



Halvårsrapport 2014

Investeringsforeningen Lån & Spar Invest

lån & spar invest

Indhold

Foreningsoplysninger	3
Ledelsesberetning	4
Udvikling og forventninger	5
Risici og risikostyring	9
Påtegninger	12
Ledelsespåtegning	12
Beretning og halvårsregnskab: 1. januar - 30. juni 2014	13
Information om indhold i afdelingernes beretning og halvårsregnskab	14
Anvendt regnskabspraksis	15
<i>Afdeling Korte Obligationer</i>	
Beretning	17
Resultatopgørelse, balance og noter	19
<i>Afdeling Obligationer</i>	
Beretning	20
Resultatopgørelse, balance og noter	22
<i>Afdeling MixObligationer</i>	
Beretning	23
Resultatopgørelse, balance og noter	25
<i>Afdeling Danmark</i>	
Beretning	26
Resultatopgørelse, balance og noter	28
<i>Afdeling Europa</i>	
Beretning	29
Resultatopgørelse, balance og noter	31
<i>Afdeling Verden</i>	
Beretning	32
Resultatopgørelse, balance og noter	34
<i>Afdeling Nordamerika</i>	
Beretning	35
Resultatopgørelse, balance og noter	37

Foreningsoplysninger

Forening

Investeringsforeningen Lån & Spar Invest
Falkoner Allé 53, 3., 2000 Frederiksberg
Telefon: 38 14 66 00

Hjemmeside: www.lsinvest.dk
E-mail: lsi@invest-administration.dk
CVR-nr.: 66 35 50 12
Reg.nr. i Finanstilsynet: 11.011
Stiftet: 2. juni 1971
Hjemsted: Frederiksberg Kommune
Regnskabsår: 1. januar–31. december

Bestyrelse

Lisa Herold Ferbing (formand)
Bodil Rosenbeck (næstformand)
Niels Mazanti
Kjeld Iversen
Jes Damsted

Investeringsforvaltningselskab

Invest Administration A/S
Falkoner Allé 53, 3., 2000 Frederiksberg
Telefon: 38 14 66 00

Revisor

Ernst & Young P/S
Osvold Helmuhs Vej 4, Postboks 250
2000 Frederiksberg
Telefon: 73 23 30 00

Depotselskab og navnenoteringssted

Lån & Spar Bank A/S
Højbro Plads 9–11, Postboks 2117,
1014 København K
Telefon: 33 78 20 00

Tilsynsmyndighed

Finanstilsynet
Århusgade 110, 2100 København Ø
Telefon: 33 55 82 82

Ledelsesberetning

Det regnskabsmæssige resultat for alle afdelingerne blev under ét på 130 mio. kr. i 1. halvår 2014. Obligationsafdelingerne bidrog positivt til resultatet med et samlet resultat på 65 mio. kr. og aktieafdelingerne med 64 mio. kr.

Foreningens samlede formue steg i 1. halvår med godt 10% til 3,2 mia. kr. mod 2,9 mia. kr. ved udgangen af 2013. Det positive regnskabsresultat på 130 mio. kr., har sammen med nettoemissioner for 167 mio. kr., mere end opvejet udlodninger til investorerne for år 2013, hvor der i april 2014 blev udbetalt i alt 77 mio. kr. til investorerne i afdelingerne.

Alle afdelinger har opnået positive driftsresultater, særligt i aktieafdelingerne, der har haft gavn af stigende aktiemarkeder. I forhold til afdelingernes benchmark, har obligationsafdelingerne haft et bedre afkast end deres benchmark. Tilsvarende har afdeling Danmark, der investerer i danske aktier, leveret et meget tilfredsstillende afkast i forhold til benchmark. De øvrige aktieafdelinger har haft afkast lavere end deres benchmark, og derfor en mindre tilfredsstillende performance. En af årsagerne er, at aktierne i de mindre og mellemstore selskaber er steget mere end aktierne i de store selskaber, som aktieafdelingerne særligt fokuserer på.

Afdelingernes resultat, afkast og formue i første halvår 2014

Afdeling	Resultat (mio. kr.)	Afkast (%)	Benchmark afkast (%)	Formue, ultimo (mio. kr.)
Korte Obligationer	9,5	1,60	0,32	622,9
Obligationer	44,3	3,25	2,25	1.416,8
MixObligationer	11,6	3,95	–	335,6
Danmark	49,2	18,08	17,25	315,7
Europa	5,0	4,75	5,46	107,7
Verden	6,9	2,53	6,79	272,6
Nordamerika	3,3	4,40	7,77	80,0
I alt	129,8			3.151,3

Udvikling og forventninger

Verdensøkonomien er i fremgang, men momentum i væksten er lavere end forventet ved indgangen til året. Konjunkturbarometrene peger således i retning af en rimelig robust vækst, om end ekstreme kuldegrader i starten af året i Nordamerika lagde en dæmper på den økonomiske aktivitet. Derfor er forventningerne til den økonomiske vækst i USA, der pt. er vækstlokomotiv for verdensøkonomien, allerede blevet nedjusteret. Det samme er forventningerne til den økonomiske vækst i Europa.

I starten af året blev finansmarkederne rystet af Ruslands annektering af Krim-halvøen. De efterfølgende geopolitiske spændinger mellem Rusland og Ukraine skabte uro på aktiemarkederne. Krisen har også haft en betydelig negativ indflydelse på Ruslands og Ukraines økonomier, viser de økonomiske nøgletal, men kun begrænset effekt på økonomierne i euroområdet. Euroområdet importerer meget energi fra Rusland, idet ca. 25% af gasimporten og næsten 30% af olieimporten er herfra, så investorernes bekymring for konsekvenserne af en eskalering af krisen har været og er reel nok. Euroområdets eksport til Rusland og Ukraine er derimod relativt beskeden.

Vækstlandeøkonomierne, emerging markets, har stadig samlet set en svag udvikling i den indenlandske efterspørgsel, hvilket også var med til at skabe udsving på emerging markets-aktierne de første godt fire måneder af 2014. Specielt var der fokus på den uregulerede del af det kinesiske lånemarked, der er i stærk vækst. I starten af året var den økonomiske vækst i Kina faldende, bl.a. fordi myndighederne havde strammet lånevilkårene for boligmarkedet.

Lokalvalg i en række vækstlandeøkonomier var også i fokus i starten af året. Valgene blev imødeset med spænding, da de kunne indikere, om der var politiske systemskift på vej. Valgenes udfald skræmte ikke investorerne, så tilliden til emerging markets-landene vendte gradvist tilbage i slutningen af halvåret.

Japan, der gennem årtier har været en økonomi i dvale, præget af lav vækst og deflation, fik som bekendt ny regering i slutningen af 2012. Den nye

regerings massive finanspolitiske stimuli og pengepolitiske lempelser har haft en positiv effekt på den japanske økonomi i 2013, men dog ikke helt som forventet. En planlagt momsforhøjelse fra 5% til 8% i april 2014 skabte et fremrykket forbrug i starten af året, men et stort fald i erhvervs- og tillidsindikatorerne viser, at den japanske økonomi stadig har store strukturelle udfordringer. Inflationen i den japanske økonomi er som følge af momsforhøjelsen stigende.

I løbet af 2. kvartal indtraf et bemærkelsesværdigt stemningsskifte blandt aktie- og kreditinvestorerne, der valgte at se mere lyst på fremtiden. De fortsatte uroligheder i det østlige Ukraine og en voldsom væbnet konflikt i Irak kunne ikke længere spolere optimismen. Investorernes lyst til at investere i de mest risikofyldte aktiver tiltog i styrke i løbet af 2. kvartal. Aktieindeksene nåede nye høje niveauer og kreditspændene faldt yderligere til niveauer, der ikke er set siden før finanskrisen. Udviklingen er lidt paradoksal, da de økonomiske nøgletal i starten af året samlet set ikke har levet op til de positive forventninger ved indgangen til 2014. Det ekstremt kolde vejr i Nordamerika har som nævnt ovenfor været en del af forklaringen, men også et fortsat aftagende momentum i den økonomiske vækst i Kina har dæmpet den globale økonomiske vækst. I Europa er investeringer og forbrug stadig på så lavt et niveau, at den europæiske centralbank, ECB, valgte at lempe pengepolitikken yderligere i starten af juni.

Et dominerende pengepolitisk tema i de seneste måneder har været den faldende inflation i euroområdet. Den seneste opgørelse fra Eurostat viser, at inflationen i euroområdet i maj var på kun 0,5%, hvilket skyldes stabile priser på energi, fødevarer og industrivarer. Sammenholdt med den absolut set lave vækst i den indenlandske efterspørgsel, valgte ECB derfor at indføre en negativ rente for den del af bankernes indlån, der overstiger de lovgivningsmæssige reservekrav. ECB tilfører derudover betydelig likviditet til de europæiske banker ved at tilbyde lån til de pengepolitiske modparter i form af målrettede langfristede markedsoperationer, det såkaldte TLTRO-program. ECB lægger dermed et pres på

bankerne for at øge deres udlån til ikke-finansielle virksomheder og private husholdninger.

Den amerikanske centralbank, FED, fører stadig en meget lempelig, ja nærmest aggressiv pengepolitik i form af dels en nulrentepolitik, dels massive obligationsopkøb. I løbet af 1. halvår er det amerikanske underskud på de offentlige finanser imidlertid skrumpet så meget, at FED ikke ser samme behov for at foretage opkøb af obligationer. Ved indgangen til 2014 var de månedlige opkøb på hele 85 mia. USD, men hver måned er opkøbene blevet reduceret og var i juni reduceret til "kun" 35 mia. USD.

Samlet set har udviklingen på såvel aktie-, kredit- og obligationsmarkederne været meget gunstig for investorerne i 1. halvår af 2014.

Obligationsmarkederne

Fra januar til og med juni faldt de 2-årige danske statsrenter knap 0,20%-point og lå ultimo halvåret på 0,11%. De korte obligationsrenter er stadig forankret i centralbankernes meget lave officielle rentesatser. USA fører fortsat en nulrentepolitik, mens ECB gradvis kopierer den amerikanske pengepolitik og som nævnt ovenfor har sat renten yderligere ned her i 1. halvår. Danmarks Nationalbank valgte pga. en svag dansk krone at benytte lejligheden til at normalisere rentespændet mod eurozonen yderligere. Det skete i slutningen af april, hvor renten på indskudsbeviser blev hævet med 0,15%-point til 0,05%. Siden juli 2012 har renten på indskudsbeviserne været negativ.

De 10-årige renter er i 1. halvår faldet over 0,50%-point, og den danske rentekurve er således blevet væsentlig fladere i løbet af året. På grund af lanceringen af en ny toneangivende dansk 10-årig statsobligation med længere løbetid bliver det danske rentefald teknisk set dog udvandet en smule. Ved udgangen af juni lå den 10-årige danske statsrente på 1,63%. Renteudviklingen i Danmark har stort set fulgt udviklingen i eurozonen, om end rentefaldet i Danmark ikke har været så udpræget som i f.eks. Tyskland. I USA er den 2-årige statsrente steget 0,08%-point til 0,46%, mens renten på den

10-årige amerikanske statsobligation er faldet med 0,5%-point til 2,53%. Foruden den lempelige pengepolitik kan det absolut og relativt set lave renteniveau også tilskrives, at inflationen er lav og forventningerne hertil er lave.

Kreditmarkederne

Kreditmarkederne har i 1. halvår givet positive afkast. I starten af året blev kreditspændene udvidet som følge af den forøgede geopolitiske usikkerhed. Men siden hen har investorernes køb af kreditobligationer presset kreditspændene ned. Ved indgangen til 2014 var kreditspændene, dvs. merrenten på de højtforrentede erhvervsobligationer i forhold til statsobligationerne, på 4%-point og 3,7%-point for henholdsvis amerikanske og europæiske højtforrentede erhvervsobligationer. Pr. 30. juni var kreditspændene indsnævret til henholdsvis 3,5% og 3,3%. Afkastene på de europæiske og amerikanske erhvervsobligationer har derfor været i niveauet 5% i 1. halvår. Kreditobligationer udstedt af selskaber hjemmehørende i vækstlandeøkonomierne, emerging markets, gav et afkast på godt 6%.

Udviklingen viser, at investorernes krav om risikotillæg - altså kompensation for risikoen for, at virksomhederne går i betalingsstandsning og konkurs - nu er på niveauerne fra før finanskrisen. Virksomhederne er dog generelt mindre gældssatte i 2014 end i 2007. Konkursraten er ligeledes på et absolut og relativt set lavt niveau. I USA er det kun 2,1% af virksomhederne, der går konkurs, mens det på globalt plan er 2,5%.

Aktiemarkederne

Der har været store regionale og sektormæssige forskelle i afkastene på aktiemarkederne i 1. halvår 2014. Det var forventet, at en gradvist makroøkonomisk fremgang ville skabe grobund for en fortsat positiv udvikling på aktiemarkederne. Den økonomiske fremgang foregår dog langsommere end forventet ved indgangen til året, hvorved fremgangen i virksomhedernes indtjening også foregår i et lavere væksttempo end forventet. De globale aktier steg målt på MSCI World-indekset alligevel med 6,8%, mens de europæiske steg med 4,1% og de amerikan-

ske steg med 7,8%. I lighed med udviklingen i 2013 har det især været de mindre selskaber, der har haft de højeste afkast. Det globale blue chip-indeks, der omfatter de største selskaber, gav således et afkast på 5,7%.

De danske aktier skilte sig igen positivt ud i 1. halvår 2014. De danske aktier steg således ca. 20%, mens de svenske aktier til sammenligning gav tæt på 0%. Blandt de dårligst performende af de store indeks var de kinesiske, der faldt med 8,5% opgjort i danske kroner. Emerging markets-aktierne gav samlet set et negativt afkast i 1. kvartal, men et stærkt 2. kvartal betød, at afkastet i 1. halvår 2014 blev på 6,9%.

På tværs af sektorer var der også store forskelle i afkastene. I 1. kvartal skilte Forsyning sig positivt ud sammen med Health Care. I 2. kvartal var det især Energi, der sammen med Forsyning havde de mest positive afkast. Udviklingen i Energi og Forsyning kan givetvis forklares med krisen i Østukraine, mens health care-aktierne er steget som følge af spekulationer om opkøb og fusioner - ikke som følge af en bedre end ventet udvikling i selskabernes indtjening.

