



Halvårsrapport 2008

Investeringsforeningen Danske Invest Select

HALVÅRSMEDDELELSE FOR INVESTERINGSFORENINGEN DANSKE INVEST SELECT 1. HALVÅR 2008

Hårdt halvår for aktier og obligationer

Første halvår 2008 var præget af uroen på de finansielle markeder og aftagende økonomisk vækst samt faldende aktiemarkeder og udvidede kreditspænd.

Året begyndte med dramatiske fald på aktiemarkederne, men den amerikanske centralbanks (Fed) redningsaktion af investeringsbanken Bear Stearns i marts skabte bedring de efterfølgende måneder. Sidst i maj brød uroen dog atter ud, da kraftige prisstigninger på råvarer ledte til bekymring for inflation og i yderste konsekvens stagflation – lav vækst kombineret med høj inflation.

De fortsatte problemer i den finansielle sektor og tiltagende inflationsfrygt var medvirkende til, at første halvår 2008 var en vanskelig periode for obligationsmarkederne. Rentefald i årets første måneder blev afløst af bekymring for inflation, og i starten af juni fik denne bekymring Den Europæiske Centralbank (ECB) til at indikere, at fremtidige renteforhøjelser kunne komme på tale for på den måde at begrænse inflationen. Det fik kurserne på obligationer til at falde, og som varslet hævede ECB således også renten den 3. juli.

Kun få obligationsafdelinger i plus

Finanskrisen har sat sit tydelige aftryk på aktieafdelingerne, der alle har givet negativt afkast i første halvår 2008. Afkastene spænder fra et negativt afkast på 10,34 pct. i afdeling Europæiske Small/Mid Cap til et negativt afkast på 19,45 pct. i afdeling Øst-europa Konvergens.

Der var heller ikke de store gevinster at hente blandt obligationsafdelingerne, men en enkelt afdeling gav dog positivt afkast: FlexInvest Korte Obligationer med et afkast på 0,18 pct. Afdeling Globale Kreditobligationer gav periodens laveste afkast på -3,36 pct.

Salg af beviser

Netto købte investorerne i Investeringsforeningen Danske Invest Select for 4,5 mia. kr. i første halvår af 2008. Størst var nysalget i afdeling Globale Kreditobligationer, der i alt solgte investeringsbeviser for 2,6 mia. kr. Men også i afdeling Euro Investment Grade Kreditobligationer og i afdeling Flexinvest Engros Udenlandske Obligationer blev der solgt mange nye beviser – hhv. for 2,3 mia. kr. og for 2,2 mia. kr. Det største tilbagesalg skete i USA Mid Cap Aktier, hvor investorerne tilbagesolgte investeringsbeviser for 1,9 mia. kr.

**Investeringsforeningen
Danske Invest Select**
CVR-nr. 15 16 15 82
Strødamvej 46
2100 København Ø
Telefon 33 33 71 71
Telefax 33 15 71 71
www.danskeinvestengros.dk
www.danskeinvesterverv.dk
www.merchantinvest.dk
di@danskeinvest.dk

Bestyrelse

Advokat Jørn Ankær Thomsen, formand
Direktør Agnete Raaschou-Nielsen, næstformand
Adm. direktør Lars Fournais
Direktør Birgitte Brinch Madsen
Direktør Walther V. Paulsen
Direktør Jens Peter Toft

Direktion

Danske Invest Administration A/S:
Adm. direktør Thomas Mitchell
Vicedirektør Finn Kjærgård
Underdirektør Jørgen Pagh

Revision

Grant Thornton, Statsautoriseret Revisionsaktieselskab samt
KPMG C.Jespersen, Statsautoriseret Revisionsinteressentskab

Depotbank

Danske Bank

Layout og produktion

Lotte Skov Christiansen

Investeringsforeningen Danske Invest Select udbyder investeringsbeviser under binavnene Merchant Invest, Danske Invest Erhverv og Danske Invest Engros. Foreningens formue udgjorde pr. 30. juni 2008 57,0 mia. kr. mod 60,1 mia. kr. ved årsskiftet.

Investeringsforeningen Danske Invest Select er en del af Danske Invest-gruppen, der pr. 30. juni 2008 forvaltede en formue på ca. 162,4 mia. kr. for 300.000 medlemmer.

Økonomi: Opbremsning i væksten

Særligt den vestlige verden oplever en økonomisk afmatning. I USA har økonomien siden januar været på randen af recession. Men intet tyder indtil videre på, at amerikansk økonomi vil opleve en kraftig nedtur. Det amerikanske boligmarked er fortsat trængt, og nye købere rammes af strammere kreditvilkår som følge af kreditkrisen. Arbejdsmarkedet er svækket, og da olieprisen samtidig er steget kraftigt, har vi sænket forventningerne til forbruget og væksten i de kommende kvartaler. Men de lave renter ventes på sigt at hjælpe USA tilbage på sporet.

Væksten i Europa viste sig i starten af året overraskende solid set i lyset af de negative faktorer, som økonomien blev udsat for – herunder en stærk valuta, kreditkrise og prisstigninger på råvarer. Men i løbet af andet kvartal er afdæmpningen blevet mere tydelig.

Forventninger:

Vi forventer, at den europæiske vækst bliver moderat i andet halvår 2008. Væksten i den resterende del af verden – særligt i Kina – forventes at holde sig pænt oppe. Alt i alt forventer vi derfor aftagende, men stadig en rimelig solid global vækst. Men usikkerheden er større end normalt for indeværende år,

og herunder for hvor meget uroen på de finansielle markeder slår igennem på realøkonomien.

Obligationer: Flere rentesænkninger

Set over halvåret som helhed er renterne stort set uændrede i USA ovenpå kraftige pengepolitiske lempelser, mens de i Europa er steget trods faldende vækst. Det skyldes ikke mindst, at inflationen her fik Den Europæiske Centralbank til at hæve renten med et kvart procentpoint den 3. juli.

Den amerikanske centralbank sænkede renten hele fire gange i første halvår 2008, og renten er nu på 2,0 pct., hvilket er det laveste niveau siden 2004.

Obligationsrenterne var præget af stor usikkerhed – fx steg de 2-årige renter i Europa fra midten af marts til midten af juni med over 1,5 procentpoint. En så stor rentestigning på kun tre måneder er ikke set siden 1994. De 10-årige renter er stort set uændret i USA i første halvår 2008 på 4,0 pct., mens renterne i Europa steg fra 4,3 til 4,6 pct. I første halvår gav en 10-årig amerikansk statsobligation således et positivt afkast på 3,3 pct. (i USD), mens en europæisk 10-årig statsobligation gav et nulafkast (i EUR).

Forventninger:

Vi forventer, at Fed og ECB vil holde renterne uændrede i andet halvår 2008. På de globale obligationsmarkeder forventer vi uforandrede eller svagt faldende renter.

Aktier: Kursdyk i første halvår

Generelt er aktierne faldet kraftigt i første halvår 2008. Der var kursfald på 17,83 pct. i USA, 18,71 pct. i Europa, mens Japan faldt 12,32 pct. Afkastet blev negativt påvirket af en svækkelse af yennen og dollaren med henholdsvis 2,19 og 7,19 pct. De store

kursfald kan tilskrives en uheldig kombination af aftagende global vækst, stigende råvarepriser, stigende inflation og fortsat uro på kreditmarkedet og i den finansielle sektor.

De største kursfald var inden for den finansielle sektor. Den eneste sektor med positivt afkast i første halvår var energisektoren, som nød godt af en olieprisstigning.

Forventninger:

Vores forventninger til de globale aktiemarkeder i andet halvår 2008 er moderat positive. Baseret på den aktuelle værdifastsættelse forekommer globale aktier billige, men bekymring om aftagende vækst og tiltagende inflation samt fortsat uro i den finansielle sektor er med til at holde aktiekurserne nede. Vi forventer dog en mere positiv udvikling, end der aktuelt er afspejlet i markedet, hvilket på længere sigt giver basis for stigninger i aktiekurserne.

Også fald blandt danske aktier

Den danske økonomi har i lighed med det meste af Europa også mærket afmatning, og BNP-tallene for de seneste kvartaler varsler en meget beskeden vækst i 2008. De danske virksomheder er dog fortsat i rimelig form, men forventningerne er tydeligvis mere afdæmpede end for blot et halvt år siden. Det er især virksomheder inden for finans, byggeri og forbrugsgoder, der mærker de ændrede konjunkturodsigter. En række større danske virksomheder som Novo Nordisk, Vestas og FLSmidth er dog ret upåvirkede af konjunkturforløbet, og de samlede udsigter for aktiemarkedet er derfor noget mere nuancerede. Endvidere har det seneste års kursfald medført, at værdiansættelsen af aktierne er mere attraktiv.

Ændringer i Danske Invest

Den årlige generalforsamling i Danske Invest blev afholdt den 8. april 2008. Et af punkterne på dagsordenen var salget af investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Administration A/S til Danske Bank. På generalforsamlingen var der et stort flertal, der støttede forslaget, men da der ikke var den nødvendige formue repræsenteret til at træffe endelig beslutning, blev der efterfølgende indkaldt til ekstraordinær generalforsamling den 7. maj 2008, hvor forslaget blev endeligt vedtaget. Administrationsselskabet indgår nu som et helejet datterselskab i Danske Bank-koncernen.

I februar meddelte Carsten Koch, at han ville træde som adm. direktør i Danske Invest Administration A/S. Efter otte år på posten ønskede han at koncentrere sig om sit arbejde som formand for regeringens skattekommission samt bestyrelsesarbejde. Carsten Kochs afløser på posten er Thomas Mitchell, der tiltrådte den 10. maj.

Regnskabspraksis

Anvendt regnskabspraksis i halvårsrapporten er uændret i forhold til den anvendte regnskabspraksis for årsrapporten for 2007.

Specifikationen af de børsnoterede finansielle instrumenter er udeladt i halvårsrapporten, idet specifikationen kan findes på foreningens hjemmeside eller kan rekvireres ved henvendelse til Investeringsforvaltningsselskabet Danske Invest Administration A/S, Strødamvej 46, 2100 København Ø.

Bilag:

- Nøgleskema over afdelingernes afkast
- Kommentarer til udviklingen og nøgletal

Afdeling	Børsnotering	Afkast 1. halvår 2008 i pct.	5 års afkast 30.06.03-30.06.2008	Formueværdi 30.06.08, mio. kr.
Aktier Højt Udbytte	Ja	-11,05	-	3.784
Danske Aktier	Ja	-9,54	146,71	109
Danske Small Cap Aktier	Ja	-8,37	201,04	48
Emerging Markets Debt	Ja	-1,60	-	9.797
Euro Investment Grade Corp Bonds Restr.	Ja	-1,49	-	283
Euro Investment Grade Kreditobligationer	Ja	-1,61	11,51	8.701
Europæiske Aktier	Ja	-8,79	74,24	725
Europæiske Aktier E	Ja	-8,53	75,22	83
Europæiske Small/Mid Cap	Ja	-10,27	156,64	351
Flexinvest Aktier	Nej	-9,11	-	3.673
Flexinvest Danske Obligationer	Nej	-1,40	-	2.741
Flexinvest Korte Obligationer	Nej	-0,65	-	8.079
Flexinvest Udenlandske Obligationer	Nej	-1,47	-	1.363
Fokus Danske Aktier	Ja	-9,82	185,03	643
Global Emerging Markets	Ja	-10,01	176,28	4.668
Global Emerging Markets Smaller Comp.	Ja	-9,87	-	571
Globale Aktier	Ja	-8,15	21,49	92
Globale Aktier E	Ja	-8,83	20,64	62
Globale Kreditobligationer	Ja	-2,82	23,88	6.872
Kommuner 4	Ja	-1,11	12,09	1.235
Kommuner 5	Ja	-1,19	11,83	365
Kommuner Europæiske Obl	Ja	-1,41	11,52	168
Mellemlange Obligationer	Ja	-1,52	11,41	1.891
Nordiske aktier	Ja	-11,34	107,48	174
USA Mid Cap Aktier	Ja	-7,90	-	15
Østeuropa Konvergens	Ja	-8,37	-	503

AKTIER HØJT UDBYTTE

Investerer i danske og udenlandske børsnoterede aktier med forventet høj udbyttebetaling

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Oktober 2003

Risikoklasse: Middel

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0016253651

Porteføljerådgiver: Danske Capital

Branchefordeling



Finans, 28,2%
Forbrugsgoder, 12,4%
Forsyning, 12,3%
Industri, 11,7%
Telekomm., 11,4%
Øvrige inkl. likvide, 24,0%

Nøgletal

Sharpe Ratio	0,81
Standardafvigelse	11,38

Måleperiode: Okt. 2003 til jun. 2008

Afdelingen gav i første halvår 2008 et negativt afkast på 15,90 pct., mens det indikative benchmark faldt 18,71 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til udviklingen i det indikative benchmark, men indfrie ikke vores moderat positive forventninger til aktiemarkedene.

I begyndelsen af året var det afmatningen af væksten i USA og kreditkrisen i den finansielle sektor, der drev markedet ned. Pæne 1. kvartalsregnskaber fra mange selskaber lagde kun en midlertidig dæmper på investorernes nervøsitet. De stigende olie- og råvarepriser udhulede forbrugernes købekraft samtidig med, at de udløste frygt for stigende inflation. Fortsatte problemer i den finansielle sektor og usikkerheden om den fremtidige vækst og indtjening sendte kurserne yderligere ned i slutningen af halvåret. Det var finansielle aktier og producenter af varige forbrugsgoder, der faldt mest i 1. halvår, mens selskaber inden for energi- og råvareindustrien samt elektricitets- og medicinalselskaber klarede sig bedst.

Afdelingens afkast var 2,81 procentpoint bedre end faldet i det indikative benchmark. Afdelingens fokus på aktier med højt udbytte trak godt 3 procentpoint ned i afkastet i forhold til benchmark, mens en positiv aktieudvælgelse mere end opvejede dette. Vi vandt performance ved ikke at være eksponeret mod de hårdest ramte banker, men også aktievalget inden for telesektoren bidrog positivt.

Vores moderat positive forventninger til de europæiske aktiemarkeder i 2008 er indtil videre ikke

blevet indfriet. På kort sigt vil den store usikkerhed om økonomien og indtjeningen fortsat kunne trykke markedet. Vi forventer dog en mere positiv udvikling, end der aktuelt er afspejlet i markedet. Det giver på længere sigt basis for stigninger i aktiekurserne.

Afdelingen vil i andet halvår 2008 fortsat fokusere på at investere i de mest attraktive udbytteaktier. Sektormæssigt fastholder vi en betydelig eksponering i udvalgte teleselskaber, elektricitetselskaber og banker, som vi finder attraktivt prisfastsat, med høje udbytter og en rimelig stabil indtjeningsudvikling trods de svagere konjunkturer.

Det er 100 kr blevet til

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
81	119			

AKTIER HØJT UDBYTTE

Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

Resultatopgørelse	1.1.-30.06.08	1.1.-30.06.07
Renter og udbytter	186.771	179.009
Kursgevinster og tab	-874.340	153.761
Administrationsomkostninger	-27.134	-28.408
Resultat før skat	-714.703	304.362
Rente- og udbytteskat	-20.159	-12.429
Halvårets nettoresultat	-734.862	291.933
Balance		
Aktiver	30.06.08	30.06.07
Likvide midler 1)	8.264	41.829
Kapitalandele 1)	3.751.800	4.210.340
Mellemværende vedr. handelsafvikling	2.065	9.983
Andre aktiver	22.171	11.024
Aktiver i alt	3.784.300	4.273.176
Passiver		
Medlemmernes formue 2)	3.783.946	4.270.901
Anden gæld	354	2.275
Passiver i alt	3.784.300	4.273.176
Note 1: Finansielle Instrumenter	30.06.08	30.06.07
Børsnoterede finansielle instrumenter	3.751.800	4.209.227
Øvrige finansielle instrumenter	8.264	42.942
I alt finansielle instrumenter	3.760.064	4.252.169
Note 2: Medlemmernes formue	1.1.-30.06.08	
Medlemmernes formue primo	4.662.739	
Udlodning fra sidste år	-342.762	
Emissioner i perioden	452.887	
Indløsninger i perioden	-254.774	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	718	
Periodens resultat	-734.862	
Medlemmernes formue ultimo	3.783.946	
Nøgletal for halvåret	1. halvår 2008	1. halvår 2007
Medlemmernes formue (t.kr.)	3.783.946	4.270.901
Cirkulerende kapital (t.kr.)	2.796.531	2.359.424
Indre værdi	135,31	181,01
Afkast (pct.) *)	-15,90	7,71
Omkostningspct. *)	0,66	0,67
ÅOP	1,84	-

*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

DANSKE AKTIER

Investerer i danske aktier samt øvrige aktier noteret på Københavns Fondsbørs

Afdelingens profil

Borsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Maj 1999

Risikoklasse: Middel

Benchmark: OMX Copenhagen Benchmark Cap

Fondskode: DK0060045714

Porteføljerådgiver: Danske Capital

Branchefordeling



Industri, 43,7%
Sundhedspleje, 17,7%
Finans, 16,1%
Konsumentvarer, 10,9%
Materialer, 3,0%
Øvrige inkl. likvide, 8,6%

Nøgletal

Sharpe Ratio	1,00
Standardafvigelse	15,07
Tracking error	3,17
Information Ratio	-0,51
Jensen Alpha	-0,02

Sharpe Ratio [benchmark]	1,09
Standardafvigelse [benchmark]	15,40

Måleperiode: Jun. 2003 til jun. 2008

Afdelingen gav i 1. halvår et afkast på -11,33 pct., mens benchmark faldt 13,40 pct. Afdelingens afkast var således lavere end vores positive forventninger til markedet men meget tilfredsstillende i forhold til afdelingens benchmark.

