



# Halvårsrapport 2007

Investeringsforeningen Danske Invest Select

# HALVÅRSMEDDELELSE FOR INVESTERINGS- FORENINGEN DANSKE INVEST SELECT 1. HALVÅR 2007

## Aktier klarede sig bedre end obligationer

Efter en god start på året, afløst af kursfald i februar, bød marts, april og maj på stigninger i aktiekurserne. I starten af juni tog aktiekurserne endnu en lille rutschetur, men markedet fik dog hurtigt medvind igen.

I første halvår hentede aktieinvestorerne derfor generelt pæne gevinster, mens afkastet på obligationer blev negativt påvirket af stigende obligationsrenter både herhjemme og ude i verden.

Investeringsforeningen Danske Invest Select er en del Danske Invest-gruppen, der pr. 30. juni 2007 forvaltede en formue på ca. 120 mia. kr. for 240.000 medlemmer. Foreningen udbyder investeringsbeviser under binavnene Merchant Invest, Danske Invest Erhverv og Danske Invest Engros.

## Alle aktieafdelinger i plus, fald i mange obligationsafdelinger

Trods turbulensen i februar og juni sluttede alle aktieafdelinger i plus. I aktieafdelingerne spænder afkastene fra 4,12 pct. i afdeling Global Emerging Markets Smaller Companies, der dog kun har eksisteret i 1½ måned, til 28,79 pct. i afdeling Europæiske Small/Mid Cap Aktier – efterfulgt af afdeling Østeuropa Konvergens med afkast på 26,77 pct.

I obligationsafdelingerne gik halvårets rentestigninger ud over afkastene. Bedst gik det i Globale Kreditobligationer med et afkast på 2,41 pct., mens afdeling Flexinvest Danske Obligationer faldt 1,04 pct.

## Salg af nye beviser

Netto købte investorerne nye beviser i investeringsforeningen Danske Invest Select for 7,8 mia. kr. Størst var nysalget i de fire afdelinger under Flexinvest Fri, der i alt solgte investeringsbeviser for 5,4 mia. kr. Også i afdeling Aktier Højt Udbytte blev der solgt mange nye beviser – i alt købte investorer beviser for 1.414 mio. kr. Foreningens formue udgjorde pr. 30. juni 2007 49,9 mia. kr. mod 42,4 mia. kr. ved årsskiftet.

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

### Bestyrelse

Advokat Jørn Ankær Thomsen,  
formand  
Advokat Niels Oluf Kyed, næstformand  
Direktør Lars Fournais  
Direktør Agnete Raaschou-Nielsen  
Direktør Walther V. Paulsen

### Direktion

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

### Revision

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

### Depotbank

Danske Bank

### Layout og produktion

Lotte Skov Christiansen

## Økonomi: USA har ikke tabt pusten

Selvom der hviler grå skygger over boligmarkedet i USA, viste den amerikanske økonomi sig at være mere robust end umiddelbart antaget, og det fik analytikere til at forvente stigende eller uændrede renter. I Europa fortsatte opsvinget for fuld fart, og Den Europæiske Centralbank, ECB, hævede renten to gange. I Japan har en række data gennem de seneste par måneder signaleret svaghed, men underliggende faktorer peger på, at opsvinget stadig er på rette spor.

## Forventninger: Fortsat pæn global vækst

Vi forventer, at den globale vækst forbliver moderat positiv i de kommende kvartaler. Godt nok forventes svagheden i det amerikanske boligmarked, som vi også har set eksempler på i sommerperioden, at holde væksten i USA på et moderat niveau, men resten af verden forventes at opretholde den pæne vækst i de kommende kvartaler.

## Obligationer: Renterne steg

I år har spekulationer om udviklingen i den amerikanske økonomi suverænt sat tonen på de finansielle markeder. Centralbankchef Ben Bernankes udtalelser om et amerikansk boligmarked i recession og en fremstillingssektor, der i tidligere kvartaler kun havde vist tilbagegang, fik i 1. kvartal markedet til at sætte næsen op efter en rentenedsættelse senere på året.

Men midt i 2. kvartal skete et markant skifte i markedets forventninger til den amerikanske økonomi. Efter en stribe stærke nøgletal for bl.a. aktiviteten i fremstillingssektoren skiftede investorernes humør. På blot to uger steg obligationsrenterne i USA og Europa med ca. en halv procent – den kraftigste stigning i flere år på så kort tid – og det kostede afkast hos obligationsinvestorerne.

### Forventninger

Den Europæiske Centralbank, ECB, og Bank of Japan forventes at forhøje renten yderligere i 2007. Den amerikanske centralbank ventes at opretholde det nuværende renteniveau. På de globale obligationsmarkeder venter vi uforandrede til svagt stigende obligationsrenter. Vi har fortsat et rimeligt

positivt syn på kreditmarkedet, idet den økonomiske vækst i Europa er høj og indtjeningen i virksomhederne tilsvarende god.

## Aktier: Kursdyk i februar og juni

2007 begyndte godt for aktierne, og både januar og februar bød på pæne afkast. I slutningen af februar – helt præcis den 27. – ændrede aktiemarkederne dog kurs over en bred kam. Det var en cocktail af uro på de amerikanske lånemarkeder, store kursfald i Kina og tvetydige udtalelser fra den tidligere centralbankdirektør i USA, der skabte uro på de finansielle markeder. Den negative stemning spredte sig som ringe i vandet – og gik ud over aktiemarkeder verden over. Efter en uges tid faldt markederne dog til ro igen.

