3,0

## Aktivallokering i afdelingen (%)

Europæiske aktier	50.79%
US aktier	22.56%
Højrente obligationer	8.69%
Global Tactical	5.54%
Kontant	5.01%
Asia ex. Japan	4.41%
Global emerging market equities	2.99%
I alt	100.00%

## Resultatopgørelse

(1.000 kr.)	01.01-30.06.09	01.01-30.06.08
Renter og udbytter	0	
Kursgevinster og -tab	-4.375	
Administrationsomkostninger	-142	
Resultat før skat	-4.517	
Halvårets nettoresultat	-4.517	

## Balance

(1.000 kr.)	30.06.09	30.06.08
<b>AKTIVER</b>		
Likvide midler	14.053	
1 Kapitalandele	277.249	
Andre aktiver	584	
Aktiver i alt	291.886	
<b>PASSIVER</b>		
Medlemmernes formue	291.744	
Anden gæld	142	
Passiver i alt	291.886	

## Noter

1. Kapitalandele (1.000 kr.)	30.06.09	30.06.08
Investeringsbeviser i udenlandske investeringsforeninger	277.249	
Kapitalandele i alt	277.249	