Det danske aktiemarked blev i 1. halvår 2008 ramt af den globale uro på kapitalmarkederne og efter flere års ubrudt fremgang måtte man notere et negativt afkast i 1. halvår. Enkelte aktier formåede dog at gå i mod strømmen, som f.eks. Vestas, idet de stigende oliepriser fortsat begunstiger aktier inden for alternativ energi. A.P. Møller - Mærsk var en anden aktie, der kom i land med et positivt afkast på 7 pct. Det var især koncernens stigende indtægter inden for olie & gas, der påvirkede indtjeningen positivt.

Afdelingens afkast var 2,07 procentpoint bedre end ændringen i benchmark.

Auriga var den aktie, der bidrog mest positivt efter at selskabet i flere omgange kraftigt opjusterede forventningerne til årets resultat. Auriga steg med hele 138 pct. i 1. halvår. FLSmidth klarede sig godt på ordresiden og bidrog positivt til performance med et afkast tæt på 0.

Vi forventer, at halvårsregnskaberne vil være præget af en nedjustering af indtjeningsforventningerne i visse brancher især inden for finans- og byggesektoren. De negative selskabsnyheder er imidlertid i stort omfang afspejlet i det nuværende kursniveau. Vi vurderer således, at markedet vil være volatilt i

den kommende periode. De danske virksomheder er generelt inde i en positiv udvikling, men der er store udfordringer med at håndtere en stigende effektiv kronekurs, stigende råvarepriser og tendenser til en vigende efterspørgsel.

I 2. halvår forventer vi at opretholde en mindre overvægt i aktier indenfor industriktoren, idet vi fortsat ser interessante strukturelle cases med begrænset konjunkturfølsomhed. Vi har en undervægt i banker og forsikringsselskaber, idet usikkerheden fortsat kan lægge en dæmper på kursudviklingen i disse sektorer. Vi er fortsat forsigtige med hensyn til højt prissatte aktier, hvor forventningerne er baseret på meget optimistiske scenarier for indtjeningen.

Det er 100 kr blevet til

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
82	135	247	186	

DANSKE AKTIER

Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

Resultatopgørelse	1.1.-30.06.08	1.1.-30.06.07
Renter og udbytter	2.675	5.630
Kursgevinster og tab	-25.951	46.264
Administrationsomkostninger	-763	-1.977
Resultat før skat	-24.039	49.917
Rente- og udbytteskat	-61	-121
Halvårets nettoresultat	-24.100	49.796
Balance		
Aktiver	30.06.08	30.06.07
Likvide midler 1)	6.690	5.208
Kapitalandele 1)	101.836	303.427
Andre aktiver	74	54
Aktiver i alt	108.600	308.689
Passiver		
Medlemmernes formue 2)	108.486	303.591
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	4.917
Anden gæld	114	181
Passiver i alt	108.600	308.689
Note 1: Finansielle Instrumenter	30.06.08	30.06.07
Børsnoterede finansielle instrumenter	101.836	303.226
Øvrige finansielle instrumenter	6.690	5.409
I alt finansielle instrumenter	108.526	308.635
Note 2: Medlemmernes formue	1.1.-30.06.08	
Medlemmernes formue primo	237.867	
Udlodning fra sidste år	-71.581	
Emissioner i perioden	26.885	
Indløsninger i perioden	-60.742	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	157	
Periodens resultat	-24.100	
Medlemmernes formue ultimo	108.486	
Nøgletal for halvåret	1. halvår 2008	1. halvår 2007
Medlemmernes formue (t.kr.)	108.486	303.591
Cirkulerende kapital (t.kr.)	94.357	122.276
Indre værdi	114,97	248,28
Afkast (pct.) *)	-11,33	11,94
Benchmarkafkast (pct) *)	-13,40	12,14
Omkostningspct. *)	0,49	0,50
ÅOP	1,57	-

*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

DANSKE SMALL CAP AKTIER

Investerer i danske aktier samt øvrige aktier, som er noteret på Københavns Fondsbørs

Afdelingens profil

Borsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: April 1999

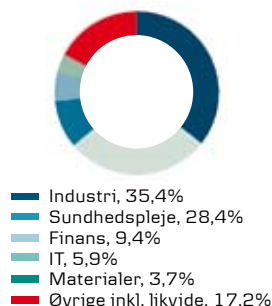
Risikoklasse: Middel

Benchmark: Københavns Fondsbørs KFMX afkastindeks

Fondskode: DK0016056906

Porteføljerådgiver: Danske Capital

Branchefordeling



Nøgletal

Sharpe Ratio	1,15
Standardafvigelse	16,50
Tracking error	3,82
Information Ratio	-0,34
Jensen Alpha	0,03

Sharpe Ratio (benchmark)	1,19
Standardafvigelse (benchmark)	17,06

Måleperiode: Jun. 2003 til jun. 2008

Afdelingen gav i 1. halvår 2008 et afkast på -18,80 pct., mens benchmark faldt 22,15 pct. Afdelingens afkast var lavere end vores forventninger men meget tilfredsstillende i forhold til afdelingens benchmark.

Det danske aktiemarked blev i 1. halvår 2008 ramt af den globale uro på kapitalmarkederne og efter flere års ubrudt fremgang måtte man notere et negativt afkast. Særligt smallcap-aktierne oplevede en stor negativ kurskorrektion i takt med at risikoappetitten på illikvide aktier aftog. Enkelte aktier formåede dog at gå i mod strømmen; eksempelvis Auriga, der steg med 138 pct. takket være de stigende fødevarepriser, som har øget efterspørgslen efter sprøjtemidler i landbruget. Blandt de hårdest ramte aktier var SAS, der bl.a. er påvirket af stigende oliepriser og øget konkurrence fra lavprisaktører. Yderligere blev B&O, IC Companys og Boconcept alle negativt berørt af den aftagende forbrugertillid og faldt hhv. 60, 49 og 43 pct.

Afdelingens afkast var 3,35 procentpoint bedre end ændringen i benchmark, primært pga. af overvægt i FLSmith, Alm. Brand og D S Torm, mens undervægtene i B&O også var en væsentlig positiv bidragsyder. Investeringerne i LifeCycle Pharma, GPV og Bavarian Nordic var alle negative for afdelingens merafkast.

Vi forventer, at halvårsregnskaberne vil være præget af en nedjustering af indtjeningsforventningerne i visse brancher især inden for finans- og byggesektoren. De negative selskabsnyheder er imidlertid i

stort omfang afspejlet i det nuværende kursniveau. Vi vurderer således, at markedet vil være volatilt i den kommende periode. De danske virksomheder er generelt inde i en positiv udvikling, men der er store ufordringer med at håndtere en stigende effektiv kronekurs, stigende råvarepriser og tendenser til en vigende efterspørgsel. Smallcap-segmentet er præget af mange mindre finansielle virksomheder, og vi forventer, at mange af disse vil opleve et vanskeligt andet halvår af 2008.

Det er 100 kr blevet til

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
70	137	301	237	

DANSKE SMALL CAP AKTIER

Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

Resultatopgørelse	1.1.-30.06.08	1.1.-30.06.07
Renter og udbytter	956	1.604
Kursgevinster og tab	-15.893	17.983
Administrationsomkostninger	-394	-813
Halvårets nettoresultat	-15.331	18.774
Balance		
Aktiver	30.06.08	30.06.07
Likvide midler 1)	4.966	4.490
Kapitalandele 1)	42.709	108.778
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	5.614
Andre aktiver	44	88
Aktiver i alt	47.719	118.970
Passiver		
Medlemmernes formue 2)	47.706	116.436
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	2.487
Anden gæld	13	47
Passiver i alt	47.719	118.970
Note 1: Finansielle Instrumenter	30.06.08	30.06.07
Børsnoterede finansielle instrumenter	42.709	108.726
Øvrige finansielle instrumenter	4.966	4.542
I alt finansielle instrumenter	47.675	113.268
Note 2: Medlemmernes formue	1.1.-30.06.08	
Medlemmernes formue primo	92.416	
Udlodning fra sidste år	-32.950	
Emissioner i perioden	15.413	
Indløsninger i perioden	-11.873	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	31	
Periodens resultat	-15.331	
Medlemmernes formue ultimo	47.706	
Nøgletal for halvåret	1. halvår 2008	1. halvår 2007
Medlemmernes formue (t.kr.)	47.706	116.436
Cirkulerende kapital (t.kr.)	45.730	44.670
Indre værdi	10.432,10	26.065,82
Afkast (pct.) *)	-18,80	15,94
Benchmarkafkast (pct) *)	-22,15	13,04
Omkostningspct. *)	0,60	0,62
ÅOP	2,06	-

*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

EMERGING MARKETS DEBT

Investerer primært i statsobligationer og virksomhedsobligationer fra Emerging Markets-landene. Hovedparten af afdelingens investeringer afdækkes mod danske kroner eller euro

Afdelingens profil

Borsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: September 2003

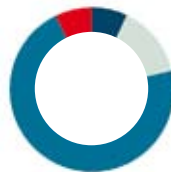
Risikoklasse: Middel

Benchmark: JP Morgan Emerging Markets Bond Index Global Diversified. Hedged til DKK

Fondskode: DK0016248149

Porteføljerådgiver: ING Investment Management

Løbetidsfordeling



■ Korte obligationer, 6,9%
■ Mellemlange obl., 14,3%
■ Lange obligationer, 71,5%
■ Øvrige inkl. likvide, 7,3%

Nøgletal

Sharpe Ratio	0,80
Standardafvigelse	6,86
Tracking error	2,37
Information Ratio	0,32
Jensen Alpha	-0,00

Sharpe Ratio (benchmark)	0,86
Standardafvigelse (benchmark)	5,52

Måleperiode: Sep. 2003 til jun. 2008

Afdelingen gav i 1. halvår 2008 et negativt afkast på 0,46 pct., mens afdelingens benchmark steg 0,27 pct. Afkastet er mindre tilfredsstillende.

1. halvår 2008 var en vanskelig periode for kreditmarkederne grundet svag vækst i USA, fortsatte problemer i finanssektoren, tiltagende frygt for stigende inflation, pengepolitiske stramninger og svækket global vækst. Markedet for statsobligationer fra højrentelandene udstedt i USD blev også ramt af stigende risikoaversion, men det klarede sig væsentligt bedre end virksomhedsobligationer med samme kreditrating.

Afdelingens afkast blev 0,73 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Før omkostninger var afdelingens afkast lidt lavere end benchmark. Overvægten i Argentina og undervægten i Ecuador trak ned i afkastet, mens der var positive bidrag fra overvægtene i Brasilien, Rusland og Irak.

Brasilien fik sin kreditværdighed forbedret til investment grade, mens Rusland som følge af de høje energipriser har opbygget så store centralbankreserver, at de ville kunne tilbagebetale den udestående statsgæld ca. fem gange. Irak præsterede, på baggrund af en forbedret sikkerhedssituation, halvårets højeste afkast blandt højrentelandene.

Set under ét nyder højrentelandene godt af de høje priser på olie og andre råvarer, og væksten bliver i

stigende grad selv bærende. Derudover understøttes markedet af, at der er udsigt til en relativt lav netto-nydstedelse af USD-denomineret gæld.

På den anden side ser vi samtidig, at lande, der er nettoimportører af energi og eller fødevarer, har stigende problemer med forværrede betalingsbalancer og tiltagende inflation, hvilket truer med at kvæle væksten og forringe kreditværdigheden.

Afdelingen bibeholder overvægten i lande med høj rente som Argentina, Venezuela og Irak. Dette bliver afbalanceret af mere defensive placeringer i Brasilien og Rusland, som i forhold til deres gode kreditværdighed også tilbyder en attraktiv rente.

Derudover forventer vi at skabe værdi via vores investeringer i statsrelaterede virksomhedsobligationer, hvor vi vurderer, at kreditrisikoen er den samme som i forbindelse med statsobligationer, men hvor man qua ringere likviditet opnår en ikke ubetydelig merrente.

Det er 100 kr blevet til

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
100	116			

EMERGING MARKET DEBT

Resultatopgørelse	1.1.-30.06.08	1.1.-30.06.07
Renter og udbytter	371.598	312.451
Kursgevinster og tab	-362.887	-165.900
Administrationsomkostninger	-52.007	-46.030
Resultat før skat	-43.296	100.521
Rente- og udbytteskat	-90	0
Halvårets nettoresultat	-43.386	100.521
Balance		
Aktiver	30.06.08	30.06.07
Likvide midler 1)	714.355	245.127
Kapitalandele 1)	0	3.746
Obligationer 1)	8.960.272	8.860.805
Afledte finansielle instrumenter 1)	66.620	46.035
Mellemværende vedr. handelsafvikling	599	1.759
Andre aktiver	177.265	150.265
Aktiver i alt	9.919.111	9.307.737
Passiver		
Medlemmernes formue 2)	9.796.935	9.298.162
Afledte finansielle instrumenter 1)	1.869	4.556
Mellemværende vedr. handelsafvikling	114.614	0
Anden gæld	5.693	5.019
Passiver i alt	9.919.111	9.307.737
Note 1: Finansielle Instrumenter	30.06.08	30.06.07
Børsnoterede finansielle instrumenter	8.960.272	8.860.805
Nyemitterede finansielle instrumenter der planlægges børsnoteret		
Øvrige finansielle instrumenter	779.106	290.352
I alt finansielle instrumenter	9.739.378	9.151.157
Note 2: Medlemmernes formue	1.1.-30.06.08	
Medlemmernes formue primo	10.268.760	
Udlodning fra sidste år	-1.367.162	
Emissioner i perioden	1.268.455	
Indløsninger i perioden	-332.365	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	2.633	
Periodens resultat	-43.386	
Medlemmernes formue ultimo	9.796.935	
Nøgletal for halvåret	1. halvår 2008	1. halvår 2007
Medlemmernes formue (t.kr.)	9.796.935	9.298.162
Cirkulerende kapital (t.kr.)	9.728.040	8.041.680
Indre værdi	10.070,82	11.562,46
Afkast (pct.) *)	-0,46	1,10
Benchmarkafkast (pct.) *)	0,27	0,14
Omkostningspct. *)	0,50	0,50
ÅOP	1,33	-

*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

EURO INVESTMENT GRADE CORP BONDS RESTRICTED

Investerer primært i kreditobligationer denomineret i euro, herudover op til 25 pct. af formuen i obligationer udstedt i USD, CAD, JPY, GBP, CHF, SEK, NOK eller ISK. Hovedparten af afdelingens investeringer afdækkes mod danske kroner

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Marts 2005

Risikoklasse: Lav

Benchmark: Lehman Brothers Euro Major Corporate Index excl. Tobacco and Weapon i rating-intervallet fra A1 A+ til Baa3 BBB-. Indekset er hedget til DKK.

Fondskode: DK0016303936

Porteføljeraðgiver: Danske Capital

Løbetidsfordeling



—	Korte obligationer, 20,0%
—	Mellemlange obl., 33,0%
—	Lange obligationer, 41,4%
—	Øvrige inkl. likvide, 5,6%

Nøgletal

Sharpe Ratio	-1,23
Standardafvigelse	2,52
Tracking error	0,54
Information Ratio	-0,82
Jensen Alpha	-0,05

Sharpe Ratio (benchmark)	-1,05
Standardafvigelse (benchmark)	2,57

Måleperiode: Mar. 2005 til jun. 2008

Afdelingen gav i 1. halvår 2008 et negativt afkast på 2,29 pct., mens afdelingens benchmark faldt med 1,46 pct. Afkastet er mindre tilfredsstillende.

Kreditspændene blev udvidet markant. Bankerne blev særlig hårdt ramt, da de blev udsat for en giftig cocktail af faldende basisindtjening kombineret med store tab og nedskrivninger på sub-prime relaterede kreditprodukter. Problemerne kulminerede, da investeringsbanken Bear Stearns var ved at gå i betalingsstandsning, men blev reddet grundet den amerikanske centralbanks indgriben. Redningsaktionen styrkede tilliden til det finansielle system, og samtidig lykkedes det bankerne at få rejst ny aktiekapital i et omfang der stort set opvejede tabene, således at soliditeten blev genoprettet.

Afdelingens afkast blev 0,83 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Problemerne i banksektoren ramte porteføljen hårdt, da afdelingen har en stor overvægt i denne sektor.