I 2. kvartal gik det godt for aktierne – med undtagelse af en kort periode i juni med kursfald. Set over hele perioden hentede aktieinvestorerne derfor pæne gevinster.

### Forventninger

Vi ser moderat positivt på aktiemarkederne i 2. halvår. Den globale økonomiske vækst tegner positivt, og selskabsindtjeningen stiger fortsat, om end i mere moderat tempo. Samtidig er aktier stadig rimeligt prisfastsat i forhold til obligationer til trods for stigningen i obligationsrenten. Vi vil sandsynligvis fortsat se betydelige udsving på aktiemarkederne.

## Danske aktier beholdt førertrøjen

Dansk økonomi har været den helt store succeshistorie de senere år, og således gik det også i dette halvår bedre for danske aktier end europæiske aktier generelt. Danske aktier steg i gennemsnit mere end 10 pct. i perioden.

Vi forventer en positiv – men lidt mere afdæmpet – kursudvikling på det danske aktiemarked i 2. halvår som følge af fortsat fremgang i virksomhederne.

## Nye afdelinger i Danske Invest Select

I første halvår introducerede Danske Invest Select afdeling Global Emerging Markets Smaller Companies under binavnene Merchant Invest og Danske Invest Engros. I tegningsperioden, som løb fra den 13. april til den 11. maj, blev der solgt beviser for 414 mio. kr. I alt har 2.012 personer købt beviser i afdelingen.

## Ændringer i afdelinger i Danske Invest Select

For at sikre, at foreningens produkter er tidssvarende og lever op til investorernes ønsker og behov, vurderer Danske Invest Administration A/S løbende behovet for nødvendige ændringer. I første halvår har medlemmerne således behandlet en række ændringer på foreningens ordinære og ekstraordinære generalforsamlinger i foråret 2007. I korte træk er der tale om følgende ændringer:

- binavnene »Investeringsforeningen BG Invest Engros« og »Investeringsforeningen BG Invest Erhverv« ophører
- mulighed for at udstede ex kupon-andele i samtlige afdelinger i perioden fra primo januar og indtil den ordinære generalforsamling

Førstnævnte ændring er trådt i kraft, mens sidstnævnte ændring stadig afventer godkendelse af Finanstilsynet. Vi holder medlemmerne orienteret om ændringerne i foreningen via Årsrapporten samt via nyheder på foreningernes hjemmesider.

## Regnskabspraksis

Anvendt regnskabspraksis i halvårsrapporten er uændret i forhold til den anvendte regnskabspraksis for årsrapporten for 2006.

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

---

Med venlig hilsen  
DANSKE INVEST  
ADMINISTRATION A/S



Carsten Koch  
adm. direktør

Bilag:

- Nøgletalsskema over afkastene i samtlige afdelinger i de to foreninger
- Kommentarer til udviklingen, nøgletal og regnskabssammendrag for de børsnoterede afdelinger

<b>Afdeling</b>	<b>Børsnoteret</b>	<b>Afkast 1.halvår 2007 i pct.</b>	<b>5-års afkast 30.6.02- 30.6.07 i pct.</b>	<b>Formueværdi 30.6.07 mio.kr.</b>
Aktier Højt Udbytte	Ja	7,71	-	4.270,90
Danske Aktier	Ja	11,94	191,87	2.427,07
Danske Small Cap Aktier	Ja	15,94	308,52	116,44
Emerging Markets Debt	Ja	1,10	-	9.298,16
Euro Investment Grade Corp Bonds Restrict	Ja	-0,43	-	6.724,68
Euro Investment Grade Kreditobligationer	Ja	-0,32	31,69	280,23
Europæiske Aktier	Ja	14,31	70,95	1.116,24
Europæiske Aktier E	Ja	14,29	69,22	125,78
Europæiske Small/Mid Cap	Ja	28,79	184,53	779,15
Flexinvest Aktier	Nej	8,72	-	2.529,34
Flexinvest Danske Obligationer	Nej	-1,04	-	1.352,53
Flexinvest Korte Obligationer	Nej	1,16	-	3.725,68
Flexinvest Udenlandske Obligationer	Nej	0,62	-	696,40
Fokus Danske Aktier	Ja	12,94	264,90	909,10
Global Emerging Markets	Ja	13,51	185,49	4.005,98
Global Emerging Markets Smaller Companies*	Ja	4,12	-	442,61
Globale Aktier	Ja	7,60	27,93	836,59
Globale Aktier E	Ja	7,54	26,23	84,54
Globale Kreditobligationer	Ja	2,41	47,97	4.688,44
Kommuner 4	Ja	-0,06	19,44	1.663,32
Kommuner 5	Ja	-0,74	21,03	610,09
Kommuner Europæiske Obligationer	Ja	-0,47	-	327,94
Mellemlange Obligationer	Ja	-0,84	21,11	480,01
Nordiske aktier	Ja	12,29	130,48	268,11
USA Mid Cap Aktier	Ja	5,33	-	2.226,83
Østeuropa Konvergens	Ja	26,77	-	649,90

\* Fra afdelingens start den 18. maj

# AKTIER HØJT UDBYTTE

Investerer i danske og udenlandske børsnoterede aktier med forventet høj udbyttebetaling.