Forventninger

Selv om makroøkonomierne udvikler sig mindre positivt end forventet ved indgangen til 2014, er der trods alt overordnet set fremgang i økonomierne. Investeringer og forbrug er langsomt på vej opad. Beskæftigelsen er så småt stigende og såvel forbruger- som erhvervstillid er opadgående. På tværs af regioner er det især den amerikanske økonomi, der leder opsvinget, mens den økonomiske vækst i Kina stadig lider under en stram kreditpolitik. Europa er nu officielt ikke længere i recession, men den økonomiske udvikling i den sydlige del af eurozonen er tyngt af den stramme finanspolitik.

Det er naturligvis positivt, at der overordnet set er forventning om fremgang i økonomien, men investorerne på aktie- og kreditmarkederne har i stigende grad indregnet den positive udvikling. En del af forklaringen på investorernes generelt store optimisme og lyst til at investere i de mere risikable aktiver er, at centralbankerne fortsat fører en me-

get, meget lempelig pengepolitik. Den amerikanske centralbanks, FED's, månedlige opkøb af obligationer har direkte bevirket, at renteniveauerne i USA og Europa er presset ned på et meget lavt niveau.

Oftest skal man være særligt agtpågivende, når renten falder, og aktiekurserne stiger, fordi det afspejler modsatte opfattelser af den fundamentale økonomiske udvikling. Det er dog forventningen, at specielt de korte renter i Europa fortsat vil være forankret på et lavt niveau i lang tid pga. den lempelige pengepolitik og lave inflation. Derimod er udviklingen mere usikker for renten på de lange obligationer.

I perioden op til finanskrisen var det økonomiske vækstforløb i verdens store regioner nogenlunde synkront. Det samme var nedturen. Centralbankernes lempelige pengepolitik har også været synkron. Nu er det økonomiske vækstforløb i verdens store regioner ikke længere synkront. Væksten i Kina er efter kinesiske forhold lav, væksten i Europa har svært ved at finde fodfæste, mens væksten i USA er opadgående. Sidstnævnte betyder, at perioden med en nogenlunde synkron pengepolitik snart nærmer sig sin afslutning. Det er pt. ikke indregnet, at USA går væk fra nulrentepolitikken i 2014.

Inflationen i USA er således stigende, hvorved det tidspunkt, hvor den amerikanske centralbank hæver renten, rykker nærmere. Det vil givetvis give et opadgående pres på de lange renter i USA, hvilket sandsynligvis også vil have en afsmittende effekt på de europæiske renter. Ved udgangen af 1. halvår var renten på den 10-årige statsobligation 1,28%-point højere i USA end i Europa, hvor renten var beskeden 1,25%.

Kreditspændene er ligeledes indsnævret yderligere med ca. 0,4%-point, hvorved den direkte rente på erhvervsobligationerne i Europa og USA er henholdsvis 4,6% og 6%. Absolut set i forhold til almindelige stats- og realkreditobligationer er det stadig et attraktivt niveau, selv om antallet af konkurser i 2014 blandt udstederne af erhvervsobligationer mod forventning skulle overstige det forventede ni-

veau på godt 2%. Potentialet for yderligere indsnævninger af kreditspændene synes fortsat begrænset.

Sammenhængen mellem aktiekurserne og virksomhedernes indtjening udtrykt ved nøgletallet Price/Earning (P/E) viser, at en meget stor del af stigningerne på aktiemarkederne de seneste par år skyldes, at investorerne stadig er villige til at betale mere for at få del i virksomhedernes overskud.

I løbet af årets første 6 måneder er forventningerne til fremgangen i de store amerikanske selskaber blevet nedjusteret med godt 3%, så der nu forventes en fremgang i indtjeningen i 2014 på omkring 4,5%. Det samme billede tegner sig for Europa, hvor der forventes en fremgang på godt 2,5%. De lave indregnede forventninger til indtjeningen – sammenholdt med de stigende aktiekurser – gør, at værdiansættelsen af aktierne er steget. Dette øger i sig selv ikke risikoen for en korrektion i aktiekurserne, men det lægger et stigende pres på virksomhederne om at leve op til indtjeningsforventningerne, såfremt kursstigningerne skal fortsætte.

Foreningsforhold

På generalforsamlingen den 9. april 2014 blev Bodil Rosenbeck og Niels Mazanti genvalgt til bestyrelsen og Lisa Herold Ferbing og Jes Damsted nyvalgt til bestyrelsen. Nis Jul Clausen havde meddelt, at denne udtrådte af bestyrelsen, og Ole Bergsten havde meddelt, at denne ikke ønskede at genopstille. KPMG, Statsautoriseret Revisionspartnerselskab blev genvalgt som foreningens revisor.

Efter generalforsamlingen konstituerede bestyrelsen sig med Lisa Herold Ferbing som formand og Bodil Rosenbeck som næstformand.

Bestyrelsen har afholdt 5 bestyrelsesmøder i 1. halvår 2014.

Kort om markederne i 2014

Aktiemarkederne

Det globale aktieindeks opgjort i danske kroner inkl. udbytter steg med 6,8%. Amerikanske aktier steg, målt ved S&P 500-indekset opgjort i danske kroner, med 7,8%. Emerging markets aktier, målt ved MSCI Emerging Free-indekset opgjort i danske kroner, steg med 6,8%. Det europæiske aktieindeks, Stoxx50-indekset steg med 5,5% målt i danske kroner. Det danske aktieindeks OMX København Totalindeks Cap inkl. udbytter steg med 17,3%.

Obligationsmarkederne

Det globale obligationsindeks (J.P. Morgan World Bond-indeks) opgjort i danske kroner steg med 4,9%. Danske statsobligationer fik (målt ud fra det danske obligationsindeks Nordea Constant Maturity Government 5 years) et afkast på 3,2%

Valutamarkederne

Den danske krone faldt med 0,06% i forhold til EUR og steg med 0,6% i forhold til USD.

Risici og risikostyring

Investeringsforeningen Lån & Spar Invest tilbyder obligationsafdelinger, der investerer i korte, mellemlange og lange obligationer samt aktieafdelinger, der investerer i såvel danske som udenlandske aktier. De syv afdelingers generelle profil er vist i nedenstående skema. Afdelingernes generelle profil samt risikoindikator er beskrevet i de følgende afsnit. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingerne henvises til gældende prospekt, der kan hentes på www.lsinvest.dk.

Der er forskellige risici knyttet til de enkelte afdelinger. Risikoen er udtrykt ved en risikoindikator, der er et tal mellem 1 og 7, hvor "1" udtrykker laveste risiko og "7" højeste risiko. Kategorien "1" udtrykker dog ikke en risikofri investering.

1 2 3 4 5 6 7

Lav risiko Høj risiko

Afdelingens placering på risikoindikatoren er bestemt af udsvingene målt som standardafvigelse i afdelingens regnskabsmæssige indre værdi de seneste fem år og/eller repræsentative data.

Store historiske udsving er lig med høj risiko og en placering til højre på indikatoren (6-7). Små udsving er lig med en lavere risiko og en placering til venstre på risikoskalaen (1-2). Afdelingens placering på skalaen er ikke konstant. Placeringen kan ændre

sig med tiden. Risikoindikatoren tager ikke højde for pludseligt indtrufne begivenheder, som eksempelvis devalueringer, politiske indgreb og pludselige udsving i valutaer.

Der er historisk set typisk større risiko forbundet med at investere i aktier end i obligationer, og investering i afdelinger med obligationer svarer ikke til et statsgaranteret indskud.

De historiske data giver ikke nogen garanti for den fremtidige kursudvikling.

Risikoindikatorerne for de enkelte afdelinger i Lån & Spar Invest fremgår af skemaet nedenfor. Eventuelle ændringer i indplaceringen er beskrevet i afdelingsteksterne.

Det er vigtigt at opnå den rigtige kombination af investeringsbeviser i forhold til ens økonomi, tidshorisont og risikovillighed. Det gælder både på tidspunktet for investeringen og løbende i opsparingsperioden. Derfor anbefales det at opsøge rådgivning.

Eksempler på risikoelementer er beskrevet nedenfor. Listen er ikke udtømmende.

Risici knyttet til valg af investeringsbeviser i forskellige afdelinger

Investeringer skal sammensættes ud fra egne behov og forventninger. Man skal derfor være bevidst om

Afdelingernes generelle profil

Afdeling	Stiftet	Investerer fortrinsvis i	Risikoindikator
Korte Obligationer	2001	Korte danske obligationer	2
Obligationer	1991	Danske obligationer	3
MixObligationer	2013	Danske og udenl. obligationer	3
Danmark	1989	Danske aktier	6
Europa	1985	Europæiske aktier	6
Verden	1986	Globale aktier	5
Nordamerika	2002	Nordamerikanske aktier	6

de risici, der er forbundet med den konkrete investering. Det kan være en god ide at fastlægge sin investeringsprofil i samråd med en rådgiver.

Risici knyttet til investeringsmarkederne

Risikoelementer omfatter f.eks. risikoen på aktiemarkederne, renterisikoen, kreditrisikoen og valutarisikoen. Hver af disse risikofaktorer håndteres inden for de givne rammer for de forskellige investeringsområder, afdelingerne investerer i. Et eksempel på risikostyringselementer er lovgivningens regler om risikospredning.

Risici knyttet til investeringsbeslutninger

Investeringsbeslutninger er langt overvejende baseret på porteføljerådgiveres handelsforslag til køb og salg af værdipapirer. Handelsforslagene udspringer af forventninger til fremtiden, der dannes ud fra kendskab til markedsforholdene f.eks. renteutviklingen, konjunkturerne, virksomhedernes indtjening og politiske forhold. Denne type beslutninger er i sigens natur forbundet med usikkerhed.

Målet er at opnå et afkast, der svarer til markedsafkastet af afdelingens benchmark, så der opnås et tilfredsstillende afkast under hensyn til de investeringsområder, der investeres i, omkostninger samt rammer for risikospredning.

Afdelingernes afkast er opgjort efter fradrag af administrations- og handelsomkostninger. Udviklingen i benchmark (afkastet) tager ikke højde for de almindelige omkostninger, der er ved porteføljepleje.

Strategierne medfører, at investeringerne vil afvige fra benchmark, og at afkastene kan blive både højere og lavere end benchmark.

Benchmarket er et indeks, der måler afkastudviklingen på det eller de markeder, hvor den enkelte afdeling investerer.

De væsentligste begrænsninger i investeringerne følger af de gældende regler for risikospredning.

Risici knyttet til driften af foreningen og dens afdelinger

Ved administration af foreningens midler er der en række forretningsmæssige risici, herunder risici i relation til investeringsbeslutningerne, f.eks. kvaliteten af de porteføljemæssige investeringsbeslutninger samt til driften af foreningen, f.eks. menneskelige og systemmæssige fejl, og til den daglige ledelses evne til løbende at holde bestyrelsen godt orienteret om foreningens forhold.

Investeringsforeningen er underlagt kontrol fra Finanstilsynet og en lovpligtig revision ved generalforsamlingsvalgte revisorer.

For yderligere oplysninger om de enkelte afdelinger under Investeringsforeningen Lån & Spar Invest henvises til gældende prospekt for foreningens afdelinger, der kan downloades fra www.lsinvest.dk.

Generelle risikofaktorer

Enkeltlande: Ved investering i værdipapirer i et enkelt land, f.eks. Danmark, er der en risiko for, at det finansielle marked i det pågældende land kan blive udsat for specielle politiske eller reguleringsmæssige tiltag. Desuden vil markeds-mæssige eller generelle økonomiske forhold i landet, herunder også udviklingen i landets valuta og rente, påvirke investeringernes værdi.

Eksposering mod udlandet: Investering i velorganiserede og højtudviklede udenlandske markeder medfører generelt en lavere risiko for den samlede portefølje end investering alene i enkeltlande-/markeder. Udenlandske markeder kan dog være mere usikre end det danske marked på grund af en forøget risiko for en kraftig reaktion på selskabsspecifikke, politiske, reguleringsmæssige, markeds-mæssige og generelle økonomiske forhold.

Valuta: Investeringer i udenlandske værdipapirer giver eksposering mod valutaer, som kan have større eller mindre udsving i forhold til danske kroner. Derfor vil den enkelte afdelings kurs blive påvirket af udsving i valutakurserne mellem disse va-

lutaer og danske kroner. Afdelinger, som investerer i danske aktier eller obligationer, har ingen direkte valutarisiko, og afdelinger, som investerer i euro-pæriske aktier, har begrænset valutarisiko.

Selskabsspecifikke forhold: Værdien af en enkelt aktie og obligation kan svinge mere end det samlede marked og kan derved give et afkast, som er meget forskelligt fra markedets. Forskydninger på valutamarkedet samt lovgivningsmæssige, konkurrencemæssige, markedsmæssige og likviditetsmæssige forhold vil kunne påvirke selskabernes indtjening. Da en aktieafdeling på investeringstidspunktet kan investere op til 10% i et enkelt selskab, kan værdien af afdelingen variere kraftigt som følge af udsving i enkelte aktier. Selskaber kan gå konkurs, hvorved investeringen heri vil være tabt. Der er også om end i mindre grad en selskabsspecifik risiko ved realkreditobligationer, hvor en afdeling kan investere op til 25% i udstedelser fra et realkreditinstitut.

Særlige risici ved obligationsafdelingerne

Obligationsmarkedet: Obligationsmarkedet kan blive udsat for specielle politiske eller reguleringsmæssige tiltag, som kan påvirke værdien af afdelingens investeringer. Desuden vil markedsmæssige eller generelle økonomiske forhold, herunder renteutviklingen globalt, påvirke investeringernes værdi.

Renterisiko: Renteniveauet varierer fra region til region og skal ses i sammenhæng med blandt andet inflationsniveauet. Renterisikoen er risikoen for, at der opstår kursfald som følge af, at renten stiger. Stiger renten, falder kursværdien på obligationerne. Renteutviklingen er blandt andet afhængig af de økonomiske forhold i Danmark og EU. Foreningen styrer renterisikoen ved at fastsætte konkrete grænser/ intervaller for den korrigerede varighed på porteføljen i hver af obligationsafdelingerne. Den korrigerede varighed udtrykker, hvor meget porteføljen forventeligt vil ændre sig ved en rentestigning - og ved et rentefald.