Til gengæld bidrog obligationsvalget inden for banker positivt til performance, idet afdelingen ikke var eksponeret til de mest problemfyldte banker.

I løbet af maj blev afdelingens eksponering til cykliske industriselskaber nedbragt og samtidig blev kontantandelen øget. Dette bidrog positivt til performance.

På trods af de udfordringer, kreditmarkedet står overfor, er det vores vurdering, at kreditspændene

på investment grade kreditobligationer på lidt længere sigt er attraktive. Vi er specielt positive overfor kreditspændene på bankobligationer, idet vi mener, at de giver tilstrækkelig kompensation for de udfordringer banksektoren kæmper med. Vi har tiltro til, at bankerne har lært af deres erfaringer fra den igangværende likviditets- og kreditkrise, så de i fremtiden vil værne mere om deres soliditet og være mere forsigtige

Vi ser stor usikkerhed på kort sigt og fastholder derfor en strategi, hvor afdelingen har en lidt lavere følsomhed overfor generelle ændringer i kreditspændene end benchmark. På sektorniveau fastholdes en overvægt i obligationer udstedt af banker og en undervægt i cykliske industriselskaber.

Det er 100 kr blevet til

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
97	98			

EURO INVESTMENT GRADE CORPORATE BONDS RESTRICTED

Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

Resultatopgørelse	1.1.-30.06.08	1.1.-30.06.07
Renter og udbytter	7.904	6.925
Kursgevinster og tab	-14.070	-7.537
Administrationsomkostninger	-779	-758
Halvårets nettoresultat	-6.945	-1.370
Balance		
Aktiver	30.06.08	30.06.07
Likvide midler 1)	15.483	3.924
Kapitalandele 1)	0	109
Obligationer 1)	262.534	270.222
Afledte finansielle instrumenter 1)	460	451
Andre aktiver	5.437	6.010
Aktiver i alt	283.914	280.716
Passiver		
Medlemmernes formue 2)	282.984	280.233
Afledte finansielle instrumenter 1)	792	474
Anden gæld	138	9
Passiver i alt	283.914	280.716
Note 1: Finansielle Instrumenter	30.06.08	30.06.07
Børsnoterede finansielle instrumenter	15.483	270.222
Øvrige finansielle instrumenter	15.151	4.010
I alt finansielle instrumenter	30.634	274.232
Note 2: Medlemmernes formue	1.1.-30.06.08	
Medlemmernes formue primo	281.027	
Udlodning fra sidste år	-11.800	
Emissioner i perioden	77.061	
Indløsninger i perioden	-56.742	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	383	
Periodens resultat	-6.945	
Medlemmernes formue ultimo	282.984	
Nøgletal for halvåret	1. halvår 2008	1. halvår 2007
Medlemmernes formue (t.kr.)	282.984	280.233
Cirkulerende kapital (t.kr.)	317.290	291.130
Indre værdi	8.918,78	9.625,70
Afkast (pct.) *)	-2,29	-0,43
Benchmarkafkast (pct.) *)	-1,46	-0,28
Omkostningspct. *)	0,28	0,28
ÅOP	0,85	-

*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

EURO INVESTMENT GRADE KREDITOBLIGATIONER

Investerer primært i kreditobligationer denomineret i euro, herudover op til 25 pct. af formuen i obligationer udstedt i USD, CAD, JPY, GBP, CHF, SEK, NOK eller ISK.

Hovedparten af afdelingens investeringer afdækkes mod danske kroner

Afdelingens profil

Borsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: April 1999

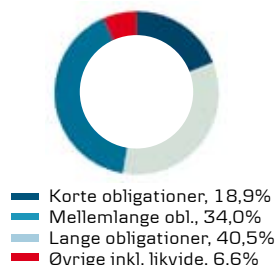
Risikoklasse: Lav

Benchmark: Lehman Brothers Euro Major index kun indeholdende virksomhedsobligationer i rating-intervallet fra A1 A+ til Baa3 BBB-, indekset er hedget til DKK

Fondskode: DK0016056666

Porteføljerådgiver: Danske Capital

Løbetidsfordeling



Nøgletal

Sharpe Ratio	-0,26
Standardafvigelse	2,67
Tracking error	0,66
Information Ratio	-0,37
Jensen Alpha	-0,02

Sharpe Ratio (benchmark)	-0,17
Standardafvigelse (benchmark)	2,68

Måleperiode: Jun. 2003 til jun. 2008

Afdelingen gav i første halvår 2008 et negativt afkast på 2,28 pct., mens afdelingens benchmark faldt med 1,44 pct. Afkastet er mindre tilfredsstillende.

Kreditspændene blev udvidet markant. Bankerne blev særlig hårdt ramt, da de blev udsat for en giftig cocktail af faldende basisindtjening kombineret med store tab og nedskrivninger på subprime relaterede kreditprodukter. Problemerne kulminerede, da investeringsbanken Bear Stearns var ved at gå i betalingsstandsning, men banken blev reddet grundet den amerikanske centralbanks indgriben. Redningsaktionen styrkede tilliden til det finansielle system, og samtidig lykkedes det bankerne at få rejst ny aktiekapital i et omfang, der stort set opvejede tabene, således at soliditeten blev genoprettet.

Afdelingens afkast blev 0,84 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Problemerne i banksektoren ramte porteføljen hårdt, da afdelingen har en stor overvægt i denne sektor.

Til gengæld bidrog obligationsvalget inden for banker positivt til performance, idet afdelingen ikke var eksponeret overfor de mest problemfyldte banker. Afdelingens investeringer i russiske statsobligationer bidrog også positivt til afkastet.

I løbet af maj blev afdelingens eksponering mod cykliske industriselskaber nedbragt, og samtidig blev kontantandelen øget. Dette bidrog positivt til performance.

På trods af de udfordringer kreditmarkedet står overfor, er det vores vurdering, at kreditspændene på investment grade kreditobligationer på lidt længere sigt er attraktive. Vi er specielt positive overfor kreditspændene på bankobligationer, idet vi mener, at de giver tilstrækkelig kompensation for de udfordringer banksektoren kæmper med. Vi har tiltro til, at bankerne har lært af deres erfaringer fra den igangværende likviditets- og kreditkrise, så de i fremtiden vil være mere forsigtige og værne mere om deres soliditet.

Vi ser stor usikkerhed på kort sigt og fastholder derfor en strategi, hvor afdelingen har en lidt lavere følsomhed overfor generelle ændringer i kreditspændene end benchmark. På sektorniveau fastholdes en overvægt i obligationer udstedt af banker og en undervægt i cykliske industriselskaber.

Det er 100 kr blevet til

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
97	98	112	134	

EURO INVESTMENT GRADE KREDITOBLIGATIONER

Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

Resultatopgørelse	1.1.-30.06.08	1.1.-30.06.07
Renter og udbytter	221.987	180.824
Kursgevinster og tab	-410.427	-184.222
Administrationsomkostninger	-22.081	-18.597
Halvårets nettoresultat	-210.521	-21.995
Balance		
Aktiver	30.06.08	30.06.07
Likvide midler 1)	561.482	182.700
Kapitalandele 1)	0	2.830
Obligationer 1)	8.010.241	6.397.397
Afledte finansielle instrumenter 1)	15.397	16.773
Mellemværende vedr.handelsafvikling	0	4.226
Andre aktiver	151.703	133.607
Aktiver i alt	8.738.823	6.737.533
Passiver		
Medlemmernes formue 2)	8.700.972	6.724.677
Afledte finansielle instrumenter 1)	36.021	12.788
Mellemværende vedr. handelsafvikling	701	0
Anden gæld	1.129	68
Passiver i alt	8.738.823	6.737.533
Note 1: Finansielle Instrumenter	30.06.08	30.06.07
Børsnoterede finansielle instrumenter	8.010.241	6.397.397
Øvrige finansielle instrumenter	540.858	189.515
I alt finansielle instrumenter	8.551.099	6.586.912
Note 2: Medlemmernes formue	1.1.-30.06.08	
Medlemmernes formue primo	6.946.260	
Udlodning fra sidste år	-344.738	
Emissioner i perioden	2.314.982	
Indløsninger i perioden	-10.501	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	5.490	
Periodens resultat	-210.521	
Medlemmernes formue ultimo	8.700.972	
Nøgletal for halvåret	1. halvår 2008	1. halvår 2007
Medlemmernes formue (t.kr.)	8.700.972	6.724.677
Cirkulerende kapital (t.kr.)	9.444.160	6.752.560
Indre værdi	9.213,07	9.958,71
Afkast (pct.) *)	-2,28	-0,32
Benchmarkafkast (pct.) *)	-1,44	-0,27
Omkostningspct. *)	0,28	0,27
ÅOP	0,83	-

*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

EUROPÆISKE AKTIER

Investerer fortrinsvis i europæiske aktier. En mindre andel kan investeres i aktier i selskaber hjemmehørende i lande, der grænser op til Europa

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: August 1999

Risikoklasse: Middel

Benchmark: MSCI Europe Cap inkl. udbytter

Fondskode: DK0016026594

Porteføljerådgiver: Danske Capital

Branchefordeling



Industri, 18,1%
Konsumentvarer, 17,7%
Forsyning, 15,9%
Finans, 14,4%
Sundhedspleje, 7,7%
Øvrige inkl. likvide, 26,2%

Nøgletal

Sharpe Ratio	0,66
Standardafvigelse	12,38
Tracking error	3,10
Information Ratio	0,53
Jensen Alpha	0,12

Sharpe Ratio (benchmark)	0,55
Standardafvigelse (benchmark)	11,84

Måleperiode: Jun. 2003 til jun. 2008

Afkastet i første halvår af 2008 blev -14,44 pct., mens benchmark faldt 18,71 pct. Afdelingens afkast var meget tilfredsstillende i forhold til benchmark, men indfrie ikke vores moderat positive forventninger til aktiemarkedene.

I begyndelsen af året var det afmatningen af væksten i USA og kreditkrisen i den finansielle sektor, der drev markedet ned. Pæne 1. kvartalsregnskaber fra mange selskaber lagde kun en midlertidig dæmper på investorernes nervøsitet. De stigende olie- og råvarepriser udhulede forbrugernes købekraft samtidig med, at de udløste frygt for stigende inflation. Fortsatte problemer i den finansielle sektor og usikkerheden om den fremtidige vækst og indtjening sendte kurserne yderligere ned i slutningen af halvåret. Det var finansielle aktier og producenter af varige forbrugsgoder, der faldt mest i 1. halvår, mens selskaber inden for energi- og råvareindustrien samt elektricitets- og medicinalselskaber klarede sig bedst.

Afdelingen faldt 4,27 procentpoint mindre end benchmark. Der var igen store positive bidrag til performance fra forsyningsaktier som Verbund og Fortum. Andre olieprisrelaterede investeringer som Vopak og Saipem gav også positive bidrag.

Vores moderat positive forventninger til de europæiske aktiemarkeder i 2008 er indtil videre ikke blevet indfriet. På kort sigt vil den store usikkerhed om økonomien og indtjeningen fortsat kunne trykke markedet. Vi forventer dog en mere positiv udvik-

ling, end der aktuelt er afspejlet i markedet. Det giver på længere sigt basis for stigninger i aktiekurserne.

I perioder med faldende vækst og stigende inflation er det essentielt, at selskaberne har en markedsposition og forretningsmodel, som giver dem mulighed for at justere deres priser op, men også at de har en handlekraftig ledelse.

Udover vores store investeringer i elektricitets- og stabile forbrugsselskaber har vi bl.a. investeret i selskaber, som nyder godt af det meget store investeringsbehov inden for energisektoren, minedrift og infrastruktur.

Det er 100 kr blevet til

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
83	128	174	108	

EUROPÆISKE AKTIER

Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

Resultatopgørelse	1.1.-30.06.08	1.1.-30.06.07
Renter og udbytter	26.573	29.562
Kursgevinster og tab	-200.057	114.942
Administrationsomkostninger	-4.846	-6.156
Resultat før skat	-178.330	138.348
Rente- og udbytteskat	-2.919	-2.345
Halvårets nettoresultat	-181.249	136.003
Balance		
Aktiver	30.06.08	30.06.07
Likvide midler 1)	27.603	28.030
Kapitalandele 1)	714.871	1.084.896
Andre aktiver	5.035	3.519
Aktiver i alt	747.509	1.116.445
Passiver		
Medlemmernes formue 2)	725.032	1.116.320
Mellemværende vedr. handelsafvikling	22.219	0
Anden gæld	258	125
Passiver i alt	747.509	1.116.445
Note 1: Finansielle Instrumenter	30.06.08	30.06.07
Børsnoterede finansielle instrumenter	714.871	1.084.510
Øvrige finansielle instrumenter	27.603	28.416
I alt finansielle instrumenter	742.474	1.112.926
Note 2: Medlemmernes formue	1.1.-30.06.08	
Medlemmernes formue primo	1.241.130	
Udlodning fra sidste år	-12.414	
Emissioner i perioden	38.755	
Indløsninger i perioden	-361.625	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	435	
Periodens resultat	-181.249	
Medlemmernes formue ultimo	725.032	
Nøgletal for halvåret	1. halvår 2008	1. halvår 2007
Medlemmernes formue (t.kr.)	725.032	1.116.320
Cirkulerende kapital (t.kr.)	698.540	877.120
Indre værdi	10.379,25	12.727,11
Afkast (pct.) *)	-14,44	14,31
Benchmarkafkast (pct.) *)	-18,71	9,65
Omkostningspct. *)	0,56	0,58
ÅOP	1,72	-

*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

EUROPÆISKE AKTIER E

Investerer fortrinsvis i europæiske aktier. En mindre andel kan investeres i aktier i selskaber hjemmehørende i lande, der grænser op til Europa

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: November 1999

Risikoklasse: Middel

Benchmark: MSCI Europe Cap inkl. udbytter

Fondskode: DK0016206063

Porteføljerådgiver: Danske Capital

Branchefordeling



Industri, 20,5%
Finans, 16,6%
Forsyning, 14,7%
Materialer, 10,8%
Energi, 10,1%
Øvrige inkl. likvide, 27,3%

Nøgletal

Sharpe Ratio	0,65
Standardafvigelse	12,67
Tracking error	3,23
Information Ratio	0,54
Jensen Alpha	0,12

Sharpe Ratio (benchmark)	0,55
Standardafvigelse (benchmark)	11,84

Måleperiode: Jun. 2003 til jun. 2008

Afkastet i første halvår af 2008 blev -13,08 pct., mens benchmark faldt 18,71 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark, men indfriede ikke vores moderat positive forventninger til aktiemarkedene.

I begyndelsen af året var det afmatningen af væksten i USA og kreditkrisen i den finansielle sektor, der drev markedet ned. Pæne 1. kvartalsregnskaber fra mange selskaber lagde kun en midlertidig dæmper på investorernes nervøsitet. De stigende olie- og råvarepriser udhulede forbrugernes købekraft samtidig med, at de udløste frygt for stigende inflation. Fortsatte problemer i den finansielle sektor og usikkerheden om den fremtidige vækst og indtjening sendte kurserne yderligere ned i slutningen af halvåret. Det var finansielle aktier og producenter af varige forbrugsgoder, der faldt mest i 1. halvår, mens selskaber inden for energi- og råvareindustrien samt elektricitets- og medicinalsselskaber klarede sig bedst.

Afdelingens afkast var 5,63 procentpoint bedre end benchmark. Vi opnåede performance på vores høje eksponering mod aktier, der nyder godt af store investeringer i energi- og råvareindustrien. Vi opnåede tillige performance ved ikke at være eksponeret mod de hårdest ramte finansaktier samt ved vores store overvægt i elektricitetselskaber.

Vores moderat positive forventninger til de europæiske aktiemarkeder i 2008 er indtil videre ikke blevet indfriet. På kort sigt vil den store usikkerhed om økonomien og indtjeningen fortsat kunne trykke

markedet. Vi forventer dog en mere positiv udvikling, end der aktuelt er afspejlet i markedet. Det giver på længere sigt basis for stigninger i aktiekurserne.

Afdelingens største overvægt vil indtil videre være i elektricitetselskaber og udvalgte selskaber inden for industri, som nyder godt af det høje investeringsniveau inden for olie- og minesektoren. Til gengæld er vi undervægtet i aktier inden for telekommunikation og finans.