## Afdelingens profil

Børsnoteret  
Udbyttebetalende  
Introduceret: Oktober 2003  
Risikoklasse: Middel  
Benchmark: Intet benchmark  
Fondskode: DK0016253651  
Porteføljerådgiver: Danske Capital

## Branchefordeling



Finans, 33,3%
Telekomm., 13,4%
Industri, 10,6%
Forsyning, 9,2%
Energi, 8,9%
Øvrige inkl. likvide, 24,6%

## Nøgletal

Sharpe Ratio	2,44
Standardafvigelse	7,62

Måleperiode: Okt. 2003 til jun. 2007

Afkastet i første halvår 2007 blev 7,71 pct. Afdelingens afkast var mindre tilfredsstillende i forhold til udviklingen på de europæiske aktiemarkeder samt i underkanten i forhold til vores positive forventninger til de pågældende markeder.

Bortset fra to mindre korrektioner var tendensen på de europæiske aktiemarkeder positiv i første halvår. Selskabernes regnskaber var væsentligt bedre end forventet, hvilket førte til opjusteringer af forventningerne til indtjeningen. Bølgen af fusioner og virksomhedsopkøb var ligeledes med til at styrke markederne, og også den økonomiske udvikling overraskede positivt. De europæiske aktiemarkeder gav et afkast på mellem 0 og 24 pct. Blandt de større markeder skilte Tyskland sig positivt ud med en stigning på 21 pct.

Afdelingens investeringsstil med fokus på aktier med udbytte over gennemsnittet trak ned i afkastet, men en positiv aktieudvælgelse opvejede en væsentlig del af dette. Især købstilbuddet på Boehler-Uddeholm og kursstigninger i størrelsesordenen 20 pct. på Iberdrola og British American Tobacco påvirkede afkastet positivt.

Vores forventninger til de europæiske aktiemarkeder i den resterende del af 2007 er moderat positive. Vi venter fortsat en positiv udvikling i den økonomiske vækst og en fortsat, men aftagende, stigning i selskabernes indtjening. Prisfastsættelsen af aktier

er stadig attraktiv i forhold til obligationer hvilket støtter markederne, hvis obligationsrenten stiger yderligere.

Afdelingen vil i andet halvår 2007 fortsat fokusere på at investere i de mest attraktive aktier med højt udbytte. Geografisk ser vi flere muligheder i Tyskland end tidligere, og sektormæssigt fastholder vi en betydelig eksponering i telekommunikation og banker, som vi finder attraktivt prisfastsat, med høje udbytter og en stabil indtjeningsudvikling.

Det er 100 kr blevet til

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
122	190			



## AKTIER HØJT UDBYTTE

### Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>1.1.-30.06.07</b>	<b>1.1.-30.06.06</b>
Renter og udbytter	179.009	64.481
Kursgevinster og tab	153.761	26.137
Administrationsomkostninger	-28.408	-10.585
Resultat før skat	304.362	80.033
Rente- og udbytteskat	-12.429	-4.615
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>291.933</b>	<b>75.418</b>
<b>Balance</b>		
<b>Aktiver</b>	<b>30.06.07</b>	<b>31.12.06</b>
Likvide midler 1)	41.829	78.381
Kapitalandele 1)	4.210.340	2.868.589
Mellemværende vedr. handelsafvikling	9.983	11.065
Andre aktiver	11.024	5.356
<b>Aktiver i alt</b>	<b>4.273.176</b>	<b>2.963.391</b>
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue 2)	4.270.901	2.957.316
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	5.639
Anden gæld	2.275	436
<b>Passiver i alt</b>	<b>4.273.176</b>	<b>2.963.391</b>
<b>Note 1: Finansielle Instrumenter i 1.000 kr.</b>	<b>30.06.07</b>	<b>31.12.06</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	4.209.227	2.867.486
Øvrige finansielle instrumenter	42.942	79.494
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>4.252.169</b>	<b>2.946.980</b>
<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	<b>1.1.-30.06.07</b>	
Medlemmernes formue primo	2.957.316	
Udlodning fra sidste år	-381.089	
Emissioner i perioden	2.200.068	
Indløsninger i perioden	-798.958	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	1.631	
Periodens resultat	291.933	
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>4.270.901</b>	
<b>Nøgletal for halvåret</b>	<b>1. halvår 2007</b>	<b>1. halvår 2006</b>
Medlemmernes formue (t.kr.)	4.270.901	1.826.263
Cirkulerende kapital (t.kr.)	2.359.424	1.141.326
Indre værdi	181,01	160,01
Afkast (pct.) *)	7,71	6,12
Omkostningspct. *)	0,67	0,67

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

# DANSKE AKTIER

Investerer i danske aktier samt øvrige aktier noteret på Københavns Fondsbørs

## Afdelingens profil

Borsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Maj 1999

Risikoklasse: Middel

Benchmark: OMX Copenhagen Benchmark Cap

Fondskode: DK0060045714

Porteføljerådgiver: Danske Capital

## Branchefordeling



Industri, 40,5%
Finans, 24,8%
Sundhedspleje, 18,8%
Konsumentvarer, 4,4%
IT, 4,0%
Øvrige inkl. likvide, 7,5%

## Nøgletal

Sharpe Ratio	1,18
Standardafvigelse	15,81
Tracking error	2,92
Information Ratio	-0,46
Jensen Alpha	-0,12

Sharpe Ratio (benchmark)	1,30
Standardafvigelse (benchmark)	15,34

Måleperiode: Jun. 2002 til jun. 2007

Afkastet i første halvår 2007 blev 11,94 pct., mens benchmark steg 12,14 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og på linje med vores positive forventninger til markedet.

Det danske aktiemarked leverede for femte år i træk et højt positivt afkast til trods for to korrektioner i henholdsvis februar og juni. Afdelingens benchmark fik navnlig hjælp af kursstigninger i OMXC20-selskaberne A.P. Møller-Mærsk, Novo Nordisk og Vestas på mere end 25 pct. Små og mellemstore aktier klarede sig dog sammenlagt bedst i 1. halvår. Markedet fokuserede i høj grad på strukturelle vækst-cases, hvorfor aktier som Per Aarsleff, H+H og Rockwool steg 30-93 pct.