Kreditrisiko: Inden for forskellige obligationstyper - statsobligationer, realkreditobligationer, emerging markets obligationer, kreditobligationer osv. - er der

en kreditrisiko. Kreditrisikoen er risikoen for, at debitorer bag obligationen ikke kan leve op til sine forpligtelser og tilbagebetale sin gæld. Kreditrisikoen er derfor forskellig alt efter udsteders kreditværdighed, som kan ændres over tid. Obligationer udstedt af den danske stat betragtes som meget sikre obligationer, fordi kreditrisikoen er lav.

Ved investering i obligationer udstedt af erhvervsvirksomheder kan der være risiko for, at udsteder får forringet sin rating og/eller ikke kan overholde sine forpligtelser. Kreditspænd udtrykker renteforskellen mellem kreditobligationer og traditionelle, sikre statsobligationer udstedt i samme valuta og med samme løbetid. Kreditspændet viser den præmie, man som investor får for at påtage sig kreditrisikoen.

Særlige risici ved aktieafdelingerne

Udsving på aktiemarkedet: Aktiemarkeder kan svinge meget og stige og falde væsentligt. Udsving kan blandt andet være en reaktion på selskabsspecifikke, politiske og reguleringsmæssige forhold eller være en konsekvens af sektormæssige, regionale, lokale eller generelle markedsmæssige og økonomiske forhold.

Risikovillig kapital: Afkastet kan svinge meget som følge af selskabernes muligheder for at skaffe risikovillig kapital til f.eks. udvikling af nye produkter. En del af en afdelings formue kan investeres i virksomheder, hvis teknologier er helt eller delvist nye, og hvis udbredelse kommercielt og tidsmæssigt kan være vanskelig at vurdere. Lån & Spar Invest investerer primært i "blue chip"/large cap selskaber, hvor adgangen til den nævnte form for risikovillig kapital almindeligvis har mindre betydning.

Risikoklasse - gul

I Erhvervs- og Vækstministeriets risikoklassifikation er afdelingerne, i lighed med andre investeringsfor- eningers afdelinger, risikoklassificeret med farven gul, der betyder, at der er risiko for, at indskuddet på produktet kan tabes helt eller delvist, og at produkttypen ikke er vanskelig at gennemskue. Ud over den gule kategori findes en grøn og en rød kategori.

Påtegninger

Ledelsespåtegning

Foreningens bestyrelse og direktion har dags dato behandlet og godkendt halvårsrapporten for 2014 for Investeringsforeningen Lån & Spar Invest.

I overensstemmelse med gældende praksis har halvårsrapporten ikke været genstand for revision eller review.

Halvårsrapporten er aflagt i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v.

Halvårsregnskaberne for de enkelte afdelinger giver et retvisende billede af de enkelte afdelingers aktiver og passiver, finansielle stilling pr. 30. juni 2014 samt resultatet af afdelingernes aktiviteter for første halvår 2014.

Den fælles ledelsesberetning og ledelsesberetningen for de enkelte afdelinger indeholder en retvisende redegørelse for udviklingen i foreningens og afdelingernes aktiviteter og økonomiske forhold samt en beskrivelse af de væsentligste risici og usikkerhedsfaktorer, som foreningens henholdsvis afdelingerne kan påvirkes af.

Frederiksberg, den 28. august 2014

Direktion:

Invest Administration A/S



Preben Iværson

Bestyrelse:



Lisa Herold Ferbing
formand



Bodil Rosenbeck
næstformand



Niels Mazanti



Kjeld Iversen



Jes Damsted

Beretning og halvårsregnskab

1. januar – 30. juni 2014

Information om indhold i beretning og halvårsregnskab for afdelingerne

Sådan læses beretning og halvårsregnskab

De enkelte afdelinger af Investeringsforeningen Lån & Spar Invest aflægger separat halvårsregnskab og afdelingsberetning. Regnskaberne viser afdelingernes økonomiske udvikling i året samt giver en status ultimo året.

Foreningen håndterer de administrative opgaver og investeringsopgaven fælles for alle afdelinger inden for de rammer, som lovgivningen og bestyrelsen har lagt for afdelingerne.

Derfor er det valgt at beskrive den overordnede markedsudvikling, de generelle risici og foreningens risikostyring i fælles afsnit for alle afdelinger i rapporten. Det anbefales, at afsnittene læses i sammenhæng med de specifikke afdelingsberetninger for samlet set at få et fyldestgørende billede af udviklingen og de særlige forhold og risici, der påvirker de enkelte afdelinger.

Beretning og halvårsregnskab for den enkelte afdeling er struktureret således, at der for hver afdeling indledningsvist er en beretning med beskrivelse af afdelingens profil, hvor de væsentligste karakteristika ved afdelingen er beskrevet, herunder risiko-profil. Derefter følger en beretning om året der gik, hvor afkast og performance beskrives. Performance opgøres ved at sammenligne og vurdere afdelingens afkast i forhold til det eventuelle sammenligningsindeks, benchmark, der er fastlagt for afdelingen. Benchmark opgøres uden omkostninger ved porteføljepleje.

Beretningen om forventningerne til udviklingen i den resterende del af 2014, der er beskrevet sidst i ledelsesberetningen for den enkelte afdeling. Forventningsafsnittet er ikke en eksakt beskrivelse af, hvad man som investor kan forvente at opnå ved investering i afdelingen. Der er usikkerhed knyttet til forventningsafsnittet. Afsnittet supplerer det generelle afsnit om forventninger til den økonomiske udvikling, der er beskrevet i den generelle ledelsesberetning.

I tilknytning til beretningen er givet en række informationer om de ti største positioner i afdelingens portefølje, fordelingen af aktiverne i porteføljen på f.eks. geografiske områder samt en række hoved- og nøgletal for de seneste fem halvårsperioder. Såfremt afdelingen har eksisteret i en kortere periode, er alene angivet tal siden afdelingens første halvårsregnskab.

Herefter følger et halvårsregnskab for den enkelte afdeling. Halvårsregnskabet består af tre elementer: En resultatopgørelse, en balance og et sæt noter.

Resultatopgørelsen viser halvårets indtægter og omkostninger. Indtægterne kan f.eks. være obligationsrenter og aktieudbytter. Kursreguleringen, der er anført i driftsresultatet, vil være positiv, når der samlet for året er kursgevinster på afdelingens portefølje af finansielle instrumenter og negativ, når der samlet er tale om et kurstab. Handelsomkostningerne ved de løbende køb og salg af de finansielle instrumenter fremgår af en separat linje i resultatopgørelsen. Af resultatopgørelsen fremgår endvidere de samlede administrationsomkostninger, der har været forbundet med driften af afdelingen i halvåret samt et skattebeløb, der kan bestå af udbytteskat og renteskat, som ikke kan refunderes.

Balancen er et statusbillede af aktiver og passiver ultimo halvåret. Aktiverne er i al væsentlighed de finansielle instrumenter, som den enkelte afdeling investerer i. Eksempelvis værdien af aktie- eller obligationsbeholdningen ultimo halvåret. Passiverne er i al væsentlighed de investeringsbeviser, som investorerne i afdelingen ejer, også benævnt afdelingens formue.

Noterne er uddybende information om enkelte poster. Notehenvisningerne fremgår af resultatopgørelsen og balancen for den enkelte afdeling. Noterne omfatter f.eks. en beskrivelse af udviklingen i cirkulerende andele, hvor formuetilgang fra salg af investeringsbeviser (emissioner) og formueafgang fra afdelingens køb af investeringsbeviser fra investorerne (indløsninger) fremgår.

Anvendt regnskabspraksis

Halvårsrapporten for Investeringsforeningen Lån & Spar Invest aflægges i overensstemmelse med lov om investeringsforeninger m.v. Der er ikke foretaget ændringer i den anvendte regnskabspraksis i forhold til årsrapporten 2013.

Beløb i fremmed valuta

Indtægter og udgifter i udenlandsk valuta indgår i resultatopgørelsen omregnet til danske kroner ved anvendelse af transaktionsdagens valutakurs. Mellemværende i fremmed valuta omregnes til danske kroner på grundlag af GMT1600-kurser ultimo regnskabsåret. Unoterede valutakurser er fastlagt på baggrund af handelskurserne ultimo regnskabsperioden.

Resultatopgørelsen

Renteindtægter omfatter realiserede og periodiserede renter af obligationer og pantebreve. Renteindtægter på kontant indestående hos depotselskabet m.v. omfatter modtagne og periodiserede renter. Udbytter omfatter de i regnskabsåret modtagne danske aktieudbytter samt udenlandske aktieudbytter.

I det regnskabsmæssige resultat indgår realiserede og urealiserede kursgevinster/–tab. Realiserede kursgevinster/–tab beregnes på grundlag af forskellen mellem salgsværdien og kursværdien primo året henholdsvis købsprisen i halvåret, såfremt aktivet er anskaffet i regnskabsåret. Urealiserede kursgevinster/–tab beregnes som forskellen mellem kursværdien ultimo halvåret og primo året eller købsprisen i halvåret, såfremt aktivet er anskaffet i halvåret.

Administrationsomkostninger, der ikke umiddelbart kan henføres til den enkelte afdeling, er fordelt mellem afdelingerne under hensyntagen til afdelingernes formue ultimo hver måned, jf. vedtægternes § 23.

Under handelsomkostninger føres alle direkte omkostninger i forbindelse med en afdelings handler udført i forbindelse med værdipapirplejen i afdelingen. Handelsudgifter i forbindelse med emissioner

og indløsninger i en afdeling føres direkte på for-
muen.

Balancen

Finansielle instrumenter indregnes og måles til dagsværdi. Ved finansielle instrumenter forstås værdipapirer, pengemarkedsinstrumenter, andele udstedt af andre foreninger, afledte finansielle instrumenter samt likvide midler, herunder valuta. For likvide beholdninger svarer dagsværdien normalt til den nominelle værdi.

Børsnoterede værdipapirer, f.eks. aktier og obligationer, er indregnet til dagsværdi, der opgøres ud fra lukkekurs ultimo regnskabsperioden, idet udtrukne obligationer optages til nutidsværdi, der typisk svarer til den nominelle værdi. Udenlandske værdipapirer er omregnet efter valutakurs ultimo regnskabsperioden.

Værdipapirer indgår og udtages på handelsdagen.

Fusioner

Ved fusion indregnes de overtagne aktiver m.v. i den fortsættende afdelings resultatopgørelse og balance på tidspunktet for fusionens gennemførelse, det vil sige på ombytningstidspunktet. Udlokningspligtige beløb fra den ophørende afdeling medtages i udloknings-
ningen for den fortsættende afdeling ved skattefrie fusioner.

Nøgletal

Cirkulerende andele: Den nominelle kapital af den pågældende afdelings udestående antal andele ultimo halvåret.

Indre værdi pr. andel: Indre værdi pr. andel beregnes som investorernes formue divideret med antal cirkulerende andele ultimo halvåret.

Halvårets afkast i %: Afkast i procent angiver det samlede afkast i den pågældende afdeling i året. Afkastet opgøres som ændring i indre værdi fra primo til ultimo halvåret med korrektion for eventuel ud-
lodning til investorerne i året.

Sharpe ratio: Sharpe ratio er et udtryk for en afdelings afkast eller benchmarkafkastet set i forhold til den påtagede risiko. Nøgletallet beregnes som det historiske afkast minus den risikofri rente divideret med standardafvigelsen på det månedlige afkast i perioden. Sharpe ratio opgøres alene, hvis afdelingens levetid er minimum 36 måneder og højst for en 60 måneders periode.

Standardafvigelse: Standardafvigelsen er et udtryk for udsving i afdelingens afkast eller benchmarkafkastet, og er et statistisk risikomål. Nøgletallet er beregnet på basis af månedlige afkasttal. Standardafvigelse opgøres alene, hvis afdelingens levetid er minimum 36 måneder og højst for en 60 måneders periode.

Omkostningsprocent: Omkostningsprocenter beregnes som afdelingens administrationsomkostninger for året divideret med gennemsnitsformuen, hvor gennemsnitsformuen opgøres som et simpelt gennemsnit af formuens værdi ved udgangen af hver måned i halvåret.

ÅOP: ÅOP (Årlige Omkostninger i Procent) er opgjort som summen af afdelingens seneste CI-omkostningsprocent (typisk administrationsomkostninger i regnskabsåret i procent), direkte handelsomkostninger ved løbende drift i halvåret i procent, samt (aktuelle maksimale emissionstillæg i procent og maksimale indløsningsfradrag i procent)/7, idet 7 år anses som investors gennemsnitlige investeringshorisont.

Benchmarkafkast i procent: Benchmarkafkastet beregnes som ændringen i kr. i det valgte markedsindeks for den pågældende afdeling i halvåret og inkluderer ikke de ved porteføljepleje forbundne handelsomkostninger m.v.

Afdeling Korte Obligationer

Investeringsområde og -profil

Afdeling Korte Obligationer investerer primært i danske obligationer noteret på NASDAQ OMX Copenhagen A/S, f.eks. obligationer udstedt af den danske stat samt realkreditobligationer. Afdelingen kan ikke investere i erhvervsobligationer, medmindre disse er statsgaranterede.

Afdelingens investeringsstrategi sigter imod at sammensætte en portefølje med en lav renterisiko. Rentefølsomheden, målt som porteføljens samlede korrigerede varighed, må maksimalt være 4 år. Det betyder, at ved fuld udnyttelse af intervallet vil en rentestigning på 1%-point, alt andet lige, medføre et kurstab på maksimalt 4% af den samlede porteføljeværdi. Afdelingens benchmark er Nordea GOV CM 2Y-indekset, der består af korte danske statsobligationer. Indekset har en konstant renterisiko på 2 år.

Porteføljen er aktivt styret, og sammensætningen adskiller sig såvel i obligationstyper som i korrigeret varighed fra benchmarket. Afdelingens rådgiver er Gudme Raaschou Asset Management, en del af Lån & Spar Bank A/S.