Det er 100 kr blevet til

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
83	128	175	109	

EUROPÆISKE AKTIER E

Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

Resultatopgørelse	1.1.-30.06.08	1.1.-30.06.07
Renter og udbytter	2.578	3.765
Kursgevinster og tab	-15.918	15.162
Administrationsomkostninger	-494	-745
Resultat før skat	-13.834	18.182
Rente- og udbytteskat	-266	-304
Halvårets nettoresultat	-14.100	17.878
Balance		
Aktiver	30.06.08	30.06.07
Likvide midler 1)	4.578	3.048
Kapitalandele 1)	78.642	123.775
Andre aktiver	616	499
Aktiver i alt	83.836	127.322
Passiver		
Medlemmernes formue 2)	82.511	125.779
Mellemværende vedr. handelsafvikling	1.305	1.503
Anden gæld	20	40
Passiver i alt	83.836	127.322
Note 1: Finansielle Instrumenter	30.06.08	30.06.07
Børsnoterede finansielle instrumenter	78.642	123.724
Øvrige finansielle instrumenter	4.578	3.099
I alt finansielle instrumenter	83.220	126.823
Note 2: Medlemmernes formue	1.1.-30.06.08	
Medlemmernes formue primo	110.943	
Udlodning fra sidste år	-1.710	
Emissioner i perioden	383	
Indløsninger i perioden	-13.021	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	16	
Periodens resultat	-14.100	
Medlemmernes formue ultimo	82.511	
Nøgletal for halvåret	1. halvår 2008	1. halvår 2007
Medlemmernes formue (t.kr.)	82.511	125.779
Cirkulerende kapital (t.kr.)	92.788	115.555
Indre værdi	88,92	108,85
Afkast (pct.) *)	-13,08	14,29
Benchmarkafkast (pct) *)	-18,71	9,65
Omkostningspct. *)	0,56	0,56
ÅOP	1,79	-

*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

EUROPÆISKE SMALL/MID CAP

Investerer fortrinsvis i aktier i mindre og mellemstore europæiske selskaber. En mindre andel kan investeres i aktier i selskaber hjemmehørende i lande, der grænser op til Europa

Afdelingens profil

Borsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: April 1999

Risikoklasse: Middel

Benchmark: MSCI Europa Small Cap inkl. udbytter

Fondskode: DK0060046019

Porteføljerådgiver: Danske Capital

Branchefordeling



Industri, 56,7%
Forbrugsgoder, 12,6%
Konsumentvarer, 10,5%
Energi, 7,3%
Materialer, 4,3%
Øvrige inkl. likvide, 8,6%

Nøgletal

Sharpe Ratio	0,91
Standardafvigelse	17,51
Tracking error	5,80
Information Ratio	0,78
Jensen Alpha	0,34

Sharpe Ratio (benchmark)	0,74
Standardafvigelse (benchmark)	15,27

Måleperiode: Jun. 2003 til jun. 2008

Afkastet i første halvår af 2008 blev -10,34 pct., mens benchmark MSCI Europe Small cap faldt 17,06 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til benchmark, men indfrie ikke vores moderat positive forventninger til aktiemarkedene.

Small cap selskaber klarede sig generelt lidt bedre end large cap selskaber i 1. halvår. Men small cap selskaber kunne ikke undslippe den generelt negative stemning, der har præget perioden. Fokus i aktiemarkedet har i høj grad været på den begyndende vækstafmatning i USA og Europa og på problemerne i finanssektoren. Indenfor small cap segmentet har specielt selskaber inden for cykliske forbrugsgoder haft en svag udvikling.

Afdelingens afkast var 6,72 pct. bedre end benchmark. Vores positive holdning til øgede investeringer inden for oliesektoren har generelt båret frugt. Maire Tecnimont, Fugro, SBO og Burckhardt er alle selskaber, der drager fordel heraf. De har alle klaret sig betydeligt bedre end markedet. Herudover har vores position i tyske Bauer igen bidraget positivt. Selskabet steg 28 pct. i perioden efter stærke regnskaber og et positivt syn på fremtiden.

Vores moderat positive forventninger til de europæiske small cap aktier i 2008 er indtil videre ikke blevet indfriet. På kort sigt vil den store usikkerhed mht. til den fremtidige økonomiske vækst, inflation og virksomhedernes indtjening fortsat kunne trykke markedet. Vi forventer dog en mere positiv

udvikling, end der aktuelt er afspejlet i small cap aktiernes kurser. Det giver på længere sigt basis for stigninger i aktiekurserne.

Afdelingens største overvægte vil indtil videre fortsat være i udvalgte industri- og olieselskaber. Vi begynder dog at se potentiale i udvalgte forbrugerrelaterede selskaber. Vi fokuserer som hidtil på det enkelte selskabs karakteristika. Stærke markedspositioner, selskabets evne til at hæve priserne samt til at generere en positiv likviditetsstrøm er afgørende for vores selskabsudvælgelse. Faktorer, som vi mener, er endnu mere afgørende i den nuværende markedssituation.

Det er 100 kr blevet til

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
75	155	257	173	

EUROPÆISKE SMALL/MID CAP AKTIER

Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

Resultatopgørelse	1.1.-30.06.08	1.1.-30.06.07
Renter og udbytter	8.727	8.910
Kursgevinster og tab	-72.556	127.268
Administrationsomkostninger	-3.094	-3.660
Resultat før skat	-66.923	132.518
Rente- og udbytteskat	-933	-1.010
Halvårets nettoresultat	-67.856	131.508
Balance		
Aktiver	30.06.08	30.06.07
Likvide midler 1)	13.657	45.647
Kapitalandele 1)	335.778	725.957
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	7.417
Andre aktiver	1.525	729
Aktiver i alt	350.960	779.750
Passiver		
Medlemmernes formue 2)	350.641	779.149
Anden gæld	319	601
Passiver i alt	350.960	779.750
Note 1: Finansielle Instrumenter	30.06.08	30.06.07
Børsnoterede finansielle instrumenter	335.778	725.827
Øvrige finansielle instrumenter	13.657	45.777
I alt finansielle instrumenter	349.435	771.604
Note 2: Medlemmernes formue	1.1.-30.06.08	
Medlemmernes formue primo	752.694	
Udlodning fra sidste år	-55.241	
Emissioner i perioden	22.032	
Indløsninger i perioden	-301.716	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	728	
Periodens resultat	-67.856	
Medlemmernes formue ultimo	350.641	
Nøgletal for halvåret	1. halvår 2008	1. halvår 2007
Medlemmernes formue (t.kr.)	350.641	779.149
Cirkulerende kapital (t.kr.)	229.441	343.294
Indre værdi	152,82	226,96
Afkast (pct.) *)	-10,34	28,79
Benchmarkafkast (pct) *)	-17,06	10,60
Omkostningspct. *)	0,65	0,64
ÅOP	1,71	-

*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

FLEXINVEST AKTIER

Investerer globalt i aktier herunder danske aktier

Afdelingens profil

Ikke børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Oktober 2006

Risikoklasse: Middel

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060051605

Porteføljerådgiver: Danske Capital

Landefordeling



USA, 29,0%
Danmark, 10,7%
Tyskland, 8,1%
Storbritannien, 6,1%
Frankrig, 6,1%
Øvrige inkl. likvide, 40,0%

Afdelingen gav et negativt afkast i første halvår 2008 på 15,02 pct., mens det indikative benchmark faldt 17,39 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark, men lavere end vores moderat positive forventninger til aktiemarkedene.

De store aktiekursfald kan tilskrives en uheldig kombination af aftagende global vækst, stigende råvarepriser, stigende inflation og fortsat uro på kreditmarkedet og i den finansielle sektor. I de fleste lande er forbrugerne pressede af stigende renteudgifter, faldende boligpriser og stigende fødevarer- og energipriser. De største kursfald var inden for den finansielle sektor, hvor især ejendomsselskaber og investeringsbanker blev hårdt ramt. Den eneste sektor med positivt afkast i 1. halvår var energisektoren, som nød godt af en olieprisstigning på mere end 46 pct.

Afdelingens afkast var 2,37 procentpoint bedre end det indikative benchmark. På regionsplan var der positive bidrag til performance fra Europa, mens der var negative bidrag fra Japan. I Europa var der store positive bidrag fra aktieudvælgelsen i industriselskaber, forsyningsselskaber og finanssektoren, som mere end opvejede negative bidrag fra materialer. Vores moderat positive forventninger til aktiemarkedene i 2008 er indtil videre ikke blevet indfriet. På kort sigt vil den store usikkerhed om økonomien og indtjeningen fortsat kunne trykke markedet. Vi

forventer dog en mere positiv udvikling, end der aktuelt er afspejlet i markedet, hvilket på længere sigt giver basis for stigninger i aktiekurserne.

Afdelingen var indtil ultimo maj neutralvægtet regionalt i forhold til sit benchmark med en vægt i Europa på 60 pct. Ultimo maj blev USA opvægtet, ligesom vi tog en eksponering i Emerging Markets, begge på bekostning af en nedvægtning i Europa.

Opvægtningen i USA skyldes, dels at vi forventer, at den amerikanske dollar stiger, dels at vi har fået et mere positivt syn på amerikanske aktier. Ligeledes vurderer vi, at Emerging Markets er attraktivt prisfastsat efter de store kurskorrektioner.

Den nuværende overvægt i USA og Emerging Markets forventes fastholdt indtil videre.

Det er 100 kr blevet til

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
81				

FLEXINVEST AKTIER

Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

Resultatopgørelse	1.1.-30.06.08	1.1.-30.06.07
Renter og udbytter	108.108	40.114
Kursgevinster og tab	-868.567	98.982
Administrationsomkostninger	-27.196	-12.378
Resultat før skat	-787.655	126.718
Rente- og udbytteskat	-8.546	-2.968
Halvårets nettoresultat	-796.201	123.750
Balance		
Aktiver	30.06.08	30.06.07
Likvide midler 1)	59.014	91.021
Kapitalandele 1)	3.608.685	2.393.700
Mellemværende vedr. handelsafvikling	6.799	41.465
Andre aktiver	9.510	3.153
Aktiver i alt	3.684.008	2.529.339
Passiver		
Medlemmernes formue 2)	3.672.825	2.529.339
Mellemværende vedr. handelsafvikling	11.183	0
Passiver i alt	3.684.008	2.529.339
Note 1: Finansielle Instrumenter	30.06.08	30.06.07
Børsnoterede finansielle instrumenter	3.608.685	2.393.459
Øvrige finansielle instrumenter	59.014	91.262
I alt finansielle instrumenter	3.667.699	2.484.721
Note 2: Medlemmernes formue	1.1.-30.06.08	
Medlemmernes formue primo	5.025.949	
Udlodning fra sidste år	-91.014	
Emissioner i perioden	917.441	
Indløsninger i perioden	-1.386.325	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	2.975	
Periodens resultat	-796.201	
Medlemmernes formue ultimo	3.672.825	
Nøgletal for halvåret	1. halvår 2008	1. halvår 2007
Medlemmernes formue (t.kr.)	3.672.825	2.529.339
Cirkulerende kapital (t.kr.)	4.084.510	2.200.650
Indre værdi	89,92	114,94
Afkast (pct.) *)	-15,02	8,72
Omkostningspct. *)	0,77	0,70
ÅOP	1,58	-

*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

FLEXINVEST DANSKE OBLIGATIONER

Investerer i danske obligationer

Afdelingens profil

Ikke børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Oktober 2006

Risikoklasse: Lav

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060050987

Porteføljeraðgiver: Danske Capital

Løbetidsfordeling



■ Korte obligationer, 28,2%
■ Mellemlange obl., 17,3%
■ Lange obligationer, 53,2%
■ Øvrige inkl. likvide, 1,3%

Afdelingen gav i 1. halvår 2008 et negativt afkast på 1,15 pct. Afdelingen har ikke noget benchmark, men i forhold til markedet for danske statsobligationer er det opnåede afkast mindre tilfredsstillende. Danske statsobligationer faldt i samme periode med 0,58 pct.

1. halvår blev præget af kursfald pga. kraftige rentestigninger - specielt i den sidste del af perioden. Rentefald i årets første måneder blev hurtigt afløst af bekymring for høje prisstigninger på energi og fødevarer. Den stigende inflationsbekymring fik den europæiske centralbank, ECB, til i starten af juni måned at indikere fremtidige renteforhøjelser for på den måde at begrænse inflationen. Set over hele perioden steg den korte 3 måneders rente med 0,50 procentpoint og den 10-årige rente steg med 0,45 procentpoint.

Vores forventning i starten af året til en stort set uændret 10-årig rente holdt ikke helt stik. Det opnåede afkast var derfor i underkanten af det forventede. Den stigende rente i perioden påvirkede afkastet negativt, da afdelingens renterisiko set over hele perioden var en anelse højere end benchmark. I den modsatte retning trak afdelingens store beholdning af obligationer med lav kuponrente. Specielt 2-pct. obligationerne blev positivt påvirket af en uændret mindsterente på 4 pct. i det kommende halve år. Afdelingens investeringer sammensættes på en måde, så den størst mulige andel af afkastet består af skattefrie kursgevinster.

Inflationen er steget væsentligt i 1. halvår og er et centralt tema på de finansielle markeder. Vi forventer dog, at inflationen vil begynde at falde hen imod slutningen af året, og at dette vil flytte fokus tilbage mod de realøkonomiske forhold med faldende huspriser og trængte forbrugere. Vi forventer derfor, at markedet har indregnet for store rentestigninger, og at renterne senere på året igen vil begynde at falde.

Afdelingen vil følge en forsigtig investeringsstrategi med vægt på, at rentefølsomheden ligger tæt på eller lidt over det markedsindeks, afdelingens afkast sammenlignes med. Positionerne i realkreditobligationer samt obligationer med lav kuponrente forventes fastholdt.

Det er 100 kr blevet til

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
101				

FLEXINVEST DANSKE OBLIGATIONER

Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

Resultatopgørelse	1.1.-30.06.08	1.1.-30.06.07
Renter og udbytter	45.800	12.780
Kursgevinster og tab	-70.035	-24.448
Administrationsomkostninger	-9.599	-2.801
Halvårets nettoresultat	-33.834	-14.469
Balance		
Aktiver	30.06.08	30.06.07
Likvide midler 1)	34.817	35.330
Kapitalandele 1)	0	125
Obligationer 1)	2.685.446	1.274.735
Mellemværende vedr. handelsafvikling	9.016	23.291
Andre aktiver	40.072	19.054
Aktiver i alt	2.769.351	1.352.535
Passiver		
Medlemmernes formue 2)	2.740.507	1.352.535
Mellemværende vedr. handelsafvikling	28.844	0
Passiver i alt	2.769.351	1.352.535
Note 1: Finansielle Instrumenter	30.06.08	30.06.07
Børsnoterede finansielle instrumenter	2.685.446	1.274.735
Øvrige finansielle instrumenter	34.817	35.455
I alt finansielle instrumenter	2.720.263	1.310.190
Note 2: Medlemmernes formue	1.1.-30.06.08	
Medlemmernes formue primo	2.674.151	
Udlodning fra sidste år	-76.507	
Emissioner i perioden	392.453	
Indløsninger i perioden	-216.242	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	486	
Periodens resultat	-33.834	
Medlemmernes formue ultimo	2.740.507	
Nøgletal for halvåret	1. halvår 2008	1. halvår 2007
Medlemmernes formue (t.kr.)	2.740.507	1.352.535
Cirkulerende kapital (t.kr.)	2.800.362	1.361.033
Indre værdi	97,86	99,38
Afkast (pct.) *)	-1,15	-1,04
Omkostningspct. *)	0,34	0,32
ÅOP	0,69	-

*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

FLEXINVEST KORTE OBLIGATIONER

Investerer i danske obligationer. Obligationernes beholdning har en gennemsnitlig varighed på maksimal 3 år

Afdelingens profil

Ikke børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Oktober 2006

Risikoklasse: Lav

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060051282

Porteføljerådgiver: Danske Capital

Løbetidsfordeling



■ Korte obligationer, 74,8%
■ Mellemlange obl., 8,7%
■ Lange obligationer, 16,3%
■ Øvrige inkl. likvide, 0,2%

Afdelingen gav i 1. halvår 2008 et afkast på 0,18 pct. Afdelingen har ikke noget benchmark, men i forhold til markedet for korte danske statsobligationer er det opnåede afkast mindre tilfredsstillende. Korte statsobligationer gav i samme periode et afkast på 0,84 pct.

1. halvår blev præget af kursfald pga. kraftige rentestigninger - specielt i den sidste del af perioden. Rentefald i årets første måneder blev hurtigt afløst af bekymring for høje prisstigninger på energi og fødevarer. Den stigende inflationsbekymring fik den europæiske centralbank, ECB, til i starten af juni måned at indikere fremtidige renteforhøjelser for på den måde at begrænse inflationen. Set over hele perioden steg den korte 3 måneders rente med 0,50 procentpoint og den 10-årige rente steg med 0,45 procentpoint.

Vores forventning i starten af året til en stort set uændret 10-årig rente holdt ikke helt stik. Det opnåede afkast var derfor i underkanten af det forventede. Den stigende rente i perioden påvirkede afkastet negativt, da afdelingens renterisiko set over hele perioden var en anelse højere end benchmark. I den modsatte retning trak afdelingens store beholdning af obligationer med lav kuponrente. Specielt 2-pct. obligationerne blev positivt påvirket af en uændret mindsterente på 4 pct. i det kommende halve år. Afdelingens investeringer sammensættes på en måde, så den størst mulige andel af afkastet består af skattefrie kursgevinster.

Inflationen er steget væsentligt i 1. halvår og er et centralt tema på de finansielle markeder. Vi forventer dog, at inflationen vil begynde at falde hen imod slutningen af året, og at dette vil flytte fokus tilbage mod de realøkonomiske forhold med faldende huspriser og trængte forbrugere. Vi forventer derfor, at markedet har indregnet for store rentestigninger, og at renterne senere på året igen vil begynde at falde.