Afdelingens afkast var 0,20 procentpoint lavere end stigningen i benchmark. Afdelingen havde ikke investeret i GN Store Nord, hvilket bidrog positivt til performance på linje med overvægtene i SAS og D S Norden. Til gengæld var der et negativt bidrag til performance fra undervægten i Rockwool samt overvægtene i EDB Gruppen og Neurosearch.

Vi forventer en positiv - men lidt mere afdæmpet - kursudvikling på det danske aktiemarked i 2. halvår som følge af fortsat fremgang i virksomhederne. Afsætningsmulighederne er gode - om end væksten i den indenlandske efterspørgsel forventes at aftage en anelse i forhold til 2006. Det stigende renteniveau og en svækket dollar må imidlertid forventes at få negativ indflydelse på visse danske selskabers

indtjening, ligesom flaskehalse med hensyn til produktionskapacitet og arbejdskraft kan øge presset på omkostningssiden.

Vi forventer i 2. halvår at opretholde en mindre overvægt i industriselskaber, idet vi tilstræber en relativ høj vægt af aktier med relation til de nære markeder. Generelt er vi forsigtige med højt prissatte aktier, hvor indtjeningsforventningerne er baseret på meget optimistiske scenarier.

## Det er 100 kr blevet til

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
122	231	247	248	

## DANSKE AKTIER

### Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>1.1.-30.06.06</b>	<b>1.1.-30.06.06</b>
Renter og udbytter	5.630	8.631
Kursgevinster og tab	46.264	3.214
Administrationsomkostninger	-1.977	-1.326
Resultat før skat	49.917	10.519
Rente- og udbytteskat	-121	-75
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>49.796</b>	<b>10.444</b>
<b>Balance</b>		
<b>Aktiver</b>	<b>30.06.07</b>	<b>31.12.06</b>
Likvide midler 1)	5.208	7.195
Kapitalandele 1)	303.427	441.229
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	10.812
Andre aktiver	54	0
<b>Aktiver i alt</b>	<b>308.689</b>	<b>459.236</b>
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue 2)	303.591	459.208
Mellemværende vedr. handelsafvikling	4.917	0
Anden gæld	181	28
<b>Passiver i alt</b>	<b>308.689</b>	<b>459.236</b>
<b>Note 1: Finansielle Instrumenter i 1.000 kr.</b>	<b>30.06.07</b>	<b>31.12.06</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	303.226	441.028
Øvrige finansielle instrumenter	5.409	7.396
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>308.635</b>	<b>448.424</b>
<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	<b>1.1.-30.06.07</b>	
Medlemmernes formue primo	459.208	
Udlodning fra sidste år	-71.384	
Emissioner i perioden	101.482	
Indløsninger i perioden	-235.808	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	297	
Periodens resultat	49.796	
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>303.591</b>	
<b>Nøgletal for halvåret</b>	<b>1. halvår 2007</b>	<b>1. halvår 2006</b>
Medlemmernes formue (t.kr.)	303.591	234.153
Cirkulerende kapital (t.kr.)	122.276	103.990
Indre værdi	248,28	225,17
Afkast (pct.) *)	11,94	2,74
Benchmarkafkast (pct.) *)	12,14	7,39
Omkostningspct. *)	0,50	0,49

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

## DANSKE SMALL CAP AKTIER

Investerer i aktier, som på erhvervelsestidspunktet indgår i KfMx aktieindeks eller i aktier, som Københavns Fondsbørs har offentliggjort, vil komme til at indgå i indekset

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: April 1999

Risikoklasse: Middel

Benchmark: Københavns Fondsbørs KfMx afkastindeks

Fondskode: DK0016056906

Porteføljerådgiver: Danske Capital

### Branchefordeling



Industri, 57,2%
Finans, 17,9%
IT, 7,4%
Sundhedspleje, 7,4%
Materialer, 4,1%
Øvrige inkl. likvide, 6,0%

### Nøgletal

Sharpe Ratio	1,81
Standardafvigelse	13,99
Tracking error	4,16
Information Ratio	-1,21
Jensen Alpha	-0,40

Sharpe Ratio (benchmark)	2,27
Standardafvigelse (benchmark)	13,40

Måleperiode: Jun. 2002 til jun. 2007

Afkastet i første halvår 2007 var 15,94 pct., mens benchmark steg 13,04 pct. Afdelingens afkast var derfor meget tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og højere end vores ellers positive forventninger.

Det danske aktiemarked leverede for femte år i træk et signifikant positivt afkast til trods for to korrektioner i henholdsvis februar og juni. Små og mellemstore aktier klarede sig igen i 1. halvår bedre end de store aktier i OMXC20-indekset. Markedet fokuserede i høj grad på strukturelle vækst-cases, hvorfor aktier som Per Aarsleff, H+H og Rockwool steg 30-93 pct.

Afdelingens afkast var 2,90 procentpoint højere end stigningen i benchmark. Det gav et stort positivt bidrag til performance, at vi ikke havde investeret i ALK-Abello, der faldt 17 pct., ligesom overvægtene i Schouw & Co., SAS, Sjælsø Gruppen og SimCorp bidrog positivt. Til gengæld bidrog overvægtene i Neurosearch, GPV og EDB Gruppen negativt til performance.