Afdelingen henvender sig til investorer med en investeringshorisont på minimum to år. Afdelingen kan benyttes til investering af såvel fri opsparing som pensionsmidler.

Udviklingen 1. halvår 2014

Afdeling Korte Obligationer gav i første halvår 2014 et afkast på 1,60%, hvilket er meget tilfredsstillende i forhold til afdelingens benchmark, der gav et afkast på 0,32%. Afkast er en følge af et faldende renteniveau og relativt bedre afkast på realkreditobligationer, som indgår i porteføljen. Det faldende renteniveau har reduceret varigheden fra godt 1,8 til 1,4.

Blandt realkreditobligationerne bidrog særligt de 30-årige 4%-realkreditobligationer og de 10-årige såkaldt 2-lags-realkreditobligationer positivt til performance. De to obligationstyper udgør samlet godt 20% af porteføljen. I juni blev der hjemtaget gevinst i positionen i 2% NYK 2024. Obligationen har været en af højdespringerne med et afkast i størrelsesordenen 4%.

I første halvår faldt de 2-årige danske statsrenter knap 0,20%-point og lå ultimo halvåret på 0,11%. De 10-årige renter er i samme periode faldet over 0,50%-point, og den danske rentekurve er således blevet væsentlig fladere.

Renteudviklingen i Danmark har i store træk fulgt udviklingen i eurozonen, mens rentefaldet har været mindre i USA. Dog har de danske statsobligationer tabt terræn relativt til Tyskland. Såvel det 5- som 10-årige rentespænd er blevet udvidet med godt 10 basispoint i løbet af halvåret. Danmarks Nationalbank fulgte ikke rentenedsættelsen fra den europæiske centralbank, ECB, primo juni, men fastholdt i stedet repoventen på 0,20% p.a. Danmarks Nationalbank valgte således pga. en svag dansk krone at benytte lejligheden til at normalisere rentespændet mod eurozonen yderligere. Tidligere på året hævdede Danmarks Nationalbank isoleret indlånsrenten, og afsluttede således perioden med negative renter på indskudsbeviser.

Rentefaldet skal ses i lyset af en meget lempelig pengepolitik. Den europæiske centralbank, ECB, præsenterede den 5. juni en række nye tiltag. Styringsrenten blev sat ned med 10 basispoint til 0,15%, og indlånsrenten, for den del af indlån der overstiger de lovpligtige reservekrav, blev sænket til -0,10%, og samtidig blev de europæiske bankers likviditetsadgange øget med nye låne- og likviditetsfaciliteter, så bankerne i alt kan trække op imod 400 mia. EUR til en fast lav rente i 4 år. Tiltagene skal motivere øget udlån til europæiske virksomheder og forbrugere med henblik på at skabe vækst og beskæftigelsesfremgang i Europa. Den europæiske centralbanks, ECB's, målsætning er at holde inflationen tæt på men under 2%. Inflationen i Europa ligger p.t. på 0,5%.

Forventninger

Renteudviklingen på de danske obligationer ventes i resten af 2014 i høj grad at være præget af såvel den amerikanske som den europæiske pengepolitik. I USA har centralbanken annonceret, at den nedtrapper de månedlige obligationsopkøb, såfremt den økonomiske udvikling stadig indikerer, at den amerikanske økonomi er på vej mod et selv bærende opsving, og såfremt kerneinflationen fortsat holder sig under 2%. Styringsrenten fastholdes formentlig uforandret i resten af 2014.

Derimod er der mulighed for, at Danmarks Nationalbank, i takt med de forbedrede konjunkturer og en måske svagere dansk krone, vælger at normalisere rentespændet til eurozonen yderligere via selvstændige renteforhøjelser. Dette vil isoleret set kunne påvirke afdelingens afkast i negativ retning. Ved indgangen til andet halvår er renterne på et historisk lavpunkt. Den lave inflation i Europa og de indregnede forventninger til den fremtidige inflationsudvikling gør, at der i resten af 2014 formentlig kun vil være et relativt beskedent opadgående pres på de korte obligationsrenter. Til gengæld er der en risiko for stigende lange renter henimod slutningen af året, som følge af stigende inflation i USA. Dette ventes at have en afsmittende effekt på de europæiske renter, hvorved varighed på obligationsporteføljen holdes lavt relativt til benchmark.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på www.lsinvest.dk.

Halvårsregnskab – Afdeling Korte Obligationer

Fakta om Afdeling Korte Obligationer

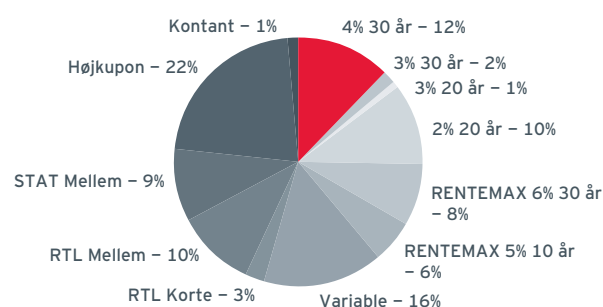
Børsnoteret	
Udbyttebetalende	
Risikokategori	2
Risikoprofil	Gul
Sharpe Ratio (5 år)	1,92
Benchmark	Nordea GOV CM 2Y
Benchmark Sharpe Ratio (5 år)	0,92
ÅOP (2013)	0,67

Porteføljens 10 største positioner: *)

1	0,52%	BRF 422BOA 2018	9,0%
2	2,00%	Nykredit 2NYKI 2024	8,7%
3	4,00%	RD SDRO23S 2041	5,6%
4	4,00%	Unikredit NDA SDRO 2041	5,4%
5	4,00%	Danske Stat St.I. 2017	5,2%
6	2,00%	Unikredit 2 NDA SDROAP 2017	5,0%
7	1,01%	DK Skib SK 2021	4,7%
8	2,50%	Danske Stat St. 2016	4,3%
9	1,01%	BRF 2041	4,1%
10	1,07%	Nykredit 43 DCFOA 2038	3,8%

*) De 10 største positioner er opgjort pr. ultimo juni 2014

Porteføljens sammensætning ultimo juni 2014



Kursudvikling (indekseret 12 måneder)



Hoved- og nøgletal de seneste 5 år for Afdeling Korte Obligationer

	2010	2011	2012	2013	2014
Hovedtal i mio. kr					
Halvårets nettoresultat	10,5	3,0	4,7	2,6	9,5
Investorenes formue	403,0	486,9	579,1	552,9	622,9
Cirkulerende andele (nominel værdi)	398,4	501,7	585,2	557,7	624,6
Nøgletal					
Indre værdi pr. andel, kr.	101,15	97,05	98,96	99,14	99,73
Periodens afkast i pct.	2,90	0,81	0,82	0,46	1,60
Sharpe Ratio	0,18	0,31	1,05	1,76	1,92
Standardafvigelse	1,08	1,21	1,32	1,29	1,19
Omkostningsprocent ¹⁾	0,06	0,28	0,27	0,26	0,25
Benchmark ²⁾					
Benchmarkafkast i pct.	2,91	-0,13	0,40	-0,58	0,32
Sharpe Ratio	0,29	0,05	1,09	1,22	0,92
Standardafvigelse	2,02	1,66	1,87	1,82	1,38

Bemærk: 1) Nøgletallet er opgjort for halvåret. Nøgletallet er ikke sammenligneligt med tallet i årsrapporten.

2) Benchmark blev etableret i 2008, hvor effas 1-3 blev benyttet. Benchmark er udskiftet i 2011.

Sharpe Ratio og Standardafvigelse fra 2011 er baseret på det aktuelle benchmark. Tallene for 2010 er 3 års gennemsnit.

Resultatopgørelse 1. halvår

NOTE (1.000 KR.)	2014	2013
Renter og udbytter	8.183	8.311
Kursgevinster og -tab	2.774	-4.217
Administrationsomkostninger	-1.500	-1.451
Resultat før skat	9.457	2.643
Skat	0	0
Halvårets nettoresultat	9.457	2.643

Balance, ultimo 1. halvår 2014 samt ultimo 2013

NOTE (1.000 KR.)	2014	2013
Aktiver		
Likvide midler	1.583	8.534
Noterede obligationer	628.304	574.549
Andre aktiver	5.170	5.260
1 Aktiver i alt	635.057	588.343
Passiver		
2 Investorenes formue	622.867	587.938
Anden gæld	12.190	405
Passiver i alt	635.057	588.343

Noter

NOTE (PROCENT)	2014	2013
1 Aktiver		
Fordeling af finansielle instrumenter		
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,9	97,7
Øvrige finansielle instrumenter	1,1	2,3
	100,0	100,0
Af de børsnoterede finansielle instrumenter er 90,7% placeret i realkreditobligationer og 9,3% placeret i statsobligationer.		
	Cirkulerende andele (stk.)	Formueværdi (1.000 KR.)
2 Investorenes formue		
Investorenes formue, primo	5.865.000	587.938
Udlodning fra sidste år		-12.829
Emissioner	396.000	39.711
Indløsninger	-15.000	-1.509
Emissionstillæg og indløsningsfradrag		99
Overført fra resultatopgørelsen		9.457
I alt investorenes formue	6.246.000	622.867

Investeringsområde og -profil

Afdeling Obligationer investerer primært i danske obligationer noteret på NASDAQ OMX Copenhagen A/S, f.eks. obligationer udstedt af den danske stat samt realkreditobligationer. Afdelingen kan ikke investere i erhvervsobligationer, medmindre disse er statsgaranterede.

Afdelingens investeringsstrategi sigter mod at sammensætte en portefølje med en lav til mellem renterisiko. Rentefølsomheden, målt som porteføljens samlede korrigerede varighed, skal ligge i intervallet 2–6 år. Det vil sige, at ved fuld udnyttelse af intervallet vil en rentestigning på 1%-point, alt andet lige, medføre et kurstab på maksimalt 6% af den samlede porteføljeværdi. Afdelingens benchmark er sammensat af 50% Nordea GOV CM 3Y og 50% Nordea GOV CM 5Y. Begge indeks består af korte og mellemlange danske statsobligationer. Benchmark har en konstant renterisiko på 4 år.

Porteføljen er aktivt styret, og sammensætningen adskiller sig såvel i obligationstyper som i korrigeret varighed fra benchmarket. Afdelingens rådgiver er Gudme Raaschou Asset Management, en del af Lån & Spar Bank A/S.

Afdelingen henvender sig til investorer med en investeringshorisont på minimum tre år. Afdelingen kan benyttes til investering af såvel fri opsparing som pensionsmidler.

Udviklingen i 1. halvår 2014

Afdeling Obligationer gav i første halvår 2014 et afkast på 3,25%. Afkastet er meget tilfredsstillende i forhold til afdelingens benchmark, der gav et afkast på 2,25%. Det pæne afkast tager hovedsageligt afsæt i et faldende renteniveau gennem første halvår af 2014 og et relativt bedre afkast på realkreditobligationer, der indgår i porteføljen. Det faldende renteniveau har reduceret varigheden fra godt 4 til 3.

Blandt realkreditobligationer bidrog særligt de 30-årige realkreditobligationer med kuponrenter på 3% og 3,5% samt de 10-årige såkaldte 2-lags-realkreditobligationer. Begge er overvægtet i porteføljen og udgør en samlet vægt på godt 35% af porteføljen.

I første halvår faldt de 2-årige danske statsrenter knap 0,20%-point og lå ultimo halvåret på 0,11%. De 10-årige renter er i samme periode faldet over 0,50%-point, og den

danske rentekurve er således blevet væsentlig fladere. Ved udgangen af juni lå den 10-årige danske statsrente på 1,63%. I USA har rentefaldet været mindre, og de to-neangivende amerikanske statsobligationer handler nu med højere renter end tilfældet er i Europa. Renteudviklingen i Danmark har fulgt udviklingen i eurozonen, dog har de danske statsobligationer tabt terræn relativt til Tyskland. Såvel det 5- som 10-årige rentespænd er blevet udvidet med godt 10 basispoint i løbet af 2014. Danmarks Nationalbank fulgte ikke rentenedsættelsen fra den europæiske centralbank, ECB, primo juni, men fastholdt i stedet repoenten på 0,20% p.a. Danmarks Nationalbank valgte således pga. en svag dansk krone at benytte lejligheden til at normalisere rentespændet mod eurozonen yderligere. Tidligere på året hævede Danmarks Nationalbank isoleret indlånsrenten, og afsluttede således perioden med negative renter på indskudsbeviser.

De faldende renter er en følge af centralbankernes lempelige pengepolitik. Den europæiske centralbank, ECB, præsenterede den 5. juni en række nye tiltag. Styringsrenten blev sat ned med 10 basispoint til 0,15%, og indlånsrenten, for den del af indlån der overstiger de lovpligtige reserver, blev sænket til -0,10%, og samtidig blev de europæiske bankers likviditetsadgange øget med nye låne- og likviditetsfaciliteter, så bankerne i alt kan trække op imod 400 mia. EUR til en fast lav rente i 4 år. Tiltagene skal motivere øget udlån til europæiske virksomheder og forbrugere med henblik på at skabe vækst og beskæftigelsesfremgang i Europa. Den europæiske centralbanks, ECB's, målsætning er at holde inflationen tæt på men under 2%. Inflationen i Europa ligger p.t. på 0,5%.

Forventninger

Renteudviklingen på de danske obligationer ventes i resten af 2014 i høj grad at være præget af såvel den amerikanske som den europæiske pengepolitik. Det er forventningen, at både den amerikanske og europæiske centralbank vil fastholde de styrende renter på et lavt niveau gennem resten af 2014.

Derimod er der mulighed for, at Danmarks Nationalbank, i takt med de forbedrede konjunkturer og en måske svagere dansk krone, vælger at normalisere rentespændet til eurozonen yderligere via selvstændige renteforhøjelser. Dette vil isoleret set kunne påvirke afdelingens afkast i negativ retning. Ved indgangen til andet halvår er renterne på et historisk lavpunkt. Den lave inflation i Europa og de indregnede forventninger til den fremtidige inflationsudvikling gør, at der i resten af 2014 formentlig kun vil være et relativt beskedent opadgående pres på de korte obligationsrenter. Til gengæld er der en risiko for stigende lange renter henimod slutningen af året, som følge af stigende inflation i USA. Dette vil have en afsmittende effekt på de europæiske renter, og derfor undervægtes varigheden for den kommende periode.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på www.lsinvest.dk.