Afdelingen vil følge en forsigtig investeringsstrategi med vægt på, at rentefølsomheden ligger tæt på eller lidt over det markedsindeks afdelingens afkast sammenlignes med. Positionerne i realkreditobligationer samt obligationer med lav kuponrente forventes fastholdt.

Det er 100 kr blevet til

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
102				

FLEXINVEST KORTE OBLIGATIONER

Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

Resultatopgørelse	1.1.-30.06.08	1.1.-30.06.07
Renter og udbytter	127.272	26.978
Kursgevinster og tab	-108.688	273
Administrationsomkostninger	-20.654	-5.297
Halvårets nettoresultat	-2.070	21.954
Balance		
Aktiver	30.06.08	30.06.07
Likvide midler 1)	10.354	35.282
Kapitalandele 1)	0	331
Obligationer 1)	7.920.942	3.579.490
Afledte finansielle instrumenter 1)	1.900	0
Mellemværende vedr. handelsafvikling	15.291	57.063
Andre aktiver	130.299	53.516
Aktiver i alt	8.078.786	3.725.682
Passiver		
Medlemmernes formue 2)	8.078.786	3.725.682
Passiver i alt	8.078.786	3.725.682
Note 1: Finansielle Instrumenter	30.06.08	30.06.07
Børsnoterede finansielle instrumenter	7.922.842	3.579.490
Øvrige finansielle instrumenter	10.354	35.613
I alt finansielle instrumenter	7.933.196	3.615.103
Note 2: Medlemmernes formue	1.1.-30.06.08	
Medlemmernes formue primo	6.873.879	
Udlodning fra sidste år	-192.470	
Emissioner i perioden	2.202.333	
Indløsninger i perioden	-805.220	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	2.334	
Periodens resultat	-2.070	
Medlemmernes formue ultimo	8.078.786	
Nøgletal for halvåret	1. halvår 2008	1. halvår 2007
Medlemmernes formue (t.kr.)	8.078.786	3.725.682
Cirkulerende kapital (t.kr.)	7.963.819	3.656.256
Indre værdi	101,44	101,90
Afkast (pct.) *)	0,18	1,16
Omkostningspct. *)	0,25	0,23
ÅOP	0,52	-

*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

FLEXINVEST UDENLANDSKE OBLIGATIONER

Investerer i udenlandske obligationer, herunder statsobligationer udstedt af Emerging Markets-lande og i obligationer udstedt af erhvervsvirksomheder. Hovedparten af afdelingens valuta afdækkes mod DKK eller EUR

Afdelingens profil

Ikke børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Oktober 2006

Risikoklasse: Lav

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060051449

Porteføljerådgiver: Danske Capital

Løbetidsfordeling



■ Korte obligationer, 18,6%
■ Mellemlange obl., 27,2%
■ Lange obligationer, 39,8%
■ Øvrige inkl. likvide, 14,4%

Afdelingen gav i 1. halvår 2008 et negativt afkast på 1,55 pct. Afdelingen har ikke noget benchmark. Afkastet er mindre tilfredsstillende.

Markedet for statsobligationer var præget af stort set uændrede renter i USA, men en anselig rentestigning i Europa. Samtlige kreditmarkeder gav væsentligt lavere afkast end risikofri statsobligationer med samme varighed. Virksomhedsobligationer med høj kreditværdighed (investment grade), virksomhedsobligationer med lav kreditværdighed (high yield) og statsobligationer fra højrentelandene klarede sig hhv. 1,4, 3,8 og 2,5 procentpoint dårligere end tilsvarende sikre statsobligationer.

Gennem hele året var det meste af formuen placeret i kreditobligationer. Det er baggrunden for, at afdelingens afkast blev ca. 1 procentpoint lavere end det gennemsnitlige afkast på danske statsobligationer. Eftersom en pæn andel af porteføljen var investeret i USD-denominerede kreditobligationer, blev tabet - set i forhold til danske obligationer - i nogen grad afbødet af, at den underliggende statsrente var stabil i USA, mens den steg i Europa.

Vi forventer faldende renter på globale statsobligationer i 2. halvår 2008, i takt med at inflationen stabiliserer sig. Med hensyn til kreditmarkederne ser vi stor usikkerhed på kort sigt, men vi forventer, at kreditobligationer på lidt længere sigt vil give et højere afkast end tilsvarende statsobligationer.

Indtil videre bibeholder afdelingen den nuværende formuesammensætning med ca. 30 pct. placeret i

statsobligationer fra højrentelandene, ca. 20 pct. i virksomhedsobligationer med lav kreditværdighed og resten hovedsagelig investeret i virksomhedsobligationer med relativt høj kreditværdighed.

Det er 100 kr blevet til

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
98				

FLEXINVEST UDENLANDSKE OBLIGATIONER

Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

Resultatopgørelse	1.1.-30.06.08	1.1.-30.06.07
Renter og udbytter	94.187	19.232
Kursgevinster og tab	-109.006	-20.083
Administrationsomkostninger	-7.605	-2.193
Halvårets nettoresultat	-22.424	-3.044
Balance		
Aktiver	30.06.08	30.06.07
Likvide midler 1)	193.038	22.276
Kapitalandele 1)	0	535.510
Obligationer 1)	1.142.714	138.240
Afledte finansielle instrumenter 1)	8.369	172
Mellemværende vedr. handelsafvikling	2.346	5.745
Andre aktiver	23.829	3.030
Aktiver i alt	1.370.296	704.973
Passiver		
Medlemmernes formue 2)	1.362.784	696.334
Afledte finansielle instrumenter 1)	836	16
Mellemværende vedr. handelsafvikling	6.676	8.623
Passiver i alt	1.370.296	704.973
Note 1: Finansielle Instrumenter	30.06.08	30.06.07
Børsnoterede finansielle instrumenter	1.142.714	673.685
Øvrige finansielle instrumenter	200.571	22.497
I alt finansielle instrumenter	1.343.285	696.182
Note 2: Medlemmernes formue	1.1.-30.06.08	
Medlemmernes formue primo	1.353.130	
Udlodning fra sidste år	-61.861	
Emissioner i perioden	146.224	
Indløsninger i perioden	-52.798	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	513	
Periodens resultat	-22.424	
Medlemmernes formue ultimo	1.362.784	
Nøgletal for halvåret	1. halvår 2008	1. halvår 2007
Medlemmernes formue (t.kr.)	1.362.784	696.334
Cirkulerende kapital (t.kr.)	1.434.975	682.804
Indre værdi	94,97	101,99
Afkast (pct.) *)	-1,55	0,62
Omkostningspct. *)	0,56	0,48
ÅOP	1,21	-

*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

FOKUS DANSKE AKTIER

Investerer i danske aktier samt øvrige aktier noteret på Københavns Fondsbørs

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: November 1998

Risikoklasse: Middel

Benchmark: OMX Copenhagen Benchmark Cap

Fondskode: DK0016007297

Porteføljerådgiver: Danske Capital

Branchefordeling



Industri, 45,3%
Finans, 18,2%
Sundhedspleje, 17,1%
Konsumentvarer, 10,7%
Materialer, 3,5%
Øvrige inkl. likvide, 5,2%

Nøgletal

Sharpe Ratio	1,21
Standardafvigelse	14,88
Tracking error	6,39
Information Ratio	0,77
Jensen Alpha	0,60

Sharpe Ratio (benchmark)	0,90
Standardafvigelse (benchmark)	14,51

Måleperiode: Jun. 2003 til jun. 2008

Afdelingen gav i 1. halvår 2008 et afkast på -11,05 pct., mens benchmark faldt 13,40 pct. Afdelingens afkast var lavere end vores forventninger til markedet men meget tilfredsstillende i forhold til afdelingens benchmark.

Det danske aktiemarked blev i 1. halvår 2008 ramt af den globale uro på kapitalmarkederne og efter flere års ubrudt fremgang måtte man notere et negativt afkast. Enkelte aktier formåede dog at gå imod strømmen. F.eks. steg Vestas med 12 pct., idet de stigende oliepriser fortsat begunstiger aktier indenfor alternativ energi. Desuden kom A.P. Møller - Mærsk i land med et positivt afkast på 7 pct. Det var især koncernens stigende indtægter inden for olie & gas, der påvirkede indtjeningen positivt.

Afdelingens afkast var 2,35 procentpoint bedre end ændringen i benchmark, og der var således en god overensstemmelse mellem afdelingens afkast og udviklingen i benchmark.

Auriga var den aktie, der bidrog mest positivt efter at selskabet flere gange opjusterede forventningerne til årets resultat kraftigt. Auriga steg med hele 138 pct. i 1. halvår 2008.

FLSmidth klarede sig godt på ordresiden og bidrog positivt til performance med et afkast tæt på 0.

Vi forventer, at halvårsregnskaberne vil være præget af en nedjustering af indtjeningsforventningerne i visse brancher især inden for finans- og byggesektoren. De negative selskabsnyheder er imidlertid i

vidt omfang afspejlet i det nuværende kursniveau.

Vi vurderer således, at markedet vil være volatilt i den kommende periode. De danske virksomheder er generelt inde i en positiv udvikling, men der er store ufordringer med at håndtere en stigende effektiv kronekurs, stigende råvarepriser og tendenser til en vigende efterspørgsel.

I 2. halvår 2008 forventer vi at opretholde en mindre overvægt i industri, idet vi fortsat ser interessante strukturelle cases med begrænset konjunkturfølsomhed. Vi har en undervægt i banker og forsikrings-selskaber, idet usikkerheden fortsat kan lægge en dæmper på kursudviklingen. Vi er fortsat forsigtige med hensyn til højt prissatte aktier, hvor forventningerne er baseret på meget optimistiske scenarier for indtjeningen.

Det er 100 kr blevet til

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
83	144	285	254	

FOKUS DANSKE AKTIER

Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

Resultatopgørelse	1.1.-30.06.08	1.1.-30.06.07
Renter og udbytter	13.020	12.882
Kursgevinster og tab	-111.895	99.564
Administrationsomkostninger	-3.552	-4.616
Resultat før skat	-102.427	107.830
Rente- og udbytteskat	-242	-257
Halvårets nettoresultat	-102.669	107.573
Balance		
Aktiver	30.06.08	30.06.07
Likvide midler 1)	18.438	47.821
Kapitalandele 1)	622.986	890.916
Mellemværende vedr. handelsafvikling	1.688	0
Andre aktiver	257	153
Aktiver i alt	643.369	938.890
Passiver		
Medlemmernes formue 2)	643.080	909.103
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	29.626
Anden gæld	289	161
Passiver i alt	643.369	938.890
Note 1: Finansielle Instrumenter	30.06.08	30.06.07
Børsnoterede finansielle instrumenter	622.986	890.590
Øvrige finansielle instrumenter	18.438	48.147
I alt finansielle instrumenter	641.424	938.737
Note 2: Medlemmernes formue	1.1.-30.06.08	
Medlemmernes formue primo	939.734	
Udlodning fra sidste år	-127.421	
Emissioner i perioden	109.310	
Indløsninger i perioden	-176.402	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	528	
Periodens resultat	-102.669	
Medlemmernes formue ultimo	643.080	
Nøgletal for halvåret	1. halvår 2008	1. halvår 2007
Medlemmernes formue (t.kr.)	643.080	909.103
Cirkulerende kapital (t.kr.)	353.150	339.510
Indre værdi	182,10	267,77
Afkast (pct.) *)	-11,05	12,94
Benchmarkafkast (pct.) *)	-13,40	12,14
Omkostningspct. *)	0,48	0,50
ÅOP	1,59	-

*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

GLOBAL EMERGING MARKETS

Investerer hovedsageligt i selskaber hjemmehørende i eller med hovedaktiviteter i Emerging Markets-lande

Afdelingens profil

Borsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: April 1999

Risikoklasse: Høj

Benchmark: MSCI Emerging Market Free inkl. udbytter

Fondskode: DK0016057474

Porteføljerådgiver: Aberdeen Asset Management Asia Limited

Landefordeling



Brasilien, 16,3%
Indien, 12,0%
Mexico, 10,4%
Sydkorea, 7,8%
Kina, 7,2%
Øvrige inkl. likvide, 46,3%

Nøgletal

Sharpe Ratio	0,93
Standardafvigelse	18,68
Tracking error	4,71
Information Ratio	0,13
Jensen Alpha	0,18

Sharpe Ratio [benchmark]	0,86
Standardafvigelse [benchmark]	19,53

Måleperiode: Jun. 2003 til jun. 2008

Afdelingen gav et negativt afkast i første halvår 2008 på 13,11 pct., mens benchmark faldt 18,10 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark.

Aktierne på de nye markeder faldt i første halvår af 2008 efter at have ligget foran de industrialiserede lande forrige år. Det var især den globale kreditkrise og stigende inflationsfrygt, som kastede yderligere skygge over de i forvejen noget dystre udsigter for den globale økonomi.

Afdelingens afkast var 4,99 procentpoint bedre end benchmark. På regionsplan var der positive bidrag fra Latinamerika, som var den region, der klarede sig bedst. Vores undervægt i svagere markeder som Kina og Korea bidrog også positivt. Selvom en overvægtning i Tyrkiet og Indien bidrog negativt, kom vi godt igennem halvåret, specielt på grund af vores gode valg af aktier i Indien.

Med hensyn til aktieudvælgelsen bidrog den tyrkiske detailhandelskæde BIM positivt efter gode halvårsresultater. Beholdninger i mexicanske selskaber som Femsas, Soriana og Banorte gjorde det også godt på grund af et stigende privatforbrug. I Taiwan var det selskaber som Fubon Financial, der steg efter jordskredssejren til partiet Kuomintang, hvorefter det forventes, at forholdet til Kina vil blive forbedret.

Vores undervægtning i både materialer og til en vis grad energisektoren påvirkede afkastet negativt, selvom vores beholdninger i energiselskaber som Tenaris, Lukoil og PTTEP gjorde det godt.

Vi forventer, at aktierne på de nye markeder sandsynligvis vil blive påvirket af de stigende råvarepriser, der presser inflationen op. Usikkerheden omkring kreditmarkederne og omfanget af nedgangen i den økonomiske vækst i de industrialiserede lande kan også påvirke aktierne. På trods af at de fleste Emerging Markets økonomier har udvist stabil vækst, er også væksten her sårbar over for stigende inflation. Dette skaber usikkerhed om den pengepolitiske retning inden for disse regioner.

Vi har fortsat tiltro til, at vores mangeårige strategi, som fokuserer på udvælgelse af kvalitetsselskaber, vil understøtte udviklingen i porteføljen i de kommende måneder.

Det er 100 kr blevet til

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
92	164	276	235	

GLOBAL EMERGING MARKETS

Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

Resultatopgørelse	1.1.-30.06.08	1.1.-30.06.07
Renter og udbytter	75.739	60.135
Kursgevinster og tab	-724.357	431.996
Administrationsomkostninger	-24.576	-19.723
Resultat før skat	-673.194	472.408
Rente- og udbytteskat	-5.308	-5.195
Halvårets nettoresultat	-678.502	467.213
Balance		
Aktiver	30.06.08	30.06.07
Likvide midler 1)	132.718	99.607
Kapitalandele 1)	4.529.486	3.884.672
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	8.273
Andre aktiver	12.323	16.254
Aktiver i alt	4.674.527	4.008.806
Passiver		
Medlemmernes formue 2)	4.668.416	4.005.980
Mellemværende vedr. handelsafvikling	1.512	0
Anden gæld	4.599	2.826
Passiver i alt	4.674.527	4.008.806
Note 1: Finansielle Instrumenter	30.06.08	30.06.07
Børsnoterede finansielle instrumenter	4.529.486	3.883.398
Øvrige finansielle instrumenter	132.718	100.881
I alt finansielle instrumenter	4.662.204	3.984.279
Note 2: Medlemmernes formue	1.1.-30.06.08	
Medlemmernes formue primo	4.668.170	
Udlodning fra sidste år	-177.564	
Emissioner i perioden	935.503	
Indløsninger i perioden	-83.890	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	4.699	
Periodens resultat	-678.502	
Medlemmernes formue ultimo	4.668.416	
Nøgletal for halvåret	1. halvår 2008	1. halvår 2007
Medlemmernes formue (t.kr.)	4.668.416	4.005.980
Cirkulerende kapital (t.kr.)	1.971.970	1.490.110
Indre værdi	23.673,87	26.883,79
Afkast (pct.) *)	-13,11	13,51
Benchmarkafkast (pct.) *)	-18,10	14,58
Omkostningspct. *)	0,56	0,55
ÅOP	1,54	-

*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

GLOBAL EMERGING MARKETS SMALLER COMPANIES

Investerer i aktier i mindre selskaber, der er hjemmehørende i, eller som har hovedaktivitet i Emerging Markets-lande

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Maj 2007

Risikoklasse: Høj

Benchmark: MSCI Emerging Markets Small Cap inkl. udbytte

Fondskode: DK0060080380

Porteføljerådgiver: Aberdeen Asset Management Asia Limited

Landefordeling



■ Brasilien, 17,9%
■ Hong Kong, 10,9%
■ Indien, 9,5%
■ Tyrkiet, 9,3%
■ Thailand, 9,3%
■ Øvrige inkl. likvide, 43,1%

Afdelingen gav et negativt afkast i første halvår 2008 på 18,79 pct., mens benchmark faldt 27,61 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark.