Vi forventer en positiv kursudvikling i 2. halvår. Prisfastsættelsen af de danske small cap-aktier er i rimelig god overensstemmelse med de generelt positive indtjeningsudsigter for selskaberne.

Vi forventer indtil videre at opretholde en overvægt i finansaktier og en relativt høj vægt af aktier med relation til de nære markeder, hvor konjunkturudviklingen fortsat er positiv.

Det er 100 kr blevet til

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
142	307	380	364	

## DANSKE SMALL CAP AKTIER

### Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>1.1.-30.06.07</b>	<b>1.1.-30.06.06</b>
Renter og udbytter	1.604	23.841
Kursgevinster og tab	17.983	106.510
Administrationsomkostninger	-813	-7.427
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>18.774</b>	<b>122.924</b>

#### Balance

<b>Aktiver</b>	<b>30.06.07</b>	<b>31.12.06</b>
Likvide midler 1)	4.490	897
Kapitalandele 1)	108.778	135.126
Mellemværende vedr. handelsafvikling	5.614	780
Andre aktiver	88	0
<b>Aktiver i alt</b>	<b>118.970</b>	<b>136.803</b>

#### Passiver

Medlemmernes formue 2)	116.436	136.801
Mellemværende vedr. handelsafvikling	2.487	0
Anden gæld	47	2
<b>Passiver i alt</b>	<b>118.970</b>	<b>136.803</b>

<b>Note 1: Finansielle Instrumenter i 1.000 kr.</b>	<b>30.06.07</b>	<b>31.12.06</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	108.726	135.074
Øvrige finansielle instrumenter	4.542	949
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>113.268</b>	<b>136.023</b>

<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	<b>1.1.-30.06.07</b>
Medlemmernes formue primo	136.801
Udlodning fra sidste år	-36.636
Emissioner i perioden	14.078
Indløsninger i perioden	-16.674
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	93
Periodens resultat	18.774
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>116.436</b>

<b>Nøgletal for halvåret</b>	<b>1. halvår 2007</b>	<b>1. halvår 2006</b>
Medlemmernes formue (t.kr.)	116.436	1.245.271
Cirkulerende kapital (t.kr.)	44.670	524.960
Indre værdi	260,66	237,21
Afkast (pct.) *)	15,94	13,19
Benchmarkafkast (pct.) *)	13,04	13,16
Omkostningspct. *)	0,62	0,62

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

## EMERGING MARKETS DEBT

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

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: September 2003

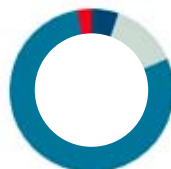
Risikoklasse: Middel

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

Fondskode: DK0016248149

Porteføljerådgiver: ING Investment Management

### Løbetidsfordeling



—	Korte obligationer, 5,4%
—	Mellemlange obl., 13,4%
—	Lange obligationer, 78,5%
—	Øvrige inkl. likvide, 2,7%

### Nøgletal

Sharpe Ratio	1,15
Standardafvigelse	7,13
Tracking error	2,02
Information Ratio	1,12
Jensen Alpha	0,11

Sharpe Ratio (benchmark)	1,01
Standardafvigelse (benchmark)	5,86

Måleperiode: Sep. 2003 til jun. 2007

Afdelingen gav i første halvår af 2007 et afkast på 1,10 pct., mens benchmark steg 0,14 pct. Afkastet er meget tilfredsstillende.

Markedet for de USD-denominerede statsobligationer fra højrentelandene var i 1. halvår genstand for modsatrettede kræfter. Markedet fokuserede skiftevis på de gode makroøkonomiske nøgletal og den begrænsede nyudstedelse af obligationer og på den anden side på risikoen for, at problemerne i markedet for amerikanske »subprime-boliglån« skulle brede sig til de øvrige kreditmarkeder. Nettoresultatet blev, at renteforskellen til amerikanske statsobligationer blev udvidet med 0,09 procentpoint til 1,90 ved halvårets slutning. I kraft af merrenten endte højrentelandene med at give et højere afkast end tilsvarende amerikanske statsobligationer.

Afdelingen gav et afkast, der var 0,96 procentpoint højere end benchmark. Den største bidragyder til dette merafkast var papirvalget i de enkelte lande, mens selve landefordelingen samlet set kun gav et beskedent bidrag. Negative effekter fra overvægte i Argentina og Venezuela, der stod for halvårets laveste afkast, blev bl.a. opvejet af en positiv effekt fra en overvægt i Elfenbenskysten, der leverede periodens højeste afkast på over 50 pct. Også investeringerne i obligationer udstedt i lokal valuta i lande som Tyrkiet og Brasilien bidrog positivt til afkastet.

Det positive fundamentale billede er uændret. Set under ét nyder landene godt af høj økonomisk vækst, forbedrede betalingsbalancer og faldende

statsgæld i forhold til BNP. Dette giver basis for en fortsat gradvis forbedring af landenes gennemsnitlige rating. Derudover understøttes markedet af, at der er udsigt til en relativt lav nettonyudstedelse af USD-denomineret gæld, dels som følge af forbedrede statsfinanser og dels, fordi højrentelandene i stigende grad dækker finansieringsbehovet via udstedelse i lokal valuta. Vi forventer derfor, at statsobligationer fra højrentelandene også i andet halvår af 2007 vil give et højere afkast end amerikanske statsobligationer.

Afdelingen vil fortsat følge en strategi med en højere risikoprofil end benchmark, bl.a. i kraft af en betragtelig overvægt i Latinamerika, hvor renten er høj, på bekostning af Asien, hvor renten er noget lavere.