Halvårsregnskab – Afdeling Obligationer

Fakta om Afdeling Obligationer

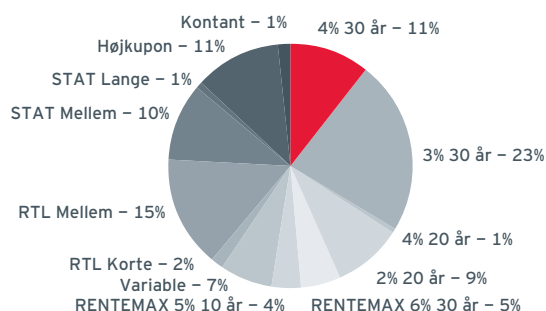
Børsnoteret	
Udbyttebetalende	
Risikokategori	3
Risikoprofil	Gul
Sharpe Ratio (5 år)	1,59
Benchmark	50% Nordea GOV CM 3Y og 50% Nordea GOV CM 5Y
Benchmark Sharpe Ratio (5 år)	1,10
ÅOP (2013)	0,65

Porteføljens 10 største positioner: *)

1	4,00%	Stat Danske St 19	8,4%
2	2,00%	Nykredit 2024	6,4%
3	3,50%	BRF 411EOA 2044	5,2%
4	3,00%	Unikredit SDRO OK 2016	5,2%
5	1,07%	Nykredit 33D CF 2038	4,5%
6	3,00%	Unikredit SDRO 2044	4,0%
7	3,00%	BRF 111E 2044	3,5%
8	2,00%	RD 10TAP 2017	3,4%
9	3,50%	Unikredit SDRO 2044	3,3%
10	2,00%	DLR SDO AP 2017	3,3%

*) De 10 største positioner er opgjort pr. ultimo juni 2014

Porteføljens sammensætning ultimo juni 2014



Kursudvikling (indekseret 12 måneder)



Hoved- og nøgletal de seneste 5 år for Afdeling Obligationer

	2010	2011	2012	2013	2014
Hovedtal i mio. kr					
Halvårets nettoresultat	28,5	4,6	15,5	-2,6	44,3
Investorenes formue	811,8	1.006,4	1.201,5	1.319,6	1.416,8
Cirkulerende andele (nominel værdi)	898,6	1.180,5	1.356,3	1.505,0	1.592,3
Nøgletal					
Indre værdi pr. andel, kr.	90,35	85,26	88,59	87,68	88,98
Periodens afkast i pct.	3,97	0,83	1,32	-0,21	3,25
Sharpe Ratio	0,14	0,33	0,87	1,31	1,59
Standardafvigelse	2,57	2,63	2,79	2,69	2,19
Omkostningsprocent ¹⁾	0,28	0,27	0,26	0,25	0,24
Benchmark ²⁾					
Benchmarkafkast i pct.	5,40	0,00	0,94	-1,53	2,25
Sharpe Ratio	0,35	0,05	1,08	1,14	1,10
Standardafvigelse	2,75	3,16	3,52	3,54	3,06

Bemærk: 1) Nøgletallet er opgjort for halvåret. Nøgletallet er ikke sammenligneligt med tallet i årsrapporten.

2) Benchmark blev etableret i 2008, hvor effas 1-3 blev benyttet. Benchmark er udskiftet i 2011.

Sharpe Ratio og Standardafvigelse fra 2011 er baseret på det aktuelle benchmark. Tallene for 2010 er 3 års gennemsnit.

Resultatopgørelse 1. halvår

NOTE (1.000 KR.)	2014	2013
Renter og udbytter	19.419	20.334
Kursgevinster og -tab	28.184	-19.641
Administrationsomkostninger	-3.297	-3.264
Resultat før skat	44.306	-2.571
Skat	0	0
Halvårets nettoresultat	44.306	-2.571

Balance, ultimo 1. halvår 2014 samt ultimo 2013

NOTE (1.000 KR.)	2014	2013
Aktiver		
Likvide midler	4.305	2.475
Noterede obligationer	1.419.047	1.333.358
Andre aktiver	12.836	10.876
1 Aktiver i alt	1.436.188	1.346.709
Passiver		
2 Investorenes formue	1.416.840	1.345.794
Anden gæld	19.348	915
Passiver i alt	1.436.188	1.346.709

Noter

NOTE (PROCENT)	2014	2013
1 Aktiver		
Fordeling af finansielle instrumenter		
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,8	99,0
Øvrige finansielle instrumenter	1,2	1,0
	100,0	100,0
<p>Af de børsnoterede finansielle instrumenter er 88,6% placeret i realkreditobligationer, 10,9% placeret i statsobligationer og 0,5% i kontanter.</p>		
	Cirkulerende andele (stk.)	Formueværdi (1.000 KR.)
2 Investorenes formue		
Investorenes formue, primo	15.219.000	1.345.794
Udlodning fra sidste år		-35.728
Emissioner	729.000	64.579
Indløsninger	-25.000	-2.218
Emissionstillæg og indløsningsfradrag		107
Overført fra resultatopgørelsen		44.306
I alt investorenes formue	15.923.000	1.416.840

Investeringsområde og -profil

Afdeling MixObligationer investerer i danske og udenlandske statsobligationer og realkreditobligationer, herunder indeksobligationer. Endvidere investerer afdelingen i obligationer med lav kreditrating, herunder virksomhedsobligationer og emerging markets obligationer, gennem investering i andele i UCITS-afdelinger. De finansielle instrumenter skal handles på et reguleret marked, der er medlem af "World Federation of Exchanges" eller et andet reguleret marked. Obligationerne og UCITS-afdelingerne kan være udstedt i såvel danske kroner som i EUR og USD, ligesom obligationerne kan have såvel kort som lang korrigeret varighed.

Investering kan enten ske direkte eller gennem andele i andre foreninger. Mindst 40% af formuen skal være placeret i danske stats-, indeks- eller realkreditobligationer. Endvidere gælder en ramme på maksimalt 25% eksponering med "Investment Grade" erhvervsobligationer, 25% eksponering mod "Speculative Grade" erhvervsobligationer samt 25% emerging markets obligationer. Afdelingen kan inden for sit investeringsområde investere over 35% af sin formue i værdipapirer m.v. som nævnt i lov om investeringsforeninger m.v. § 147, stk. 1, nr. 4, efter bestemmelserne i samme lovs § 148.

Bestyrelsen har i rammerne for afdelingens investeringer fastsat, at den gennemsnitlige korrigerede varighed for porteføljen i danske obligationer samt direkte investeringer i udenlandske statsobligationer og covered bonds skal være 2-6 år. Endvidere, at afdelingen kun kan placere i instrumenter denomineret i DKK, USD eller EUR. Afdelingen kan anvende afledte finansielle instrumenter på dækket basis til afdækning af valutarisiko på USD.

Afdelingen benytter ikke benchmark. Porteføljen er aktivt styret. Afdelingens rådgiver er Gudme Raaschou Asset Management, en del af Lån & Spar Bank A/S.

Afdelingen henvender sig til investorer med en investeringshorisont på minimum fire år. Afdelingen kan benyttes til investering af både fri opsparing og pensionsmidler.

Udviklingen i 1. halvår 2014

Afdeling MixObligationer gav i første halvår 2014 et afkast på 3,9%. Afkastet er meget tilfredsstillende, specielt set i forhold til sammenlignelige danske statsobligationer, der gav et afkast i niveauet 1,5% i samme periode. Afkastet er hovedsageligt drevet af et faldende dansk og internationalt renteniveau, fra faldende inflation og lempelig pengepolitik, men også af et godt afkastbidrag fra danske realkreditobligationer og udenlandske erhvervsobligationer.

Varigheden i porteføljens andel af danske obligationer er reduceret, i takt med det faldende renteniveau, til et niveau

på godt 3, hvilket er lidt over 0,5 lavere i forhold til primo året.

Gennem første halvår faldt renten på de 2-årige danske statsobligationer med knap 0,20%-point og lå ved udgangen af juni på 0,11%. De 10-årige renter er i samme periode faldet mere end 0,50%-point, og den danske rentekurve er således blevet væsentlig fladere i løbet af halvåret. Ved udgangen af juni lå den 10-årige danske statsrente på 1,63% p.a. Renteudviklingen i Danmark har fulgt udviklingen i eurozonen, dog har de danske statsobligationer tabt terræn relativt til renteniveauet på de tyske statsobligationer. Såvel det 5- som 10-årige rentespænd er blevet udvidet med godt 10 basispoint i løbet af 2014 og er på det højeste niveau siden slutningen af 2011. Danmarks Nationalbank fulgte ikke rentenedsættelsen fra den europæiske centralbank, ECB, primo juni, men fastholdt reporenten på 0,20% p.a. Danmarks Nationalbank valgte således pga. en svag dansk krone at benytte lejligheden til at normalisere rentespændet mod eurozonen yderligere.

Porteføljens andel af udenlandske erhvervsobligationer, i form af investment grade og high yield-erhvervsobligationer i USA, Europa og emerging markets-landene har leveret et afkast i niveauet 5%, hvilket har bidraget positivt til det samlede afkast. Kreditspændene for de amerikanske og europæiske high yield-obligationer er i løbet af halvåret blevet indsnævret med henholdsvis ca. 50 og 40 basispoint til 353 og 367 basispoint ved udgangen af juni. Emerging markets-erhvervsobligationerne er indsnævret med 20 basispoint til nu 297.

Forventninger

Det er forventningen, at specielt de korte renter vil være forankret på et meget lavt niveau pga. den lempelige pengepolitik og lave inflation. Til gengæld er der en risiko for stigende lange renter henimod slutningen af året, som følge af en stigende inflation i USA. Dette vil givetvis også have en afsmittende effekt på de europæiske renter, hvorfor varigheden i porteføljen fastholdes på et relativt lavt niveau. Den danske del af porteføljen er her ved indgangen til andet halvår hovedsageligt placeret i konverterbare realkreditobligationer ud fra en forventning om et merafkast relativt til statsobligationer.

På trods af relativt højt afkast i første halvår fremstår erhvervsobligationer som en interessant aktivklasse. Specielt sammenlignet med statsobligationer, hvor renterne er meget lave. Erhvervsobligationer er dog mere risikofyldte. Konkursraten befinder sig fortsat, set i historisk perspektiv, på et meget lavt niveau. Den globale konkursrate for high yield-selskaber lå ved udgangen af juni på ca. 1,5%, og den europæiske endda under 1%. Den historisk gennemsnitlige globale konkursrate ligger på 4,5%.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på www.linsinvest.dk.

Halvårsregnskab – Afdeling MixObligationer

Fakta om Afdeling MixObligationer

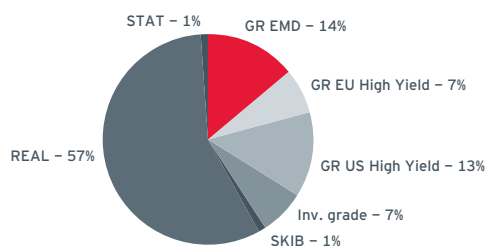
Børsnoteret	
Udbyttebetalende	
Risikokategori	3
Risikoprofil	Gul
Sharpe Ratio (5 år)	–
Benchmark	–
ÅOP (2013)	0,64

Porteføljens 10 største positioner: *)

1		GR Emerging Markets Debt	13,5%
2		GR US High Yield	12,5%
3		GR EU High Yield	7,5%
4		SpariInv Grade Val bonds BUIO	6,8%
5	2,00%	RD 2RD10TJA 2017	6,4%
6	3,00%	Nykredit 01E A. 2044	6,0%
7	2,00%	Nykredit 2NYKI 2024	5,7%
8	2,00%	BRF 2BRF321B 2017	5,2%
9	4,00%	Unikredit NDA SDRO 2041	4,4%
10	3,00%	Unikredit NDA SDRO 2044	2,4%

*) De 10 største positioner er opgjort pr. ultimo juni 2014

Porteføljens sammensætning ultimo juni 2014



Kursudvikling (indekseret 12 måneder)



— Afdeling MixObligationer

Hoved- og nøgletal de seneste 5 år for Afdeling MixObligationer

	2013	2014
Hovedtal i mio. kr		
Halvårets nettoresultat	-3,0	11,6
Investorerne formue	105,8	335,6
Cirkulerende andele (nominel værdi)	108,2	329,5
Nøgletal		
Indre værdi pr. andel, kr.	97,78	101,86
Periodens afkast i pct.	-2,22	3,95
Sharpe Ratio ¹⁾	–	–
Standardafvigelse ¹⁾	–	–
Omkostningsprocent ²⁾	0,06	0,24
Benchmark		
Ingen		–

Bemærk: 1) Afdelingen er under 3 år. Afdelingen er stiftet 10. december 2012.

2) Nøgletallet er opgjort for halvåret. Nøgletallet er ikke sammenligneligt med tallet i årsrapporten.

Resultatopgørelse 1. halvår

NOTE (1.000 KR.)	2014	2013 ¹⁾
Renter og udbytter	2.081	174
Kursgevinster og -tab	10.248	-3.051
Administrationsomkostninger	-754	-127
Resultat før skat	11.575	-3.004
Skat	0	0
Halvårets nettoresultat	11.575	-3.004

1) For perioden 2. maj 2013 – 30. juni 2013

Balance, ultimo 1. halvår 2014 samt ultimo 2013

NOTE (1.000 KR.)	2014	2013
Aktiver		
Likvide midler	5.230	7.851
Noterede obligationer	193.672	150.698
Kapitalandelse	135.412	123.195
Andre aktiver	1.441	1.520
1 Aktiver i alt	335.755	283.264
Passiver		
2 Investorenes formue	335.584	283.011
Anden gæld	171	253
Passiver i alt	335.755	283.264

Noter

NOTE (PROCENT)	2014	2013
1 Aktiver		
Fordeling af finansielle instrumenter		
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,0	96,7
Øvrige finansielle instrumenter	2,0	3,3
	100,0	100,0

Af de børsnoterede finansielle instrumenter er 55,7% placeret i realkreditobligationer, 2,0% placeret i statsobligationer, 6,8% i aktie baserede afdelinger, 33,5% i obligationsbaserede afdelinger og 2,0% i kontanter.