Aktierne på de nye markeder faldt i første halvår af 2008 efter at have ligget foran de industrialiserede lande forrige år. Det var især den globale kreditkrise og stigende inflationsfrygt, som kastede yderligere skygge over de i forvejen noget dystre udsigter for den globale økonomi.

Afdelingens afkast var 8,82 procentpoint bedre end benchmark. Der var markante regionale forskelle i afkastet: Latinamerika steg 1,46 pct. mens Fjernøsten faldt 26,86 pct.

På regionsplan var der positive bidrag fra Latinamerika, som var den region, der klarede sig bedst. Vores undervægt i svagere markeder som Kina og Indien bidrog også positivt. Vores undervægt i Taiwan samt vores overvægt i Tyrkiet, som oplevede store kursudsving pga. økonomisk og politisk uro, bidrog negativt til afkastet.

Med hensyn til aktieudvælgelsen var der flere selskaber, der gjorde det godt, herunder de indiske. Den tyrkiske detailhandelskæde BIM bidrog positivt efter gode halvårsresultater. Også Qatar Insurance gjorde det godt på baggrund af en solid indenlandsk efterspørgsel. Det samme gjaldt selskaber som Pacific Basin Shipping og Public Financial i Hong Kong samt United Plantations og Fraser & Neave i Malaysia.

Vi forventer, at aktierne på de nye markeder sandsynligvis vil blive påvirket af de stigende råvarepriser, der presser inflationen op. Usikkerheden omkring kreditmarkederne og omfanget af nedgangen i den økonomiske vækst i de industrialiserede lande kan også påvirke aktierne. På trods af at de fleste Emerging Markets økonomier har udvist stabil vækst, er også væksten her sårbar over for stigende inflation. Dette skaber usikkerhed om den pengepolitiske retning inden for disse regioner.

Vi har fortsat tiltro til, at vores mangeårige strategi, som fokuserer på udvælgelse af kvalitetsselskaber, vil understøtte udviklingen i porteføljen i de kommende måneder.

Det er 100 kr blevet til

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
78				

GLOBAL EMERGING MARKETS SMALLER COMPANIES

Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

Resultatopgørelse	1.1.-30.06.08	18.5.-30.06.07
Renter og udbytter	15.466	603
Kursgevinster og tab	-140.447	13.901
Administrationsomkostninger	-4.343	-409
Resultat før skat	-129.324	14.095
Rente- og udbytteskat	-903	-47
Halvårets nettoresultat	-130.227	14.048
Balance		
Aktiver	30.06.08	30.06.07
Likvide midler 1)	3.858	16.985
Kapitalandele 1)	567.979	426.106
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	766
Andre aktiver	1.099	482
Aktiver i alt	572.936	444.339
Passiver		
Medlemmernes formue 2)	570.907	442.612
Mellemværende vedr. handelsafvikling	1.210	0
Anden gæld	819	1.727
Passiver i alt	572.936	444.339
Note 1: Finansielle Instrumenter	30.06.08	30.06.07
Børsnoterede finansielle instrumenter	567.979	426.106
Øvrige finansielle instrumenter	3.858	16.985
I alt finansielle instrumenter	571.837	443.091
Note 2: Medlemmernes formue	1.1.-30.06.08	
Medlemmernes formue primo	680.274	
Udlodning fra sidste år	-14.731	
Emissioner i perioden	100.613	
Indløsninger i perioden	-65.849	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	827	
Periodens resultat	-130.227	
Medlemmernes formue ultimo	570.907	
Nøgletal for halvåret	1. halvår 2008	1. halvår 2007
Medlemmernes formue (t.kr.)	570.907	442.612
Cirkulerende kapital (t.kr.)	723.282	425.117
Indre værdi	78,93	104,12
Afkast (pct.) *)	-18,79	4,12
Benchmarkafkast (pct.) *)	-27,61	-
Omkostningspct. *)	0,74	0,09
ÅOP	2,06	-

*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis. 1. halvår 2007 er disse nøgletal opgjort for perioden 18/5-30/6.

GLOBALE AKTIER

Investerer globalt i aktier

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Maj 1999

Risikoklasse: Middel

Benchmark: MSCI World Cap. inkl. udbytter

Fondskode: DK0016021520

Porteføljerådgiver: Danske Capital

Landefordeling



USA, 21,8%
Tyskland, 11,9%
Schweiz, 10,0%
Japan, 7,9%
Storbritannien, 6,8%
Øvrige inkl. likvide, 41,6%

Nøgletal

Sharpe Ratio	0,09
Standardafvigelse	11,45
Tracking error	2,11
Information Ratio	-0,51
Jensen Alpha	-0,08

Sharpe Ratio (benchmark)	0,18
Standardafvigelse (benchmark)	11,49

Måleperiode: Jun. 2003 til jun. 2008

Afdelingen gav et negativt afkast i første halvår 2008 på 14,59 pct., mens benchmark faldt 17,00 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark, men lavere end vores moderat positive forventninger til aktiemarkederne.

De store aktiekursfald kan tilskrives en uheldig kombination af aftagende global vækst, stigende råvarepriser, stigende inflation og fortsat uro på kreditmarkedet og i den finansielle sektor. I de fleste lande er forbrugerne pressede af stigende renteudgifter, faldende boligpriser og stigende fødevarer- og energipriser. De største kursfald var inden for den finansielle sektor, hvor især ejendomsselskaber og investeringsbanker blev hårdt ramt. Den eneste sektor med positivt afkast i 1. halvår var energisektoren, som nød godt af en olieprisstigning på mere end 46 pct.

Afdelingen faldt 2,41 procentpoint mindre end benchmark. Der var store positive bidrag til performance fra vores olieprisrelaterede aktier, f.eks. Vopak og Fortum, som steg med henholdsvis 13 og 9 pct. Den tyske kranproducent Demag Cranes indhentede lidt af sidste års kursfald, da aktien steg med 7 pct.

Vores moderat positive forventninger til aktiemarkederne i 2008 er indtil videre ikke blevet indfriet. På kort sigt vil den store usikkerhed om økonomien og indtjeningen fortsat kunne trykke markedet. Vi

forventer dog en mere positiv udvikling, end der aktuelt er afspejlet i markedet, hvilket på længere sigt giver basis for stigninger i aktiekurserne.

I perioder med faldende vækst og stigende inflation er det essentielt, at selskaberne har en position og forretningsmodel, som giver dem mulighed for at justere deres priser op, men også at de har en handlekraftig ledelse. Udover vores store investeringer inden for forsyning og stabilt forbrug, har vi bl.a. investeret i selskaber, som nyder godt af det meget store investeringsbehov inden for energi, minedrift og infrastruktur.

Det er 100 kr blevet til

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
80	102	121	72	

GLOBALE AKTIER

Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

Resultatopgørelse	1.1.-30.06.08	1.1.-30.06.07
Renter og udbytter	5.939	8.585
Kursgevinster og tab	-26.641	33.141
Administrationsomkostninger	-732	-2.957
Resultat før skat	-21.434	38.769
Rente- og udbytteskat	-189	-711
Halvårets nettoresultat	-21.623	38.058
Balance		
Aktiver	30.06.08	30.06.07
Likvide midler 1)	6.476	6.987
Kapitalandele 1)	85.021	406.524
Andre aktiver	928	1.088
Aktiver i alt	92.425	414.599
Passiver		
Medlemmernes formue 2)	92.345	414.304
Anden gæld	80	295
Passiver i alt	92.425	414.599
Note 1: Finansielle Instrumenter	30.06.08	30.06.07
Børsnoterede finansielle instrumenter	85.021	406.222
Øvrige finansielle instrumenter	6.476	7.289
I alt finansielle instrumenter	91.497	413.511
Note 2: Medlemmernes formue	1.1.-30.06.08	
Medlemmernes formue primo	150.297	
Udlodning fra sidste år	-1.628	
Emissioner i perioden	5.006	
Indløsninger i perioden	-39.765	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	58	
Periodens resultat	-21.623	
Medlemmernes formue ultimo	92.345	
Nøgletal for halvåret	1. halvår 2008	1. halvår 2007
Medlemmernes formue (t.kr.)	92.345	414.304
Cirkulerende kapital (t.kr.)	123.230	434.460
Indre værdi	7.493,71	9.536,07
Afkast (pct.) *)	-14,59	7,60
Benchmarkafkast (pct.) *)	-17,00	6,41
Omkostningspct. *)	0,67	0,59
ÅOP	1,72	-

*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

GLOBALE AKTIER E

Investerer globalt i aktier

Afdelingens profil

Borsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Juni 2000

Risikoklasse: Middel

Benchmark: MSCI World Cap. inkl. udbytter

Fondskode: DK0016205925

Porteføljerådgiver: Danske Capital

Landefordeling



USA, 46,0%
Japan, 8,9%
Tyskland, 7,6%
Frankrig, 4,3%
Canada, 4,0%
Øvrige inkl. likvide, 29,2%

Nøgletal

Sharpe Ratio	0,08
Standardafvigelse	11,39
Tracking error	1,74
Information Ratio	-0,70
Jensen Alpha	-0,09

Sharpe Ratio (benchmark)	0,18
Standardafvigelse (benchmark)	11,49

Måleperiode: Jun. 2003 til jun. 2008

Afdelingen gav et negativt afkast i første halvår 2008 på 14,63 pct., mens benchmark faldt 17,00 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark, men lavere end vores moderat positive forventninger til aktiemarkederne.

De store aktiekursfald kan tilskrives en uheldig kombination af aftagende global vækst, stigende råvarepriser, stigende inflation og fortsat uro på kreditmarkedet og i den finansielle sektor. I de fleste lande er forbrugerne pressede af stigende renteudgifter, faldende boligpriser og stigende fødevarer- og energipriser. De største kursfald var inden for den finansielle sektor, hvor især ejendomsselskaber og investeringsbanker blev hårdt ramt. Den eneste sektor med positivt afkast i 1. halvår var energisektoren, som nød godt af en olieprisstigning på mere end 46 pct.

Afdelingens afkast var 2,37 procentpoint bedre end benchmark. På regionsplan var der positive bidrag til performance fra Europa.

I Europa var der store positive bidrag fra aktieudvælgelsen i industriselskaber, forsyningselskaber og finanssektoren, som mere end opvejede negative bidrag fra materialer og IT-sektoren.

Vores moderat positive forventninger til aktiemarkederne i 2008 er indtil videre ikke blevet indfriet. På kort sigt vil den store usikkerhed om økonomien og indtjeningen fortsat kunne trykke markedet. Vi

forventer dog en mere positiv udvikling, end der aktuelt er afspejlet i markedet, hvilket på længere sigt giver basis for stigninger i aktiekurserne.

Afdelingen er tæt på neutralvægtet regionalt i forhold til sit benchmark.

I Europa følger vi en aktiv stockpicking strategi, mens vi uden for Europa har en mere passiv strategi.

Det er 100 kr blevet til

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
80	102	121	73	

GLOBALE AKTIER E

Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

Resultatopgørelse	1.1.-30.06.08	1.1.-30.06.07
Renter og udbytter	1.471	1.611
Kursgevinster og tab	-12.866	6.050
Administrationsomkostninger	-389	-561
Resultat før skat	-11.784	7.100
Rente- og udbytteskat	-124	-131
Halvårets nettoresultat	-11.908	6.969
Balance		
Aktiver	30.06.08	30.06.07
Likvide midler 1)	2.177	1.328
Kapitalandele 1)	60.435	82.903
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	146
Andre aktiver	219	193
Aktiver i alt	62.831	84.570
Passiver		
Medlemmernes formue 2)	62.447	84.541
Mellemværende vedr. handelsafvikling	345	0
Anden gæld	39	29
Passiver i alt	62.831	84.570
Note 1: Finansielle Instrumenter	30.06.08	30.06.07
Børsnoterede finansielle instrumenter	60.435	82.864
Øvrige finansielle instrumenter	2.177	1.367
I alt finansielle instrumenter	62.612	84.231
Note 2: Medlemmernes formue	1.1.-30.06.08	
Medlemmernes formue primo	78.823	
Udlodning fra sidste år	-1.117	
Emissioner i perioden	8.609	
Indløsninger i perioden	-11.982	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	22	
Periodens resultat	-11.908	
Medlemmernes formue ultimo	62.447	
Nøgletal for halvåret	1. halvår 2008	1. halvår 2007
Medlemmernes formue (t.kr.)	62.447	84.541
Cirkulerende kapital (t.kr.)	111.155	118.050
Indre værdi	56,18	71,61
Afkast (pct.) *)	-14,63	7,54
Benchmarkafkast (pct) *)	-17,00	6,41
Omkostningspct. *)	0,57	0,58
ÅOP	1,71	-

*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

GLOBALE KREDITOBLIGATIONER

Investerer primært i udenlandske high-yield-virksomhedsobligationer. Hovedparten af afdelingens investeringer afdækkes mod danske kroner

Afdelingens profil

Borsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Februar 2002

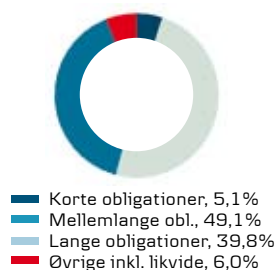
Risikoklasse: Middel

Benchmark: Lehman Brothers Global High Yield excl. CMBS & EMG (2% issuer capped) hedged against DKK

Fondskode: DK0016189111

Porteføljerådgiver: ING Investment Management

Løbetidsfordeling



Nøgletal

Sharpe Ratio	0,27
Standardafvigelse	5,07
Tracking error	1,03
Information Ratio	-1,67
Jensen Alpha	-0,14

Sharpe Ratio (benchmark)	0,62
Standardafvigelse (benchmark)	4,97

Måleperiode: Jun. 2003 til jun. 2008

Afdelingen gav i 1. halvår 2008 et negativt afkast på 3,36 pct., mens afdelingens benchmark faldt med 0,92 pct. Afkastet er ikke tilfredsstillende.

1. halvår 2008 var en vanskelig periode for virksomhedsobligationer med høj risiko grundet svag vækst i USA og fortsatte problemer i finanssektoren, hvilket bl.a. indebærer strammere finansieringsvilkår. Dertil kom tiltagende frygt for stigende inflation, pengepolitiske stramninger og svækket global vækst. I et sådant stagflationsscenario vil vanskeligere finansieringsvilkår og presset indtjening uvægerligt føre til en kraftig stigning i antallet af konkurser.

På den baggrund blev renteforskellen mellem kredit- og statsobligationer udvidet med ca. 1,40 procentpoint til 6,85 pct. ultimo juni.

Benchmark for afdelingen var tidligere 90 pct. Lehman Brothers U. S. Corporate High Yield Index (2 pct. udsteder-begrænsning) og 10 pct. Lehman Brothers Pan-European High Yield Index (2 pct. udsteder-begrænsning). Indekset er afdækket til danske kroner.

Fra 1. januar 2008 ændrer afdelingen benchmark til Lehman Brothers Global High Yield excl. Commercial Mortgage-Backed Securities & Emerging Markets Governments (2 pct. udsteder-begrænsning). Indekset er afdækket til danske kroner.

Afdelingens afkast var 2,44 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Den største negative bidrag-

yder var papirvalget i USA, hvor de to medieselskaber RH Donneley og Idearc oplevede store kursfald. Desuden trak en overvægt i det europæiske marked yderligere afkastet ned.

Virksomhederne er generelt kendetegnet ved relativt sunde balancer med rimeligt store kontantbeholdninger og en stor andel af langfristet finansiering. Vi forventer derfor ikke, at antallet af konkurser vil stige til det niveau, som rating-bureauerne forudser - og som det ser ud til er indregnet i de nuværende priser. På kort sigt må vi dog imødesee stor volatilitet.

Som følge af den store usikkerhed, der knytter sig til udsigterne for den amerikanske økonomi, undervægtedes USA i porteføljen. Dette gælder specielt de cykliske og forbrugerrelaterede sektorer i denne region. Desuden har vi øget den gennemsnitlige kreditkvalitet i porteføljen.