Det er 100 kr blevet til

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
108	139			

## EMERGING MARKET DEBT

### Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>1.1.-30.06.07</b>	<b>1.1.-30.06.06</b>
Renter og udbytter	312.451	283.260
Kursgevinster og tab	-165.900	-451.062
Administrationsomkostninger	-46.030	-43.784
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>100.521</b>	<b>-211.586</b>
<b>Balance</b>		
<b>Aktiver</b>	<b>30.06.07</b>	<b>31.12.06</b>
Likvide midler 1)	245.127	125.549
Kapitalandele 1)	3.746	3.746
Obligationer 1)	8.860.805	8.768.157
Afledte finansielle instrumenter 1)	46.035	26.408
Mellemværende vedr. handelsafvikling	1.759	0
Andre aktiver	150.265	154.135
<b>Aktiver i alt</b>	<b>9.307.737</b>	<b>9.077.995</b>
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue 2)	9.298.162	9.073.171
Afledte finansielle instrumenter 1)	4.556	0
Anden gæld	5.019	4.824
<b>Passiver i alt</b>	<b>9.307.737</b>	<b>9.077.995</b>
<b>Note 1: Finansielle Instrumenter i 1.000 kr.</b>	<b>30.06.07</b>	<b>31.12.06</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	8.860.805	8.696.903
Nyemitterede finansielle instrumenter der planlægges børsnoteret		71.254
Øvrige finansielle instrumenter	290.352	155.703
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>9.151.157</b>	<b>8.923.860</b>
<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	<b>1.1.-30.06.07</b>	
Medlemmernes formue primo	9.073.171	
Udlodning fra sidste år	-782.197	
Emissioner i perioden	938.533	
Indløsninger i perioden	-33.420	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	1.554	
Periodens resultat	100.521	
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>9.298.162</b>	
<b>Nøgletal for halvåret</b>	<b>1. halvår 2007</b>	<b>1. halvår 2006</b>
Medlemmernes formue (t.kr.)	9.298.162	8.080.482
Cirkulerende kapital (t.kr.)	8.041.680	7.169.190
Indre værdi	115,62	112,71
Afkast (pct.) *)	1,10	-2,53
Benchmarkafkast (pct.) *)	0,14	-1,49
Omkostningspct. *)	0,50	0,52

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

# EURO INVESTMENT GRADE CORP. BONDS RESTRICTED

Investerer primært i kreditobligationer denomineret i Euro. Herudover kan afdelingen investere op til 25 pct. af formuen i obligationer denomineret i USD, CAD, JPY, GBP, CHF, SEK, NOK eller ISK.

## Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Marts 2005

Risikoklasse: Lav

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

Fondskode: DK0016303936

Porteføljerådgiver: Danske Capital

## Løbetidsfordeling



■ Korte obligationer, 12,7%
■ Mellemlange obl., 37,6%
■ Lange obligationer, 48,2%
■ Øvrige inkl. likvide, 1,5%

Afdelingens afkast i første halvår blev -0,43 procent, mens benchmark faldt 0,28 procent. Afkastet er tilfredsstillende. Det lave absolutte afkast skyldes en kraftig rentestigning på de internationale obligationsmarkeder.

I 1. halvår blev renteforskellen mellem BBB-ratede virksomhedsobligationer og tilsvarende statsobligationer indsnævret med 0,11 procentpoint, mens indsnævringen for de højere ratede virksomhedsobligationer var noget mindre. Udviklingen var entydigt positiv indtil juni, hvor højere renter og stigende aktievolatilitet affødte en mindre modreaktion i kreditmarkedet. Alt i alt gav virksomhedsobligationer et noget højere afkast end statsobligationer.

Vores forventning om, at virksomhedsobligationer fortsat ville være attraktive i 2007, medførte, at vi fastholdt porteføljens overvægt af lavere ratede obligationer. Dette bidrog positivt til performance. Inden for banksektoren gav obligationer udstedt som ansvarlig kapital et højere afkast end de højere ratede obligationer udstedt som senior-bankkapital. Porteføljens overvægt i ansvarlig kapital bidrog derfor positivt til afkastet. I forsyningssektoren bidrog vores investeringer i obligationer udstedt af Dong og Vattenfall positivt til afkastet. Endvidere trak vores investeringer i østeuropæiske virksomhedsobligationer performance op.

På sektorniveau gav telekommunikation det højeste afkast, mens banker gav det laveste. Undervægten i telekommunikation og overvægten i banksektoren

bidrog således negativt til performance. I begyndelsen af juni valgte vi at nedbringe risikoen i porteføljen. Dette bidrog positivt til performance, idet kreditspændene efterfølgende kørte ud.

Vi forventer, at den kommende periode vil blive præget af større udsving i kreditspændene, end vi har set de seneste par år, da investorerne i stigende grad vil fokusere på signaler om en vending af kreditscyklen.

Vi har dog fortsat et rimeligt positivt syn på markedet, idet den økonomiske vækst i Europa er høj og indtjeningen i virksomhederne tilsvarende god. Endvidere forventer vi, at investorerne som helhed fortsat vil have god appetit på kreditobligationer.

Vi vil i den kommende periode benytte den seneste udvidelse af kreditspændene til at øge afdelingens risiko lidt ved at købe obligationer, der har haft en større udvidelse af kreditspændene end markedet generelt. Samtidig fastholder vi vores strategi med en overvægt af obligationer udstedt af finansielle virksomheder samt obligationer, hvor lånedokumentationen er tilpas restriktivt.