	Cirkulerende andele (stk.)	Formueværdi (1.000 KR.)
2 Investorenes formue		
Investorenes formue, primo	2.828.597	283.011
Udlodning fra sidste år		-6.410
Emissioner	466.000	47.023
Indløsninger	0	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag		385
Overført fra resultatopgørelsen		11.575
I alt investorenes formue	3.294.597	335.584

Investeringsområde og -profil

Afdeling Danmark investerer i aktier optaget til handel på NASDAQ OMX, Copenhagen A/S. Afdelingens mål er at opnå et afkast på niveau med benchmark, der er OMX København Totalindeks Cap. Porteføljen er aktivt styret, og der vil derfor ofte være en over- og undervægt af selskaber i forhold til afdelingens benchmark. Et forventet relativt gunstigt forløb for ét selskab vil således medføre en overvægtning af dette.

De enkelte selskaber udvælges på grundlag af en sammenlignende analyse, og der er derfor ikke på forhånd fastlagt en ramme for en fordeling af porteføljen, der typisk består af 25 til 50 selskaber. Afdelingens rådgiver er Gudme Raaschou Asset Management, en del af Lån & Spar Bank A/S.

Afdelingen henvender sig til investorer med en investeringshorisont på minimum fire år. Afdelingen kan benyttes til investering af både fri opsparing og pensionsmidler.

Udviklingen i 1. halvår 2014

Afdeling Danmark gav i første halvår 2014 et meget tilfredsstillende afkast på 18,1%, mens benchmark steg 17,3%. Såvel det absolutte og relative afkast er meget tilfredsstillende og en del over forventningerne. Ved indgangen til 2014 gav udviklingen i den internationale økonomi forventninger om en moderat men positiv udvikling på det danske aktiemarked. Kursudviklingen på aktiemarkederne har været relativt stabil gennem første halvår, bortset fra en kort periode med uro i Ukraine og Irak. Investorerne har haft rettet deres fokus mod de positive vækstforventninger, som fremgangen i den globale økonomi og det generelt meget lave renteniveau understøtter.

Halvårets afkast er i høj grad trukket af pæne stigninger i flere af de største selskaber. Således har Novo Nordisk, Danske Bank, Coloplast og ikke mindst Pandora bidraget til at løfte det samlede afkast, mens Carlsberg, DSV og William Demant har givet mere beskedne afkast.

Det største bidrag til performance kommer fra Auriga, hvor kombinationen af overvægt og en kursstigning på hele 45% har givet et bidrag til performance på 1,3%-point. Kursstigningen kan dels forklares ved en meget positiv udvikling i selskabets drift, hvor markedet har fået større og større tiltro til, at selskabet kan nå dets langsigtede målsætning, dels med spekulationer i salg af selskabets mest betydende aktiv, Cheminova. Pandora fortsætter med at overraske markedet positivt med en god omsætningsvækst, stigende marginaler og et meget stærkt cash flow og med en kursstigning på 45% har selskabet bidraget med 0,3%-point til performance. Der har derudover været pæne bidrag fra investeringer i NKT, ISS, Ambu, mens fravalget af investering i Chr. Hansen, og især Lundbeck ligeledes har bidraget til performance.

Forventninger

Det danske aktiemarked har i første halvår klaret sig noget bedre end de fleste europæiske markeder. I de kommende kvartaler vil udviklingen formentlig i højere grad være påvirket af udviklingen på de amerikanske og de europæiske aktiemarkeder.

Aktiemarkederne faldt i løbet af andet kvartal til ro efter den turbulens, der prægede markederne i kølvandet på uroen i Ukraine og Irak. Investorerne har atter opmærksomheden rettet mod de positive vækstforventninger, der følger af fremgangen i den globale økonomi og det generelt meget lave renteniveau. Forventningerne til den amerikanske økonomi er mest positive, men også Europa ser ud til at fortsætte den positive tendens fra slutningen af 2013.

Det er indregnet i værdiansættelsen af de danske aktier, at de danske virksomheder fortsætter med at skabe en høj vækst i indtjeningen. Værdiansættelsen af de danske aktier er fortsat noget over niveauet for globale aktier, men innovationsniveauet blandt store nøgleselskaber som Novo Nordisk, Coloplast, Novozymes m.fl. kan berettiggende det høje kursniveau. Sammenholdt med en positiv trend for de globale konjunkturer og generelt faldende afkastkrav, som følge af det lave renteniveau, understøtter det en forventning om et positivt afkast for den resterende del af 2014.

Det er væsentligt for yderligere aktiekursstigninger, at virksomhederne formår at realisere den ventede vækst i indtjeningen. Sker det ikke, er der risiko for kursfald. Afdelingen følger en aktiv investeringsstrategi. Afkastet i afdelingen kan blive højere eller lavere end benchmark, dels som følge af den betydelige usikkerhed, der præger de finansielle markeder, dels fordi sammensætningen af aktieporteføljen ikke afspejler benchmark.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på www.lsinvest.dk.

Halvårsregnskab – Afdeling Danmark

Fakta om Afdeling Danmark

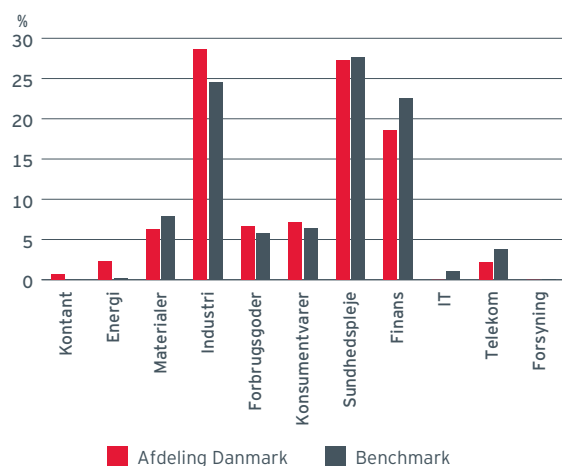
Børsnoteret	
Udbyttebetalende	
Risikokategori	6
Risikoprofil	Gul
Sharpe Ratio (5 år)	1,16
Benchmark	OMX København Totalindeks Cap inkl. udbytte
Benchmark Sharpe Ratio (5 år)	1,20
ÅOP (2013)	1,54

Porteføljens 10 største positioner: *)

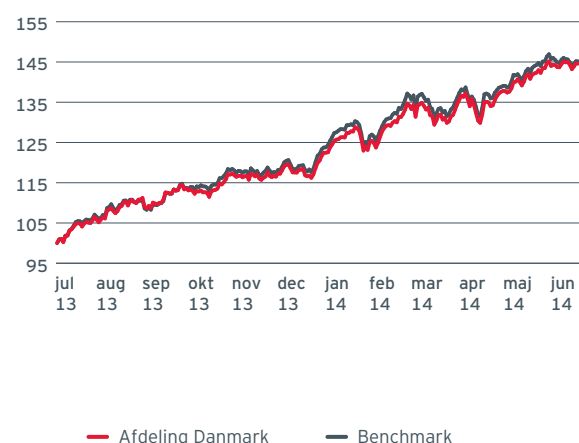
1	Novo Nordisk	9,7%
2	Danske Bank	8,8%
3	A. P. Møller Mærsk A	7,7%
4	Coloplast B	7,2%
5	Pandora	6,6%
6	ISS	4,6%
7	Carlsberg B	3,7%
8	Nordea Bank	3,6%
9	Novozymes B	3,0%
10	GN Store Nord	3,0%

*) De 10 største positioner er opgjort pr. ultimo juni 2014

Porteføljens sammensætning ultimo juni 2014



Kursudvikling (indekseret 12 måneder)



Hoved- og nøgletal de seneste 5 år for Afdeling Danmark

	2010	2011	2012	2013	2014
Hovedtal i mio. kr					
Halvårets nettoresultat	24,6	-14,9	22,6	18,6	49,2
Investorerens formue	200,4	223,1	187,2	222,8	315,7
Cirkulerende andele (nominel værdi)	73,3	73,2	68,2	67,8	70,1
Nøgletal					
Indre værdi pr. andel, kr.	273,58	304,78	274,53	328,50	450,12
Periodens afkast i pct.	14,08	-6,26	11,90	8,90	18,08
Sharpe Ratio	0,08	-0,01	-0,26	0,11	1,16
Standardafvigelse	22,91	23,03	24,24	22,80	15,04
Omkostningsprocent ¹⁾	0,66	0,65	0,65	0,64	0,61
Benchmark					
Benchmarkafkast i pct.	8,76	-6,64	10,82	11,74	17,25
Sharpe Ratio	0,08	-0,05	-0,35	0,03	1,20
Standardafvigelse	21,86	21,76	22,74	21,65	13,99

Bemærk: 1) Nøgletallet er opgjort for halvåret. Nøgletallet er ikke sammenligneligt med tallet i årsrapporten.

Resultatopgørelse 1. halvår

NOTE (1.000 KR.)	2014	2013
Renter og udbytter	4.344	3.902
Kursgevinster og -tab	46.818	16.176
Administrationsomkostninger	-1.842	-1.454
Resultat før skat	49.320	18.624
Skat	-82	-65
Halvårets nettoresultat	49.238	18.559

Balance, ultimo 1. halvår 2014 samt ultimo 2013

NOTE (1.000 KR.)	2014	2013
Aktiver		
Likvide midler	1.589	4.828
Kapitalandelse	313.877	266.940
Andre aktiver	2.880	1
1 Aktiver i alt	318.346	271.769
Passiver		
2 Investorenes formue	315.738	271.314
Anden gæld	2.608	455
Passiver i alt	318.346	271.769

Noter

NOTE (PROCENT)	2014	2013
1 Aktiver		
Fordeling af finansielle instrumenter		
Børsnoterede finansielle instrumenter	98,6	98,2
Øvrige finansielle instrumenter	1,4	1,8
	100,0	100,0

Af de børsnoterede finansielle instrumenter er 28,8% placeret i Industri, 27,5% i Sundhedspleje, 18,7% den finansielle sektor, 13,2% i Forbrugsgoder og Konsumentvarer og 11,8% i andre sektorer.

	Cirkulerende andele (stk.)	Formueværdi (1.000 KR.)
2 Investorenes formue		
Investorenes formue, primo	674.370	271.314
Udlodning fra sidste år		-16.155
Emissioner	39.000	16.680
Indløsninger	-12.000	-5.395
Emissionstillæg og indløsningsfradrag		56
Overført fra resultatopgørelsen		49.238
I alt investorenes formue	701.370	315.738

Investeringsområde og -profil

Afdeling Europa investerer i aktier, som er optaget til handel på et reguleret europæisk marked. Afdelingens portefølje består primært af større virksomheder, de såkaldte Large Cap- eller Blue Chip-selskaber. Afdelingens mål er at opnå et afkast, der er på niveau med markedsafkastet for afdelingens benchmark. Den 1. april 2013 skiftede afdelingen benchmark til Stoxx50-indekset mod tidligere MSCI Europa-indekset. Benchmark opgøres i DKK incl. udbytte.

Porteføljen styres aktivt, og der vil derfor ofte være en over- og undervægt af sektorer eller selskaber i forhold til afdelingens benchmark. Den enkelte aktie bliver udvalgt på basis af en analyse af selskabets fundamentale udvikling, og der er derfor ikke en på forhånd fastlagt ramme for fordeling af porteføljen. Porteføljen kan bestå af 35 til 100 selskaber, men omfatter typisk ca. 50 selskaber. Afdelingens rådgiver er Gudme Raaschou Asset Management, en del af Lån & Spar Bank A/S.

Afdelingen henvender sig til investorer med en investeringshorisont på minimum 4 år og anbefales til investering af både fri opsparing og pensionsopsparing.

Udviklingen i 1. halvår 2014

Afdeling Europa gav i første halvår et afkast på 4,8%. Til sammenligning steg afdelingens benchmark, Stoxx50-indekset, 5,5%. Første halvår levede således op til forventningerne om et positivt afkast. Absolut set er afdelingens resultat tilfredsstillende, men mindre tilfredsstillende i forhold til benchmark, der opgøres uden omkostninger.

Ved indgangen til året var der forventninger om en positiv udvikling på de europæiske aktiemarkeder blandt andet fra en tiltagende vækst i verdensøkonomien. Samtidig fremstod de europæiske aktiers værdiansættelse relativt mere attraktive end amerikanske aktier.

Selskabsvalget gav positivt bidrag til performance, men kunne ikke opveje negative bidrag fra især porteføljens valutaeksponering og fra sektorvalget. Mere end halvdelen af den valutariske modvind skyldes porteføljens undervægt af engelske aktier og en overvægt af svenske aktier. Det britiske pund steg 3,9% overfor den danske krone, og den svenske krone faldt 3,4%.

For selskabsvalget var der især positive bidrag fra porteføljens overvægt i selskaberne Novo Nordisk, Danske Bank, LVMH, Pandora og Unilever. LVMH blev frasolgt i løbet af kvartalet efter god performance. Tilsvarende gav undervægte i selskaber som det franske forsikringsselskab AXA og teleselskabet Vodafone positivt bidrag til performance.

Der var negative bidrag fra overvægtede selskaber som SAS og Deutsche Bank samt undervægtede selskaber som bl.a. AstraZeneca og franske Total. Afdelingen investerer ikke i tobaksproducenter, der oplevede stigende kurser. Fraregnes British American Tobacco ville Stoxx50-indekset være steget med 5,2% i første halvår.

Finanssektoren var blandt andet påvirket af en stribe sagsanlæg mod flere af de større europæiske banker for brud på amerikansk lovgivning. Porteføljens overvægte af Danske Bank og DNB, der begge gav højere afkast end sektorafkastet, samt undervægt af Tesco og Diageo gav et samlet positivt bidrag. Inden for Sundhedsplejesektoren var der positive bidrag fra porteføljens overvægte af Novo Nordisk og Össur.

Det samlede sektorvalg bidrog svagt negativt til performance. Der var positivt bidrag til sektorvalget fra porteføljens undervægt af Telekomsektoren, samt at porteføljen var overvægtet i sektoren for Varige Forbrugsgoder. De kunne dog ikke helt opveje det negative bidrag fra en, om end mindre, undervægt i Energisektoren.