Det er 100 kr blevet til

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
95	105	124		

Globale Kreditoobligationer

Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

Resultatopgørelse	1.1.-30.06.08	1.1.-30.06.07
Renter og udbytter	302.748	193.893
Kursgevinster og tab	-471.058	-43.334
Administrationsomkostninger	-44.972	-30.924
Halvårets nettoresultat	-213.282	119.635
Balance		
Aktiver	30.06.08	30.06.07
Likvide midler 1)	408.198	181.824
Kapitalandele 1)	0	2.137
Obligationer 1)	6.296.801	4.402.568
Afledte finansielle instrumenter 1)	32.248	20.835
Mellemværende vedr. handelsafvikling	499	0
Andre aktiver	138.878	89.440
Aktiver i alt	6.876.624	4.696.804
Passiver		
Medlemmernes formue 2)	6.871.697	4.688.437
Afledte finansielle instrumenter 1)	0	159
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	4.661
Anden gæld	4.927	3.547
Passiver i alt	6.876.624	4.696.804
Note 1: Finansielle Instrumenter	30.06.08	30.06.07
Børsnoterede finansielle instrumenter	6.296.801	4.402.568
Nyemitterede finansielle instrumenter der planlægges børsnoteret		
Øvrige finansielle instrumenter	440.446	204.637
I alt finansielle instrumenter	6.737.247	4.607.205
Note 2: Medlemmernes formue	1.1.-30.06.08	
Medlemmernes formue primo	5.762.725	
Udlodning fra sidste år	-745.374	
Emissioner i perioden	2.615.472	
Indløsninger i perioden	-568.032	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	20.188	
Periodens resultat	-213.282	
Medlemmernes formue ultimo	6.871.697	
Nøgletal for halvåret	1. halvår 2008	1. halvår 2007
Medlemmernes formue (t.kr.)	6.871.697	4.688.437
Cirkulerende kapital (t.kr.)	8.918.030	5.038.400
Indre værdi	7.705,40	9.305,41
Afkast (pct.) *)	-3,36	2,41
Benchmarkafkast (pct) *)	-0,92	2,23
Omkostningspct. *)	0,62	0,64
ÅOP	1,68	-

*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

KOMMUNER 4

Investerer i rentebærende obligationer, denomineret i danske kroner. Obligationerne har en maksimal gennemsnitlig varighed på 4 år

Afdelingens profil

Borsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: November 1999

Risikoklasse: Lav

Benchmark: Danske Capitals danske obligationsindeks for bruttobeskattede investorer, varighed på 3 år.

Fondskode: DK0016205685

Porteføljerådgiver: Danske Capital

Løbetidsfordeling



■ Korte obligationer, 38,9%
■ Mellemlange obl., 0,2%
■ Lange obligationer, 60,0%
■ Øvrige inkl. likvide, 0,9%

Nøgletal

Sharpe Ratio	-0,33
Standardafvigelse	1,79
Tracking error	0,48
Information Ratio	-1,13
Jensen Alpha	-0,04

Sharpe Ratio (benchmark)	-0,03
Standardafvigelse (benchmark)	1,78

Måleperiode: Jun. 2003 til jun. 2008

Afdelingen gav i 1. halvår 2008 et negativt afkast på 0,35 pct., mens afdelingens benchmark steg 0,13 pct. Det opnåede afkast er tilfredsstillende. Afdelingen udbetaler et acontoudbytte på 2,00 pct. for 1. halvår 2008.

1. halvår blev præget af kursfald pga. kraftige rentestigninger - specielt i den sidste del af perioden. Rentefald i årets første måneder blev hurtigt afløst af bekymring for høje prisstigninger på energi og fødevarer. Den stigende inflationsbekymring fik den europæiske centralbank, ECB, til i starten af juni måned at indikere fremtidige renteforhøjelser for på den måde at begrænse inflationen. Set over hele perioden steg den korte 3 måneders rente med 0,50 procentpoint og den 10-årige rente steg med 0,45 procentpoint.

Vores forventning i starten af året til en stort set uændret 10-årig rente holdt ikke helt stik. Det opnåede afkast var derfor i underkanten af det forventede. Den stigende rente i perioden påvirkede afkastet negativt, da afdelingens renterisiko set over hele perioden var en anelse højere end benchmark. Afdelingens store andel af realkreditobligationer blev samtidig negativt påvirket af den internationale kreditkrise. Sammen med afdelingens lidt højere renterisiko var dette hovedårsagen til, at afkastet var mindre end benchmark.

Inflationen er steget væsentligt i 1. halvår og er et centralt tema på de finansielle markeder. Vi forventer dog, at inflationen vil begynde at falde hen imod

slutningen af året, og at dette vil flytte fokus tilbage mod de realøkonomiske forhold med faldende huspriser og trængte forbrugere. Vi forventer derfor, at markedet har indregnet for store rentestigninger, og at renterne senere på året igen vil begynde at falde.

Afdelingen vil følge en forsigtig investeringsstrategi med vægt på, at rentefølsomheden ligger tæt på eller lidt over det markedsindeks, afdelingens afkast sammenlignes med. Positionerne i realkreditobligationer forventes fastholdt.

Det er 100 kr blevet til

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
102	104	112	129	

KOMMUNER 4

Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

Resultatopgørelse	1.1.-30.06.08	1.1.-30.06.07
Renter og udbytter	30.021	38.306
Kursgevinster og tab	-30.377	-36.133
Administrationsomkostninger	-1.958	-2.635
Halvårets nettoresultat	-2.314	-462
Balance		
Aktiver	30.06.08	30.06.07
Likvide midler 1)	11.284	23.286
Obligationer 1)	1.201.072	1.628.243
Andre aktiver	22.365	27.040
Aktiver i alt	1.234.721	1.678.569
Passiver		
Medlemmernes formue 2)	1.234.514	1.663.320
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	15.018
Anden gæld	207	231
Passiver i alt	1.234.721	1.678.569
Note 1: Finansielle Instrumenter	30.06.08	30.06.07
Børsnoterede finansielle instrumenter	1.201.072	1.628.243
Øvrige finansielle instrumenter	11.284	23.286
I alt finansielle instrumenter	1.212.356	1.651.529
Note 2: Medlemmernes formue	1.1.-30.06.08	
Medlemmernes formue primo	1.398.347	
Udlodning fra sidste år	-28.985	
Emissioner i perioden	29.747	
Indløsninger i perioden	-162.450	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	169	
Periodens resultat	-2.314	
Medlemmernes formue ultimo	1.234.514	
Nøgletal for halvåret	1. halvår 2008	1. halvår 2007
Medlemmernes formue (t.kr.)	1.234.514	1.663.320
Cirkulerende kapital (t.kr.)	1.292.821	1.703.176
Indre værdi	95,49	97,66
Afkast (pct.) *)	-0,35	-0,06
Benchmarkafkast (pct) *)	0,13	0,20
Acontoudlodning	2,00	2,00
Omkostningspct. *)	0,15	0,15
ÅOP	0,44	-

*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

KOMMUNER 5

Investerer i rentebærende obligationer, denomineret i danske kroner. Obligationerne har en maksimal gennemsnitlig varighed på 5 år

Afdelingens profil

Borsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Januar 2000

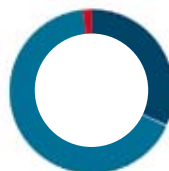
Risikoklasse: Lav

Benchmark: Danske Capitals danske obligationsindeks for bruttobeskattede investorer, varighed på 4 år.

Fondskode: DK0016205768

Porteføljerådgiver: Danske Capital

Løbetidsfordeling



■ Korte obligationer, 31,7%
■ Mellemlange obl., 0,3%
■ Lange obligationer, 66,4%
■ Øvrige inkl. likvide, 1,6%

Nøgletal

Sharpe Ratio	-0,27
Standardafvigelse	2,37
Tracking error	0,45
Information Ratio	-1,42
Jensen Alpha	-0,05

Sharpe Ratio (benchmark)	-0,01
Standardafvigelse (benchmark)	2,35

Måleperiode: Jun. 2003 til jun. 2008

Afdelingen gav i 1. halvår 2008 et negativt afkast på 1,09 pct., mens afdelingens benchmark faldt 0,28 pct. Det opnåede afkast er mindre tilfredsstillende. Afdelingen udbetaler et acontoudbytte på 2,25 pct. for 1. halvår 2008.

1. halvår blev præget af kursfald pga. kraftige rentestigninger - specielt i den sidste del af perioden. Rentefald i årets første måneder blev hurtigt afløst af bekymring for høje prisstigninger på energi og fødevarer. Den stigende inflationsbekymring fik den europæiske centralbank, ECB, til i starten af juni måned at indikere fremtidige renteforhøjelser for på den måde at begrænse inflationen. Set over hele perioden steg den korte 3 måneders rente med 0,50 procentpoint og den 10-årige rente steg med 0,45 procentpoint.

Vores forventning i starten af året til en stort set uændret 10-årig rente holdt ikke helt stik. Det opnåede afkast var derfor i underkanten af det forventede. Den stigende rente i perioden påvirkede afkastet negativt, da afdelingens renterisiko set over hele perioden var en anelse højere end benchmark. Afdelingens store andel af realkreditobligationer blev samtidig negativt påvirket af den internationale kreditkrise. Sammen med afdelingens lidt højere renterisiko var dette hovedårsagen til, at afkastet var mindre end benchmark.

Inflationen er steget væsentligt i 1. halvår og er et centralt tema på de finansielle markeder. Vi forventer dog, at inflationen vil begynde at falde hen imod

slutningen af året, og at dette vil flytte fokus tilbage mod de realøkonomiske forhold med faldende huspriser og trængte forbrugere. Vi forventer derfor, at markedet har indregnet for store rentestigninger, og at renterne senere på året igen vil begynde at falde.

Afdelingen vil følge en forsigtig investeringsstrategi med vægt på, at rentefølsomheden ligger tæt på eller lidt over det markedsindeks, afdelingens afkast sammenlignes med. Positionerne i realkreditobligationer forventes fastholdt.

Det er 100 kr blevet til

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
101	102	112	129	

KOMMUNER 5

Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

Resultatopgørelse	1.1.-30.06.08	1.1.-30.06.07
Renter og udbytter	10.040	13.751
Kursgevinster og tab	-12.366	-17.176
Administrationsomkostninger	-655	-948
Halvårets nettoresultat	-2.981	-4.373
Balance		
Aktiver	30.06.08	30.06.07
Likvide midler 1)	5.469	9.184
Obligationer 1)	353.145	591.241
Andre aktiver	6.713	9.767
Aktiver i alt	365.327	610.192
Passiver		
Medlemmernes formue 2)	365.112	610.094
Anden gæld	215	98
Passiver i alt	365.327	610.192
Note 1: Finansielle Instrumenter	30.06.08	30.06.07
Børsnoterede finansielle instrumenter	353.145	591.241
Øvrige finansielle instrumenter	5.469	9.184
I alt finansielle instrumenter	358.614	600.425
Note 2: Medlemmernes formue	1.1.-30.06.08	
Medlemmernes formue primo	489.355	
Udlodning fra sidste år	-8.715	
Emissioner i perioden	3.126	
Indløsninger i perioden	-115.783	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	110	
Periodens resultat	-2.981	
Medlemmernes formue ultimo	365.112	
Nøgletal for halvåret	1. halvår 2008	1. halvår 2007
Medlemmernes formue (t.kr.)	365.112	610.094
Cirkulerende kapital (t.kr.)	373.914	609.261
Indre værdi	97,65	100,14
Afkast (pct.) *)	-1,09	-0,74
Benchmarkafkast (pct) *)	-0,28	-0,43
Acontoudlodning	2,25	2,00
Omkostningspct. *)	0,15	0,15
ÅOP	0,45	-

*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

KOMMUNER EUROPÆISKE OBLIGATIONER

Investerer i rentebærende obligationer, herunder erhvervsobligationer. Hovedparten af afdelingens investeringer vil være i eller afdækket mod DKK eller EUR

Afdelingens profil

Borsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Juli 2003

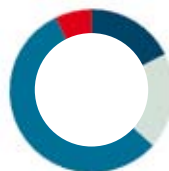
Risikoklasse: Lav

Benchmark: 60% Danske Capitals danske obligationsindeks for brutotobeskattede investorer & 40% Lehman Brothers Major i virksomhedsobligationer i rating-intervallet fra A1 A+ til Baa3 BBB hedged til dkk

Fondskode: DK0016242373

Porteføljeadgiver: Danske Capital

Løbetidsfordeling



—	Korte obligationer, 17,7%
—	Mellemlange obl., 19,2%
—	Lange obligationer, 56,0%
—	Øvrige inkl. likvide, 7,1%

Nøgletal

Sharpe Ratio	-0,28
Standardafvigelse	2,42
Tracking error	0,46
Information Ratio	-1,14
Jensen Alpha	-0,04

Sharpe Ratio (benchmark)	-0,08
Standardafvigelse (benchmark)	2,38

Måleperiode: Jun. 2003 til jun. 2008

Afdelingen gav i 1. halvår 2008 et negativt afkast på 1,45 pct., mens afdelingens benchmark faldt med 0,74 pct. Afkastet er mindre tilfredsstillende. Afdelingen udbetaler et acontoudbytte på 1,00 pct. for 1. halvår 2008.

1. halvår 2008 blev præget af kursfald som følge af kraftige rentestigninger på obligationer og udvidelse af kreditspændene på virksomhedsobligationer. Bankerne blev særlig hårdt ramt, da de blev udsat for en giftig cocktail af faldende basisindtjening kombineret med store tab og nedskrivninger på subprime relaterede kreditprodukter.

Rentefaldet i årets første måneder blev i 2. kvartal 2008 afløst af rentestigninger som følge af inflationsfrygt og forventninger om pengepolitiske stramninger. Set over hele perioden steg den 2-årige rente med 0,70 procentpoint og den 10-årige rente med 0,45 procentpoint.

Afdelingens afkast blev 0,71 procentpoint lavere end ændringen i benchmark. Det skyldtes først og fremmest, at porteføljen havde en højere renterisiko end benchmark, samt at afdelingens store andel af realkreditobligationer blev negativt påvirket af den internationale kreditkrise. Desuden bidrog en mindre overvægt i ansvarlig bankkapital negativt til performance.

Inflationen er steget betydeligt og blevet et centralt tema på de finansielle markeder. Vi forventer, at såvel vækst som inflation i Europa vil vise en

aftagende tendens mod slutningen af året, således at der ikke vil blive behov for så store pengepolitiske stramninger, som markedet p.t. indregner. Vi vurderer, at kreditspændene - ud fra en lidt mere langsigtet betragtning - er attraktive, men indtil der er skabt klarhed over behovet for yderligere nedskrivninger i bankerne, er der fortsat udsigt til stor volatilitet i kreditmarkederne.

Afdelingen vil indtil videre følge en relativt forsigtig investeringsstrategi med vægt på en neutral rentefølsomhed og en lavere følsomhed over for generelle ændringer i kreditspændene sammenlignet med benchmark. Afdelingens overvægt af realkredit- og bankobligationer forventes fastholdt.

Det er 100 kr blevet til

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
99	100	112		

KOMMUNER EUROPÆISKE OBLIGATIONER

Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

Resultatopgørelse	1.1.-30.06.08	1.1.-30.06.07
Renter og udbytter	5.198	9.121
Kursgevinster og tab	-6.451	-9.866
Administrationsomkostninger	-451	-842
Halvårets nettoresultat	-1.704	-1.587
Balance		
Aktiver	30.06.08	30.06.07
Likvide midler 1)	11.747	3.130
Obligationer 1)	154.107	321.291
Afledte finansielle instrumenter 1)	216	260
Andre aktiver	2.617	5.925
Aktiver i alt	168.687	330.606
Passiver		
Medlemmernes formue 2)	168.268	327.936
Afledte finansielle instrumenter 1)	327	44
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	2.521
Anden gæld	92	105
Passiver i alt	168.687	330.606
Note 1: Finansielle Instrumenter	30.06.08	30.06.07
Børsnoterede finansielle instrumenter	154.107	321.291
Øvrige finansielle instrumenter	11.636	3.346
I alt finansielle instrumenter	165.743	324.637
Note 2: Medlemmernes formue	1.1.-30.06.08	
Medlemmernes formue primo	251.667	
Udlodning fra sidste år	-1.905	
Indløsninger i perioden	-79.938	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	148	
Periodens resultat	-1.704	
Medlemmernes formue ultimo	168.268	
Nøgletal for halvåret	1. halvår 2008	1. halvår 2007
Medlemmernes formue (t.kr.)	168.268	327.936
Cirkulerende kapital (t.kr.)	179.440	336.173
Indre værdi	93,77	97,55
Afkast (pct.) *)	-1,45	-0,47
Benchmarkafkast (pct) *)	-0,74	-0,37
Acontoudlodning	1,00	2,25
Omkostningspct. *)	0,24	0,23
ÅOP	0,65	-

*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

MELLEMLANGE OBLIGATIONER

Investerer i obligationer denomineret i danske kroner, euro eller en af de underliggende valutaenheder i denne

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Juni 2001

Risikoklasse: Lav

Benchmark: Danske Capitals danske obligationsindeks for bruttobeskattede investorer, varighed på 4 år.

Fondskode: DK0016242100

Porteføljerådgiver: Danske Capital

Løbetidsfordeling



■ Korte obligationer, 21,2%
■ Mellemlange obl., 4,6%
■ Lange obligationer, 74,1%
■ Øvrige inkl. likvide, 0,1%

Nøgletal

Sharpe Ratio	-0,31
Standardafvigelse	2,32
Tracking error	0,66
Information Ratio	-1,08
Jensen Alpha	-0,06

Sharpe Ratio (benchmark)	-0,01
Standardafvigelse (benchmark)	2,35

Måleperiode: Jun. 2003 til jun. 2008

Afdelingen gav i 1. halvår 2008 et negativt afkast på 1,02 pct., mens afdelingens benchmark faldt 0,28 pct. Det opnåede afkast er mindre tilfredsstillende. Afdelingen udbetaler et acontoudbytte for perioden 1. januar til 30. september medio november 2008.