Det er 100 kr blevet til

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
101				



# EURO INVESTMENT GRADE CORPORATE BONDS RESTRICTED

## Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>1.1.-30.06.07</b>	<b>1.1.-30.06.06</b>
Renter og udbytter	6.925	4.579
Kursgevinster og tab	-7.537	-8.215
Administrationsomkostninger	-758	-517
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>-1.370</b>	<b>-4.153</b>
<b>Balance</b>		
<b>Aktiver</b>	<b>30.06.07</b>	<b>31.12.06</b>
Likvide midler 1)	3.924	12.483
Kapitalandele 1)	109	109
Obligationer 1)	270.222	241.039
Afledte finansielle instrumenter 1)	451	213
Andre aktiver	6.010	5.520
<b>Aktiver i alt</b>	<b>280.716</b>	<b>259.364</b>
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue 2)	280.233	258.909
Afledte finansielle instrumenter 1)	474	455
Anden gæld	9	0
<b>Passiver i alt</b>	<b>280.716</b>	<b>259.364</b>
<b>Note 1: Finansielle Instrumenter i 1.000 kr.</b>	<b>30.06.07</b>	<b>31.12.06</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	270.222	241.039
Øvrige finansielle instrumenter	4.010	12.350
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>274.232</b>	<b>253.389</b>
<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	<b>1.1.-30.06.07</b>	
Medlemmernes formue primo	258.909	
Udlodning fra sidste år	-11.324	
Emissioner i perioden	44.253	
Indløsninger i perioden	-10.348	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	113	
Periodens resultat	-1.370	
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>280.233</b>	
<b>Nøgletal for halvåret</b>	<b>1. halvår 2007</b>	<b>1. halvår 2006</b>
Medlemmernes formue (t.kr.)	280.233	198.889
Cirkulerende kapital (t.kr.)	291.130	203.070
Indre værdi	96,26	97,94
Afkast (pct.) *)	-0,43	-2,03
Benchmarkafkast (pct.) *)	-0,28	-1,99
Omkostningspct. *)	0,28	0,27

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

# EURO INVESTMENT GRADE KREDITOBLIGATIONER

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

## Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: April 1999

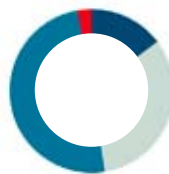
Risikoklasse: Lav

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

Fondskode: DK0016056666

Porteføljeraðgiver: Danske Capital

## Løbetidsfordeling



■ Korte obligationer, 14,8%  
■ Mellemlange obl., 32,9%  
■ Lange obligationer, 49,6%  
■ Øvrige inkl. likvide, 2,7%

## Nøgletal

Sharpe Ratio	0,99
Standardafvigelse	2,89
Tracking error	0,56
Information Ratio	0,07
Jensen Alpha	0,02

Sharpe Ratio (benchmark)	0,93
Standardafvigelse (benchmark)	3,03

Måleperiode: Jun. 2002 til jun. 2007

Afdelingens afkast i første halvår blev -0,32 procent, mens benchmark faldt 0,27 procent. Afkastet er tilfredsstillende. Det lave absolutte afkast skyldes en kraftig rentestigning på de internationale obligationsmarkeder.

I 1. halvår blev renteforskellen mellem BBB-ratede virksomhedsobligationer og tilsvarende statsobligationer indsnævret med 0,11 procentpoint, mens indsnævringen for de højere ratede virksomhedsobligationer var noget mindre. Udviklingen var entydigt positiv indtil juni, hvor højere renter og stigende aktievolatilitet affødte en mindre modreaktion i kreditmarkedet. Alt i alt gav virksomhedsobligationer et noget højere afkast end statsobligationer.

Vores forventning om, at virksomhedsobligationer fortsat ville være attraktive i 2007, medførte, at vi fastholdt porteføljens overvægt af lavere ratede obligationer. Dette bidrog positivt til performance. Inden for banksektoren gav obligationer udstedt som ansvarlig kapital et højere afkast end de højere ratede obligationer udstedt som senior bankkapital. Porteføljens overvægt i ansvarlig kapital bidrog derfor positivt til afkastet. I forsyningssektoren var det porteføljens investeringer i obligationer udstedt af Dong og Vattenfall, der bidrog positivt til afkastet. Endvidere trak investeringerne i russiske og østeuropæiske stats- og virksomhedsobligationer performance op.

På sektorniveau gav telekommunikation det højeste afkast, mens banker gav det laveste. Undervægten i

telekommunikation og overvægten i banksektoren bidrog således negativt til performance. I begyndelsen af juni valgte vi at nedbringe risikoen i porteføljen. Dette bidrog positivt til performance, idet kreditspændene efterfølgende kørte ud.

Vi forventer, at den kommende periode vil blive præget af større udsving i kreditspændene, end vi har set de seneste par år, da investorerne i stigende grad vil fokusere på signaler om en vending af kreditcyklussen.

Vi har dog fortsat et rimeligt positivt syn på markedet, idet den økonomiske vækst i Europa er høj og indtjeningen i virksomhederne tilsvarende god. Endvidere forventer vi, at investorerne som helhed fortsat vil have god appetit på kreditobligationer

Vi vil i den kommende periode benytte den seneste udvidelse af kreditspændene til at øge afdelingens risiko lidt ved at købe obligationer, der har haft en større udvidelse af kreditspændene end markedet generelt. Samtidig fastholder vi vores strategi med en overvægt af obligationer udstedt af finansielle virksomheder samt obligationer, hvor lånedokumentationen er tilpas restriktiv.