Ved indgangen til 3. kvartal er afdelingens største overvægte inden for sektorerne Varige Forbrugsgoder og Sundhedspleje, mens afdelingens største undervægte er i sektorerne Finans og Daglige Forbrugsgoder.

Forventninger

Den generelle forventning er, at væksten i den globale økonomi fortsætter i et moderat tempo. Tiltroen til eurolandene er også styrket, og investorernes forventning om, at de europæiske politikere reelt vil begynde at føre en mere vækstorienteret finanspolitik, er svagt tiltagende. Virksomhedernes lyst til at investere ventes at være stigende. Der er flere indikationer på, at krisen er ovre, og at økonomierne igen er begyndt at vokse, selv om de gældsplagede europæiske økonomier har trukket forventningerne til væksten i 2014 ned. BNP ventes dog at stige med 1,1% i 2014.

Værdiansættelsen af europæiske aktier handler over deres historiske gennemsnit. Målt ved nøgletallet P/E handler de europæiske aktier 15 gange indtjeningen i 2014. Europæiske aktier er derfor ikke længere "billige". Dette øger i sig selv ikke risikoen for en korrektion i aktiekurserne, men det lægger et stigende pres på virksomhederne om at leve op til indtjeningsforventningerne, såfremt kursstigningerne skal kunne fortsætte.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på www.lsinvest.dk.

Halvårsregnskab – Afdeling Europa

Fakta om Afdeling Europa

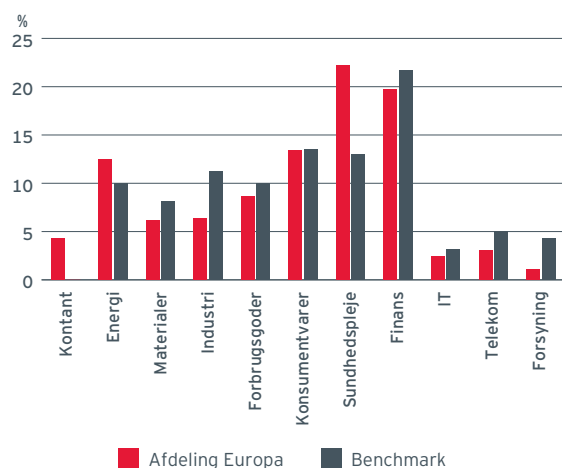
Børsnoteret	
Udbyttebetalende	
Risikokategori	6
Risikoprofil	Gul
Sharpe Ratio (5 år)	0,69
Benchmark	Stoxx 50 inkl. udbytte
Benchmark Sharpe Ratio (5 år)	0,79
ÅOP (2013)	2,59

Porteføljens 10 største positioner: *)

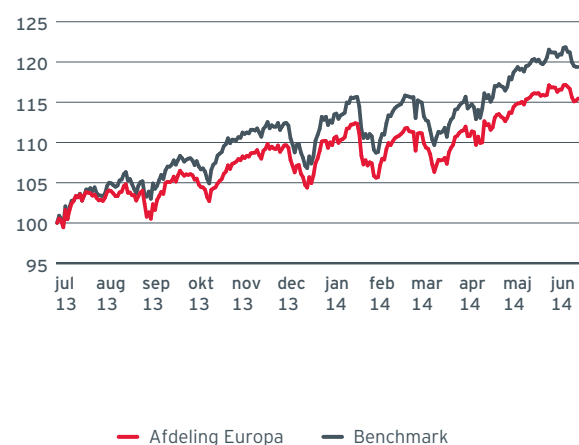
1	Nestle SA	5,1%
2	Novartis AG	4,6%
3	Roche Holding AG	4,5%
4	HSBC Holdings PLC	3,6%
5	Bayer AG	3,6%
6	BP PLC	3,6%
7	Total SA	2,7%
8	Sanofi-Aventis	2,7%
9	Banco Santander	2,6%
10	Royal Dutch Shell PLC	2,5%

*) De 10 største positioner er opgjort pr. ultimo juni 2014

Porteføljens sammensætning ultimo juni 2014



Kursudvikling (indekseret 12 måneder)



Hoved- og nøgletal de seneste 5 år for Afdeling Europa

	2010	2011	2012	2013	2014
Hovedtal i mio. kr					
Halvårets nettoresultat	-3,4	-0,2	3,5	3,7	5,0
Investorerens formue	124,1	136,8	110,8	102,6	107,7
Cirkulerende andele (nominel værdi)	77,5	76,6	69,8	57,6	52,4
Nøgletal					
Indre værdi pr. andel, kr.	160,23	178,71	158,85	178,21	205,73
Periodens afkast i pct.	-2,82	-0,15	3,17	3,44	4,75
Sharpe Ratio	-0,16	-0,21	-0,46	-0,07	0,69
Standardafvigelse	18,11	17,91	19,51	17,91	13,03
Omkostningsprocent ¹⁾	0,87	0,85	0,85	0,84	0,81
Benchmark					
Benchmarkafkast i pct.	-2,34	1,00	4,74	3,44	5,46
Sharpe Ratio	-0,17	-0,19	-0,44	-0,11	0,79
Standardafvigelse	17,31	17,35	18,57	16,66	12,06

Bemærk: 1) Nøgletallet er opgjort for halvåret. Nøgletallet er ikke sammenligneligt med tallet i årsrapporten.

Resultatopgørelse 1. halvår

NOTE (1.000 KR.)	2014	2013
Renter og udbytter	2.906	2.909
Kursgevinster og -tab	3.182	2.113
Administrationsomkostninger	-857	-906
Resultat før skat	5.231	4.116
Skat	-231	-368
Halvårets nettoresultat	5.000	3.748

Balance, ultimo 1. halvår 2014 samt ultimo 2013

NOTE (1.000 KR.)	2014	2013
Aktiver		
Likvide midler	2.268	1.505
Kapitalandelse	102.658	107.599
Andre aktiver	4.485	461
1 Aktiver i alt	109.411	109.565
Passiver		
2 Investorenes formue	107.717	109.309
Anden gæld	1.694	256
Passiver i alt	109.411	109.565

Noter

NOTE (PROCENT)	2014	2013
1 Aktiver		
Fordeling af finansielle instrumenter		
Børsnoterede finansielle instrumenter	93,8	98,2
Øvrige finansielle instrumenter	6,2	1,8
	100,0	100,0
<p>Af de børsnoterede finansielle instrumenter er 22,2% placeret i Sundhedspleje, 19,7% den finansielle sektor, 13,4% i Konsumentvarer, 12,5% i Energi, 8,6% i Forbrugsgoder, 6,4% i Industri, 6,2% i Materialer og 11,0% i andre sektorer.</p>		
	Cirkulerende andele (stk.)	Formueværdi (1.000 KR.)
2 Investorenes formue		
Investorenes formue, primo	556.500	109.309
Udlodning fra sidste år		0
Emissioner	0	0
Indløsninger	-33.000	-6.620
Emissionstillæg og indløsningsfradrag		28
Overført fra resultatopgørelsen		5.000
I alt investorenes formue	523.500	107.717

Investeringsområde og -profil

Afdeling Verden investerer i globale aktier, som er optaget til handel på et reguleret marked, der er medlem af "World Federation of Exchanges" eller et andet reguleret marked. Afdelingens mål er at opnå et afkast på niveau med benchmark, der er MSCI World-indekset. Porteføljen styres aktivt, og der vil derfor ofte være en over- og undervægt af sektorer i forhold til afdelingens benchmark. Et forventet relativt gunstigt forløb for én sektor vil således medføre en overvægtning af denne på bekostning af en anden sektor med et svagere økonomisk forløb. Der investeres i flere forskellige lande, brancher og regioner for at sikre spredning af risikoen. De enkelte selskaber udvælges på grundlag af en sammenlignende analyse, og der er derfor ikke på forhånd fastlagt en ramme for den geografiske fordeling. Fokus er på vækstelskaber med en attraktiv prisfastsættelse.

Porteføljen vil typisk indeholde omkring 70 selskaber. Afdelingens rådgiver er Gudme Raaschou-Set Management, en del af Lån & Spar Bank A/S.

Afdelingen henvender sig til investorer med en investeringshorisont på minimum fire år og kan benyttes til investering af både fri opsparing og pensionsmidler.

Udviklingen i 1. halvår 2014

Afdelingen gav i første halvår et afkast på 2,53%, hvilket var under udviklingen i benchmark, der steg 6,79%. Det relative afkast i forhold til benchmark er således utilfredsstillende.

Ved indgangen til 2014 var det vurderingen, at vækst i verdensøkonomien og en fortsat lempelig pengepolitik var gode forudsætninger for positive afkast på aktiemarkederne i 2014. Året begyndte imidlertid med nervøsitæt for stramninger af den amerikanske pengepolitik, efterfulgt af uro i Ukraine, affødte endvidere uforudset, stigende geopolitisk spænding i takt med, at urolighederne eskalerede, hvilket førte til negative reaktioner på finansmarkederne

I februar måned annoncerede den amerikanske centralbank, FED, at banken ville fortsætte sin ekstremt lempelige pengepolitik. Nøgletallene for den amerikanske vækst viste, at den meget hårde vinter havde ramt bygge- og anlægssektoren samt detailhandlen hårdt, og vækstforventningerne blev revideret ned fra 3-3,5% til kun ca. 2% i 2014. På trods heraf har amerikanske aktier været i stand

til at give et pænt positivt afkast, hvilket blandt andet kan tilskrives, at den amerikanske centralbank, FED, har fastholdt den lempelige pengepolitik samt, at de amerikanske selskaber har opkøbt egne aktier.

Afkastmæssigt har afdelingen ikke kunnet følge den positive udvikling på de globale aktiemarkeder. Årsagen er især en overvægt af store selskaber, der i første halvår 2014 gav et afkast på 3,7% målt ved det globale Blue Chip-indeks.

Særligt inden for sektoren Finans har afdelingens valg af de store banker i både USA og Europa bidraget negativt til det relative afkast i forhold til benchmark. De store banker har generelt haft en svag kursudvikling, hvilket skyldes en kombination af skuffende regnskaber og flere store erstatningskrav samt søgsmål mod en række af de banker, der har haft samhandel med lande, som USA har sanktioner imod. Inden for sektoren Industri var afkastet negativt påvirket af kursfald på producenten af flymotorer, Rolls Royce.

På den positive side har afdelingen fået et positivt bidrag fra forbrugssektoren, særligt fra positioner i amerikanske Disney, franske LVMH og japanske Seven & I.

Geografisk har afdelingen gennem halvåret været overvægtet i Europa og undervægtet i Nordamerika og Japan samt overvægtet i cykliske sektorer i forventning om økonomisk opsving, som har klaret sig dårligere end de stabile sektorer.

Forventninger

Verdensøkonomien er i fremgang, og den positive udvikling er indregnet i kurserne. I løbet af de seneste to år er værdiansættelsen af de globale aktier steget med over 20%, hvorved P/E nu er over 15. Derfor er det også forventningen, at de økonomiske nøgletal og indikatorer skal bekræfte markedets forventninger, hvis den positive udvikling skal holde.

Fokus er især på væksten i USA, der leder opsvinget, hvor der er tegn på bedring på bolig- og jobmarkederne. I Europa er der stadig overbevisende tegn på større økonomisk vækst trods de pengepolitiske lempelser. Der er positive forventninger til UK, Skandinavien og dele af Østeuropa. I modsat retning taler risikoen for en yderligere afmatning af den økonomiske vækst i Frankrig.

Både den amerikanske og den europæiske centralbank ventes at videreføre en lempelig pengepolitik, hvilket kan fastholde en lav rente og en stærk likviditet hos investorerne. Hertil kommer, at også virksomhederne generelt har såvel fri likviditet som billige lånemuligheder, hvilket samlet kan understøtte en forventning om moderat positive markeder i andet halvår.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på www.lsinvest.dk.

Halvårsregnskab – Afdeling Verden

Fakta om Afdeling Verden

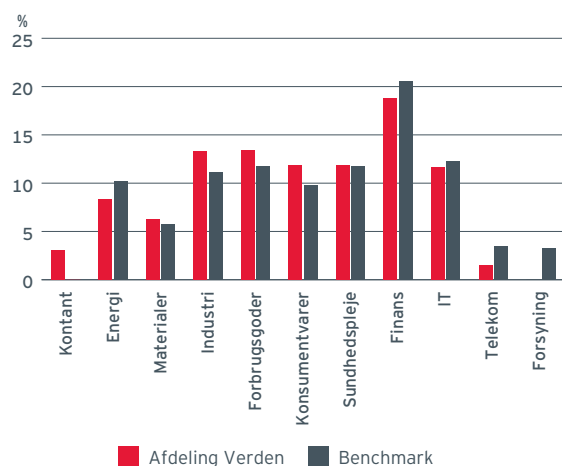
Børsnoteret	
Udbyttebetalende	
Risikokategori	5
Risikoprofil	Gul
Sharpe Ratio (5 år)	1,01
Benchmark	MSCI World inkl. udbytte
Benchmark Sharpe Ratio (5 år)	1,44
ÅOP (2013)	2,26

Porteføljens 10 største positioner: *)

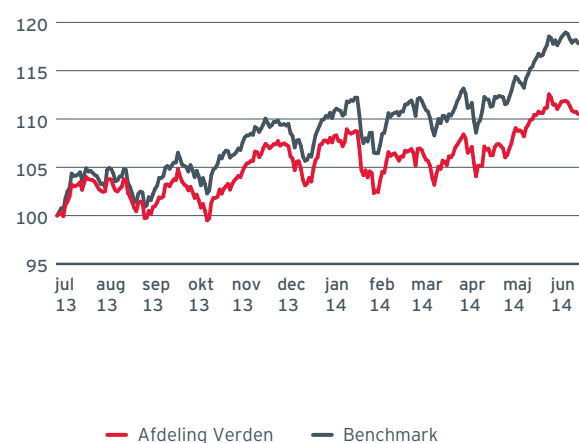
1	Wells Fargo & Co	3,2%
2	Exxon Mobil Corp	2,4%
3	Apple Inc	2,3%
4	Walt Disney Company	2,2%
5	Bank of America Corp	2,1%
6	Komatsu Ltd	1,9%
7	JP Morgan Chase & Co	1,8%
8	Roche Holding AG	1,8%
9	BP PLC	1,8%
10	CitiGroup Inc	1,7%

*) De 10 største positioner er opgjort pr. ultimo juni 2014

Porteføljens sammensætning ultimo juni 2014



Kursudvikling (indekseret 12 måneder)



Hoved- og nøgletal de seneste 5 år for Afdeling Verden

	2010	2011	2012	2013	2014
Hovedtal i mio. kr					
Halvårets nettoresultat	9,8	-8,8	8,8	13,3	6,9
Investorerens formue	118,1	146,1	165,9	229,8	272,6
Cirkulerende andele (nominel værdi)	56,3	67,4	73,6	90,8	97,5
Nøgletal					
Indre værdi pr. andel, kr.	209,77	216,93	225,51	253,08	279,73
Periodens afkast i pct.	9,55	-5,49	6,28	6,53	2,53
Sharpe Ratio	-0,16	-0,18	-0,20	0,32	1,01
Standardafvigelse	13,53	12,93	14,06	12,94	10,44
Omkostningsprocent ¹⁾	0,89	0,86	0,84	0,80	0,78
Benchmark					
Benchmarkafkast i pct.	5,72	-2,49	9,72	9,94	6,79
Sharpe Ratio	-0,21	-0,19	-0,23	0,36	1,44
Standardafvigelse	15,37	15,21	15,82	14,02	9,58

Bemærk: 1) Nøgletallet er opgjort for halvåret. Nøgletallet er ikke sammenligneligt med tallet i årsrapporten.