1. halvår blev præget af kursfald pga. kraftige rentestigninger - specielt i den sidste del af perioden. Rentefald i årets første måneder blev hurtigt afløst af bekymring for høje prisstigninger på energi og fødevarer. Den stigende inflationsbekymring fik den europæiske centralbank, ECB, til i starten af juni måned at indikere fremtidige renteforhøjelser for på den måde at begrænse inflationen. Set over hele perioden steg den korte 3 måneders rente med 0,50 procentpoint og den 10-årige rente steg med 0,45 procentpoint.

Vores forventning i starten af året til en stort set uændret 10-årig rente holdt ikke helt stik. Det opnåede afkast var derfor i underkanten af det forventede. Den stigende rente i perioden påvirkede afkastet negativt, da afdelingens renterisiko set over hele perioden var en anelse højere end benchmark. Afdelingens store andel af realkreditobligationer blev samtidig negativt påvirket af den internationale kreditkrise. Sammen med afdelingens lidt højere renterisiko var dette hovedårsagen til, at afkastet var mindre end benchmark.

Inflationen er steget væsentligt i 1. halvår og er et centralt tema på de finansielle markeder. Vi forventer dog, at inflationen vil begynde at falde hen imod

slutningen af året, og at dette vil flytte fokus tilbage mod de realøkonomiske forhold med faldende huspriser og trængte forbrugere. Vi forventer derfor, at markedet har indregnet for store rentestigninger, og at renterne senere på året igen vil begynde at falde.

Afdelingen vil følge en forsigtig investeringsstrategi med vægt på, at rentefølsomheden ligger tæt på eller lidt over det markedsindeks, afdelingens afkast sammenlignes med. Positionerne i realkreditobligationer forventes fastholdt.

Det er 100 kr blevet til

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
101	102	111	129	

MELLEMLANGE OBLIGATIONER

Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

Resultatopgørelse	1.1.-30.06.08	1.1.-30.06.07
Renter og udbytter	45.595	54.531
Kursgevinster og tab	-58.618	-67.657
Administrationsomkostninger	-5.122	-6.139
Halvårets nettoresultat	-18.145	-19.265
Balance		
Aktiver	30.06.08	30.06.07
Likvide midler 1)	1.523	35.339
Kapitalandele 1)	0	1.100
Obligationer 1)	1.853.770	2.193.208
Mellemværende vedr. handelsafvikling	10.635	5.132
Andre aktiver	25.109	37.029
Aktiver i alt	1.891.037	2.271.808
Passiver		
Medlemmernes formue 2)	1.890.969	2.269.708
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	1.961
Anden gæld	68	139
Passiver i alt	1.891.037	2.271.808
Note 1: Finansielle Instrumenter	30.06.08	30.06.07
Børsnoterede finansielle instrumenter	1.853.770	2.193.208
Øvrige finansielle instrumenter	1.523	36.439
I alt finansielle instrumenter	1.855.293	2.229.647
Note 2: Medlemmernes formue	1.1.-30.06.08	
Medlemmernes formue primo	2.055.196	
Udlodning fra sidste år	-20.413	
Emissioner i perioden	2.340	
Indløsninger i perioden	-128.132	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	123	
Periodens resultat	-18.145	
Medlemmernes formue ultimo	1.890.969	
Nøgletal for halvåret	1. halvår 2008	1. halvår 2007
Medlemmernes formue (t.kr.)	1.890.969	2.269.708
Cirkulerende kapital (t.kr.)	1.975.687	2.308.143
Indre værdi	95,71	98,33
Afkast (pct.) *)	-1,02	-0,84
Benchmarkafkast (pct) *)	-0,28	-0,43
Omkostningspct. *)	0,26	0,25
ÅOP	0,62	-

*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

NORDISKE AKTIER

Investerer i danske, svenske, norske, finske og islandske aktier

Afdelingens profil

Borsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Februar 1998

Risikoklasse: Høj

Benchmark: FTSE Norex 30 Index incl. udbytte

Fondskode: DK0060045474

Porteføljerådgiver: Danske Capital

Branchefordeling



Finans, 22,7%
Industri, 22,3%
IT, 12,3%
Energi, 8,6%
Sundhedspleje, 7,3%
Øvrige inkl. likvide, 26,8%

Nøgletal

Sharpe Ratio	0,74
Standardafvigelse	15,79
Tracking error	2,82
Information Ratio	-0,17
Jensen Alpha	0,02

Sharpe Ratio (benchmark)	0,75
Standardafvigelse (benchmark)	16,27

Måleperiode: Jun. 2003 til jun. 2008

I første halvår af 2008 har afdelingen givet et afkast på -16,29 pct., mens benchmark faldt med 17,29 pct. Afdelingens afkast var dermed tilfredsstillende i forhold til benchmark, men levede ikke op til vores moderat positive forventninger til aktiemarkederne.

I første halvår 2008 udviklede de nordiske aktiemarkeder sig noget uensartet. De nationale indeks i Sverige og Finland blev hårdest ramt med negative afkast på hhv. 22 og 26 pct., mens Danmark og Norge med fald på 7 pct. og 11 pct. slap noget billigere. Det seneste halvårs kraftige stigning i olieprisen har efter vores vurdering været en vigtig faktor i den differentierede udvikling. Stigningen i olieprisen har været positiv for selskaber med eksponering mod olieindustrien, herunder mange norske. Omvendt har det været negativt for en del af de svenske og finske industrivirksomheder.

Afdelingens afkast var 1,00 procentpoint bedre end ændringen i benchmark. Vi har vundet performance på vores undervægt i Nokia og Sony Ericsson, ligesom vores relativt høje kontantandel i perioden har bidraget positivt. Omvendt har vi tabt performance på vores høje eksponering mod industriaktier.

Vores moderat positive forventninger til de nordiske aktiemarkeder i 2008 er langtfra blevet indfriet indtil videre. På kort sigt vil den store usikkerhed mht. til den fremtidige økonomiske vækst, inflation og virksomhedernes indtjening fortsat kunne trykke markedet. Vi forventer dog en mere positiv udvik-

ling, end der aktuelt er afspejlet i markedet, hvilket på længere sigt giver basis for stigninger i aktiekurserne.

Afdelingens strategi er uændret. Ved aktievalget fokuserer vi i høj grad på selskabernes evne til at skabe og løbende forbedre deres cash flow. Vi har overvægtet de traditionelle industriselskaber og undervægtet papirselskaber, men strategien er i højere grad baseret på holdningen til enkelte selskaber end på udsigterne på sektorplan.

Det er 100 kr blevet til

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
78	127	207	135	163

NORDISKE AKTIER

Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

Resultatopgørelse	1.1.-30.06.08	1.1.-30.06.07
Renter og udbytter	8.549	11.307
Kursgevinster og tab	-42.685	22.359
Administrationsomkostninger	-1.243	-1.792
Resultat før skat	-35.379	31.874
Rente- og udbytteskat	-1.125	-1.031
Halvårets nettoresultat	-36.504	30.843
Balance		
Aktiver	30.06.08	31.12.07
Likvide midler 1)	14.846	6.101
Kapitalandele 1)	161.141	261.488
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	521
Andre aktiver	353	40
Aktiver i alt	176.340	268.150
Passiver		
Medlemmernes formue 2)	173.699	268.107
Mellemværende vedr. handelsafvikling	2.625	0
Anden gæld	16	43
Passiver i alt	176.340	268.150
Note 1: Finansielle Instrumenter	30.06.08	30.06.07
Børsnoterede finansielle instrumenter	161.141	261.373
Øvrige finansielle instrumenter	14.846	6.216
I alt finansielle instrumenter	175.987	267.589
Note 2: Medlemmernes formue	1.1.-30.06.08	
Medlemmernes formue primo	231.945	
Udlodning fra sidste år	-5.751	
Indløsninger i perioden	-16.017	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	26	
Periodens resultat	-36.504	
Medlemmernes formue ultimo	173.699	
Nøgletal for halvåret	1. halvår 2008	1. halvår 2007
Medlemmernes formue (t.kr.)	173.699	268.107
Cirkulerende kapital (t.kr.)	108.740	126.540
Indre værdi	159,74	211,88
Afkast (pct.) *)	-16,29	12,29
Benchmarkafkast (pct) *)	-17,29	15,00
Omkostningspct. *)	0,66	0,66
ÅOP	1,81	-

*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

USA MID CAP AKTIER

Investerer i aktier i små og mellemstore selskaber, der er hjemmehørende i, eller som har hovedaktivitet i USA eller Canada

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Februar 2006

Risikoklasse: Middel

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060014835

Porteføljerådgiver: Danske Capital

Branchefordeling



Finans, 18,1%
Forbrugsgoder, 15,6%
Forsyning, 13,4%
IT, 10,8%
Energi, 9,5%
Øvrige inkl. likvide, 32,6%

Afdelingen gav et negativt afkast i første halvår 2008 på 14,57 pct., Det svarede nogenlunde til udviklingen i de amerikanske Mid Cap aktier, der målt ved Russell Midcap indekset faldt 14,21 pct. Det var dog lavere end vores moderat positive forventninger til de amerikanske mid cap aktier.

Danske Capital overtog pr. 1. februar 2008 rådgivningen om investeringer i afdeling USA Mid Cap Aktier, som tidligere har haft Chicago Equity Partners og Wellington Management Company som porteføljerådgivere. Rådgivningsaftalerne er opsagt, fordi afkastet i forhold til udviklingen i benchmark, siden aftaleindgåelsen i 2006, ikke har været tilfredsstillende.

I 1. halvår var de amerikanske mid cap aktier i høj grad præget af den generelle udvikling på det amerikanske aktiemarked. Uroen på kredit-markederne fortsatte fra 2. halvår 2007 og Russell Mid Cap indekset nåede årets laveste punkt medio marts, da Centralbanken sammen med banken JP Morgan reddede investeringsbanken Bear Stearns fra betalingsstandsning. Bortset fra finanssektoren var regnskaberne for 1. kvartal lidt bedre end forventet, og markedet steg fra medio marts til medio maj med over 10 pct. Fra midten af maj måned var markedet præget af bekymringer for vækst- og inflationsudsigterne. Dette lagde igen pres på markedet og særligt på den finansielle sektor.

Afdelingens afkast var 0,36 procentpoint lavere end den generelle udvikling i de amerikanske mid cap

aktier. Der var således en god overensstemmelse mellem afdelingens afkast og udviklingen i Russell Mid Cap.

Vores forventninger til 2. halvår er fortsat uro på det amerikanske aktiemarked. Tendensen i indtjeningsforventningerne vil stadig være nedadgående, hvilket kan presse aktiekurserne. Der er også risiko for yderligere nedjusteringer og afskrivninger i den finansielle sektor, og der vil formentligt være flere banker som vil få behov for at skulle hente yderligere kapital hos investorerne.

Vi forventer at afdelingen vil følge en strategi, der ligger tæt op ad markedet.

Det er 100 kr blevet til

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
73				

USA MID CAP AKTIER

Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

Resultatopgørelse	1.1.-30.06.08	1.1.-30.06.07
Renter og udbytter	1.350	15.785
Kursgevinster og tab	-128.326	118.727
Administrationsomkostninger	-1.315	-15.564
Resultat før skat	-128.291	118.948
Rente- og udbytteskat	-166	-2.059
Halvårets nettoresultat	-128.457	116.889
Balance		
Aktiver	30.06.08	31.12.07
Likvide midler 1)	848	29.486
Kapitalandele 1)	13.997	2.192.705
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	5.276
Andre aktiver	39	2.030
Aktiver i alt	14.884	2.229.497
Passiver		
Medlemmernes formue 2)	14.781	2.226.834
Anden gæld	103	2.663
Passiver i alt	14.884	2.229.497
Note 1: Finansielle Instrumenter	30.06.08	30.06.07
Børsnoterede finansielle instrumenter	13.997	2.191.657
Øvrige finansielle instrumenter	848	30.534
I alt finansielle instrumenter	14.845	2.222.191
Note 2: Medlemmernes formue	1.1.-30.06.08	
Medlemmernes formue primo	2.019.192	
Emissioner i perioden	13.761	
Indløsninger i perioden	-1.890.631	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	916	
Periodens resultat	-128.457	
Medlemmernes formue ultimo	14.781	
Nøgletal for halvåret	1. halvår 2008	1. halvår 2007
Medlemmernes formue (t.kr.)	14.781	2.226.834
Cirkulerende kapital (t.kr.)	19.640	2.153.584
Indre værdi	75,26	103,40
Afkast (pct.) *)	-14,57	5,33
Benchmarkafkast (pct.) *)	-	7,13
Omkostningspct. *)	0,54	0,67
ÅOP	1,76	-

*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

ØSTEUROPA KONVERGENS

Investerer i aktier i selskaber, hjemmehørende i eller som har væsentlige aktiviteter i Østeuropa ex. Rusland, i nye EU-lande og/eller i EU-kandidatlande, samt en mindre andel i aktier i selskaber hjemmehørende i lande, der grænser op til Østeuropa

Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Juni 2004

Risikoklasse: Høj

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0016275464

Porteføljerådgiver: Danske Capital

Branchefordeling



Finans, 42,8%
Forsyning, 10,3%
Industri, 8,8%
Materialer, 7,9%
Energi, 7,8%
Øvrige inkl. likvide, 22,4%

Nøgletal

Sharpe Ratio	0,78
Standardafvigelse	20,92

Måleperiode: Jun. 2004 til jun. 2008

Afdelingen gav i 1. halvår af 2008 et negativt afkast på 19,45 pct., mens det indikative benchmark faldt 20,42 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til udviklingen i det indikative benchmark.

Den økonomiske nedgang i USA og problemerne i den globale banksektor fik markederne til at falde i 1. halvår 2008. Særligt Tyrkiet blev hårdt ramt, da markedet faldt godt 42 pct. målt i danske kroner. Politisk usikkerhed i Tyrkiet var en medvirkende årsag til udviklingen, hvor landets forfatningsdomstol skal tage stilling til, om landets regeringsparti skal forbydes. Polen faldt med ca. 20 pct.

Afdelingens afkast var 0,97 procentpoint bedre end ændringen i det indikative benchmark. De største positive bidrag blev hentet fra aktievalget i Polen og undervægten i Cypern, mens Tyrkiet trak ned, da Tyrkiet ikke er med i det indikative benchmark.

Vi ser positivt på Østeuropa på langt sigt, men på kort sigt vil de østeuropæiske aktier i høj grad blive drevet af, hvordan de globale aktiemarkeder udvikler sig.

Fokus vil fortsat ligge på aktieudvælgelsen snarere end på de enkelte landes og sektorerens vægt.

Det er 100 kr blevet til

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
78	150			

ØSTEUROPA KONVERGENS

Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

Resultatopgørelse	1.1.-30.06.08	1.1.-30.06.07
Renter og udbytter	8.734	14.981
Kursgevinster og tab	-159.906	143.338
Administrationsomkostninger	-3.918	-4.267
Resultat før skat	-155.090	154.052
Rente- og udbytteskat	-1.257	-2.050
Halvårets nettoresultat	-156.347	152.002
Balance		
Aktiver	30.06.08	31.12.07
Likvide midler 1)	21.487	11.568
Kapitalandele 1)	480.236	630.095
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	382
Andre aktiver	1.488	8.014
Aktiver i alt	503.211	650.059
Passiver		
Medlemmernes formue 2)	502.954	649.899
Anden gæld	257	160
Passiver i alt	503.211	650.059
Note 1: Finansielle Instrumenter	30.06.08	30.06.07
Børsnoterede finansielle instrumenter	480.236	629.831
Øvrige finansielle instrumenter	21.487	11.832
I alt finansielle instrumenter	501.723	641.663
Note 2: Medlemmernes formue	1.1.-30.06.08	
Medlemmernes formue primo	867.230	
Udlodning fra sidste år	-115.765	
Emissioner i perioden	77.413	
Indløsninger i perioden	-170.684	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	1.107	
Periodens resultat	-156.347	
Medlemmernes formue ultimo	502.954	
Nøgletal for halvåret	1. halvår 2008	1. halvår 2007
Medlemmernes formue (t.kr.)	502.954	649.899
Cirkulerende kapital (t.kr.)	315.620	258.263
Indre værdi	159,35	251,64
Afkast (pct.) *)	-19,45	26,77
Omkostningspct. *)	0,68	0,67
ÅOP	1,93	-

*) Disse nøgletal er opgjort for halvåret og er derfor ikke sammenlignelige med de tilsvarende nøgletal i årsrapporten opgjort på årsbasis.

Investeringsforeningen
Danske Invest Select
Strødamvej 46
2100 København Ø

Tlf. 33 33 71 71
Fax 33 15 71 71
www.danskeinvest.dk
di@danskeinvest.dk