Resultatopgørelse 1. halvår

NOTE (1.000 KR.)	2014	2013
Renter og udbytter	4.827	4.007
Kursgevinster og -tab	4.638	11.584
Administrationsomkostninger	-2.072	-1.811
Resultat før skat	7.393	13.780
Skat	-501	-515
Halvårets nettoresultat	6.892	13.265

Balance, ultimo 1. halvår 2014 samt ultimo 2013

NOTE (1.000 KR.)	2014	2013
Aktiver		
Likvide midler	6.984	7.097
Kapitalandelse	264.693	248.107
Andre aktiver	4.277	443
1 Aktiver i alt	275.954	255.647
Passiver		
2 Investorenes formue	272.557	255.075
Anden gæld	3.397	572
Passiver i alt	275.954	255.647

Noter

NOTE (PROCENT)	2014	2013
1 Aktiver		
Fordeling af finansielle instrumenter		
Børsnoterede finansielle instrumenter	95,9	97,1
Øvrige finansielle instrumenter	4,1	2,9
	100,0	100,0

Af de børsnoterede finansielle instrumenter er 18,8% placeret i den finansielle sektor, 13,4% i Forbrugsgoder 13,3% i Industri, 13,1% i Informationsteknologi, 11,9% i Sundhedspleje, 11,9% i Konsumentvarer, 8,3% i Energi, 6,3% i Materialer og 3,0% i kontanter.

	Cirkulerende andele (stk.)	Formueværdi (1.000 KR.)
2 Investorenes formue		
Investorenes formue, primo	935.000	255.075
Udlodning fra sidste år		0
Emissioner	56.000	15.116
Indløsninger	-16.500	-4.627
Emissionstillæg og indløsningsfradrag		101
Overført fra resultatopgørelsen		6.892
I alt investorenes formue	974.500	272.557

Investeringsområde og -profil

Afdeling Nordamerika investerer fortrinsvist i nordamerikanske aktier optaget til handel på et reguleret marked i Nordamerika. Afdelingens mål er at opnå et afkast, der er på niveau med udviklingen i afdelingens benchmark, S&P500-indekset. Porteføljen er aktivt styret, og der vil derfor ofte være en over- og undervægt af selskaber og sektorer i forhold til afdelingens benchmark. Investeringerne er spredt over flere selskaber og sektorer, og porteføljen består hovedsageligt af større virksomheder, de såkaldte Large Cap- eller Blue Chip-selskaber.

De enkelte selskaber udvælges på grundlag af en analyse af selskabernes fundamentale udvikling, og der er derfor ikke på forhånd fastlagt en ramme for en fordeling af porteføljen. Porteføljen kan bestå af 35 til 100 selskaber, men vil typisk indeholde omkring 55 selskaber. Afdelingens rådgiver er Gudme Raaschou Asset Management, en del af Lån & Spar Bank A/S.

Afdelingen henvender sig til investorer med en investeringshorisont på minimum 4 år. Afdelingen kan anvendes til investering af både fri opsparing og pensionsmidler.

Udviklingen i 1. halvår 2014

Afdelingen gav i første halvår et afkast på 4,4%, mens afdelingens benchmark, S&P 500-indekset, steg 7,8%. Afdelingens absolutte afkast har været tilfredsstillende, men ikke tilfredsstillende i forhold til benchmark.

Ved indgangen til 2014 var der forventninger om en fortsat positiv udvikling på det amerikanske aktiemarked. Vurderingen byggede på, at den amerikanske økonomi var på vej ind i et selv bærende opsving, med løbende forbedringer i bolig- og jobmarkedet. Forventningen til BNP-væksten i USA for hele 2014 var i begyndelsen af året i niveauet 3-3,5%. Men et ekstremt vintervejr i Nordamerika lammede aktiviteten i bygge- og anlægssektoren hårdt, og omsætningen i detailhandlen faldt også, hvorefter forventningerne til den økonomiske vækst i USA blev revideret til niveauet 2%. Konflikten omkring Krim-halvøen kom også i fokus i begyndelsen af året.

Der har i årets første seks måneder været store forskelle i afkast på tværs af sektorer, men også på størrelsen af selskaberne. Til sammenligning gav Dow Jones-indekset, der måler kursudviklingen på de 30 største selskaber, et afkast på 2,2%. På tværs af sektorer var det Energi og Forsyning, der havde de største afkast. Forsyning steg under ét med næsten 18%, men afdelingen havde ikke investeret i selskaber i denne sektor, hvilket bidrog negativt til det relative afkast. Energi var næstbedste sektor med afkast på godt 12%. I modsat ende var sektoren med Varige Forbrugsgoder, der gav et afkast tæt på 0%.

Selskabsvalget har påvirket afdelingens relative afkast negativt. Afdelingens overvægt i bankaktier som Citigroup, Goldman Sachs og Bank of America bidrog alle negativt. De tre banker aflagde kvartalsregnskaber, der ikke kunne leve op til forventningerne blandt andet pga. faldende handelsindtægter. Samtidig meddelte Bank of America, at de ikke kunne opfylde kapitalkravet uden at sænke dividenden. Omvendt bidrog papirvalget i teknologisektoren positivt til det relative afkast. Adobe og Apple overraskede således investorerne positivt med deres regnskaber for 1. kvartal.

Igennem første halvår er afdelingens investeringer, fordelt på sektorer, blevet justeret. Afdelingens undervægt i Teknologi blev igennem halvåret hævet til en overvægt ud fra en vurdering af, at Teknologi ikke har oplevet samme stigning i værdiansættelsen som mange af de andre sektorer. Samtidig blev afdelingens overvægt i sektoren Varige Forbrugsgoder sænket til en undervægt. Høj værdiansættelse og mindre cyklisk eksponering lå til grund for allokeringen.

Ved indgangen til 3. kvartal er afdelingens største overvægte inden for sektorerne Finans og Konsumentvarer, mens afdelingens største undervægte er inden for Energi og Forsyning.

Forventninger

Den amerikanske økonomi er i fremgang, og indtjeningen i de amerikanske virksomheder tegner også til at være på vej op. Aktieinvestorerne vurderes i høj grad allerede at have indregnet den positive udvikling. I løbet af de seneste to år er værdiansættelsen af de amerikanske aktier steget. Nøgletallet P/E er over 16 gange indtjeningen i 2014. Derfor er det også forventningen, at kommende økonomiske nøgletal og indikatorer skal bekræfte de positive forventninger, hvis den positive udvikling skal kunne holde.

Det er endvidere vigtigt, at de amerikanske virksomheder i stigende omfang omsætter denne fremgang i indtjeningen og i deres forventninger til fremtiden. De kommende kvartalsregnskaber vil være en vigtig indikator herfor.

Afdelingsberetningen bør læses i sammenhæng med halvårsrapportens generelle afsnit for at give et fyldestgørende billede af udviklingen. For yderligere oplysninger om risici ved at investere i afdelingen henvises til gældende prospekt, der kan hentes på www.lsaninvest.dk.

Halvårsregnskab – Afdeling Nordamerika

Fakta om Afdeling Nordamerika

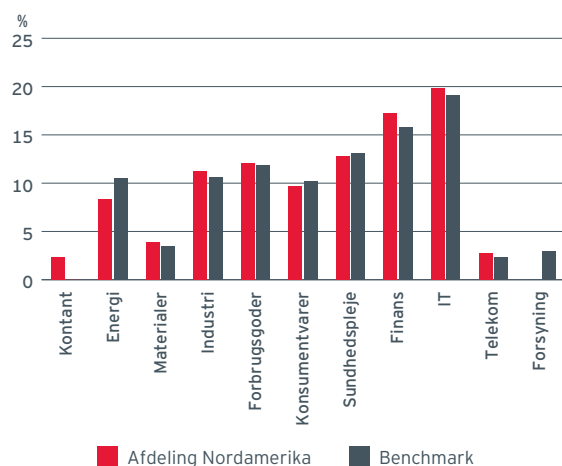
Børsnoteret	
Udbyttebetalende	
Risikokategori	6
Risikoprofil	Gul
Sharpe Ratio (5 år)	1,16
Benchmark	S&P 500 inkl. udbytte
Benchmark Sharpe Ratio (5 år)	1,71
ÅOP (2013)	2,45

Porteføljens 10 største positioner: *)

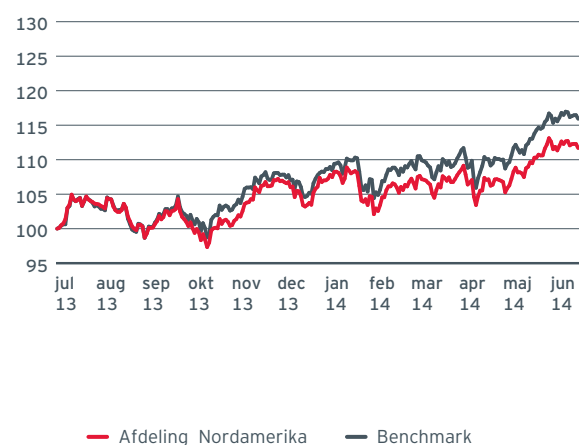
1	Apple Inc	4,4%
2	Wells Fargo & Co	3,2%
3	Exxon Mobil Corp	3,1%
4	Bank of America Corp	2,9%
5	Goldman Sachs	2,9%
6	Johnson & Johnson	2,8%
7	Microsoft Corp	2,8%
8	Wal-Mart Stores Inc	2,6%
9	JP Morgan Chase & Co	2,4%
10	CitiGroup Inc	2,2%

*) De 10 største positioner er opgjort pr. ultimo juni 2014

Porteføljens sammensætning ultimo juni 2014



Kursudvikling (indekseret 12 måneder)



Hoved- og nøgletal de seneste 5 år for Afdeling Nordamerika

	2010	2011	2012	2013	2014
Hovedtal i mio. kr					
Halvårets nettoresultat	3,5	-5,8	8,1	8,3	3,3
Investorenes formue	62,2	84,6	81,6	74,5	80,0
Cirkulerende andele (nominel værdi)	80,4	106,2	88,0	73,3	75,8
Nøgletal					
Indre værdi pr. andel, kr.	77,36	79,66	92,68	101,63	105,54
Periodens afkast i pct.	5,71	-6,65	9,99	11,08	4,40
Sharpe Ratio	-0,30	-0,27	-0,11	0,51	1,16
Standardafvigelse	15,30	15,29	15,95	14,15	10,93
Omkostningsprocent ¹⁾	0,98	0,90	0,89	0,91	0,89
Benchmark					
Benchmarkafkast i pct.	9,46	-1,81	11,99	15,30	7,77
Sharpe Ratio	-0,26	-0,15	-0,05	0,65	1,71
Standardafvigelse	15,43	15,46	15,76	14,11	10,05

Bemærk: 1) Nøgletallet er opgjort for halvåret. Nøgletallet er ikke sammenligneligt med tallet i årsrapporten.

Resultatopgørelse 1. halvår

NOTE (1.000 KR.)	2014	2013
Renter og udbytter	807	874
Kursgevinster og -tab	3.337	8.285
Administrationsomkostninger	-698	-728
Resultat før skat	3.446	8.431
Skat	-120	-131
Halvårets nettoresultat	3.326	8.300

Balance, ultimo 1. halvår 2014 samt ultimo 2013

NOTE (1.000 KR.)	2014	2013
Aktiver		
Likvide midler	1.775	1.227
Kapitalandelse	78.337	77.165
Andre aktiver	43	47
1 Aktiver i alt	80.155	78.439
Passiver		
2 Investorerens formue	79.976	78.242
Anden gæld	179	197
Passiver i alt	80.155	78.439

Noter

NOTE (PROCENT)	2014	2014
1 Aktiver		
Fordeling af finansielle instrumenter		
Børsnoterede finansielle instrumenter	97,7	98,4
Øvrige finansielle instrumenter	2,3	1,6
	100,0	100,0
Af de børsnoterede finansielle instrumenter er 22,5% placeret i informationsteknologi, 17,2% i den finansielle sektor, 12,8% i Sundhedspleje, 12,1% i Forbrugsgoder, 11,2% i Industri, 9,7% Konsumentvarer, 8,3% i Energi og 6,2% i andre sektorer.		
	Cirkulerende andele (stk.)	Formueværdi (1.000 KR.)
2 Investorerens formue		
Investorerens formue, primo	719.030	78.242
Udlodning fra sidste år		-5.537
Emissioner	39.000	3.935
Indløsninger	0	0
Emissionstillæg og indløsningsfradrag		10
Overført fra resultatopgørelsen		3.326
I alt investorerens formue	758.030	79.976