Det er 100 kr blevet til

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
101	113	135	153	

## EURO INVESTMENT GRADE KREDITOBLIGATIONER

### Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>1.1.-30.06.07</b>	<b>1.1.-30.06.06</b>
Renter og udbytter	180.824	160.217
Kursgevinster og tab	-184.222	-277.905
Administrationsomkostninger	-18.597	-17.263
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>-21.995</b>	<b>-134.951</b>
<b>Balance</b>		
<b>Aktiver</b>	<b>30.06.07</b>	<b>31.12.06</b>
Likvide midler 1)	182.700	75.612
Kapitalandele 1)	2.830	2.830
Obligationer 1)	6.397.397	6.478.654
Afledte finansielle instrumenter 1)	16.773	13.458
Mellemværende vedr.handelsafvikling	4.226	0
Andre aktiver	133.607	161.495
<b>Aktiver i alt</b>	<b>6.737.533</b>	<b>6.732.049</b>
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue 2)	6.724.677	6.710.550
Afledte finansielle instrumenter 1)	12.788	21.080
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	419
Anden gæld	68	0
<b>Passiver i alt</b>	<b>6.737.533</b>	<b>6.732.049</b>
<b>Note 1: Finansielle Instrumenter i 1.000 kr.</b>	<b>30.06.07</b>	<b>31.12.06</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	6.397.397	6.478.654
Øvrige finansielle instrumenter	189.515	70.820
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>6.586.912</b>	<b>6.549.474</b>
<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	<b>1.1.-30.06.07</b>	
Medlemmernes formue primo	6.710.550	
Udlodning fra sidste år	-338.074	
Emissioner i perioden	454.491	
Indløsninger i perioden	-80.763	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	468	
Periodens resultat	-21.995	
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>6.724.677</b>	
<b>Nøgletal for halvåret</b>	<b>1. halvår 2007</b>	<b>1. halvår 2006</b>
Medlemmernes formue (t.kr.)	6.724.677	6.093.003
Cirkulerende kapital (t.kr.)	6.752.560	5.975.090
Indre værdi	99,59	101,97
Afkast (pct.) *)	-0,32	-2,14
Benchmarkafkast (pct) *)	-0,27	-1,98
Omkostningspct. *)	0,27	0,28

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

## EUROPÆISKE AKTIER

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

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: August 1999

Risikoklasse: Middel

Benchmark: MSCI Europe Cap inkl. udbytter

Fondskode: DK0016026594

Porteføljerådgiver: Danske Capital

### Branchefordeling



Finans, 25,3%
Industri, 20,3%
Forsyning, 10,2%
Forbrugsgoder, 9,9%
Konsumentvarer, 8,6%
Øvrige inkl. likvide, 25,7%

### Nøgletal

Sharpe Ratio	0,54
Standardafvigelse	14,92
Tracking error	2,72
Information Ratio	-0,15
Jensen Alpha	-0,00

Sharpe Ratio (benchmark)	0,59
Standardafvigelse (benchmark)	14,30

Måleperiode: Jun. 2002 til jun. 2007

Afkastet i første halvår 2007 blev 14,31 pct., mens benchmark steg 9,65 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og mere end levede op til vores positive forventninger til aktiemarkedene.

Bortset fra to mindre korrektioner var tendensen på de europæiske aktiemarkeder positiv i første halvår. Selskabernes regnskaber var væsentligt bedre end forventet, hvilket førte til opjusteringer af forventningerne til indtjeningen. Bølgen af fusioner og virksomhedsovertagelser var ligeledes med til at styrke markederne, og også den økonomiske udvikling overraskede positivt. De europæiske aktiemarkeder gav et afkast på mellem 0 og 24 pct. Blandt de større markeder skilte Tyskland sig positivt ud med en stigning på 21 pct.

Afdelingens afkast var 4,66 procentpoint højere end stigningen i benchmark. Det skyldtes primært et positivt bidrag fra aktieudvælgelsen, der hovedsagelig kan henføres til vores industriaktier. De største positive enkeltbidrag kom således fra de tyske selskaber GEA Group, der producerer maskiner til fødevarerindustrien, og industrikonglomeratet Siemens, som steg henholdsvis 51 pct. og 44 pct.

Vores forventninger til de europæiske aktiemarkeder i den resterende del af 2007 er moderat positive. Vi venter fortsat en positiv udvikling i den økonomiske vækst og en fortsat, men aftagende, stigning i selskabernes indtjening. Prisfastsættelsen af aktier

er stadig attraktiv i forhold til obligationer hvilket støtter markederne, hvis obligationsrenten stiger yderligere.

Afdelingen vil i andet halvår 2007 opretholde en overvægt i industri- og elektricitetsaktier og en undervægt i energi- og telekommunikationsaktier. Også afdelingens landefordeling med overvægt i tyske, hollandske og schweiziske aktier og undervægt i engelske og spanske aktier forventes opretholdt.

Det er 100 kr blevet til

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
118	163	128	95	

## EUROPÆISKE AKTIER

### Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>1.1.-30.06.07</b>	<b>1.1.-30.06.06</b>
Renter og udbytter	29.562	16.725
Kursgevinster og tab	114.942	13.674
Administrationsomkostninger	-6.156	-3.990
Resultat før skat	138.348	26.409
Rente- og udbytteskat	-2.345	-1.485
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>136.003</b>	<b>24.924</b>
<b>Balance</b>		
<b>Aktiver</b>	<b>30.06.07</b>	<b>31.12.06</b>
Likvide midler 1)	28.030	33.691
Kapitalandele 1)	1.084.896	899.726
Andre aktiver	3.519	1.781
<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.116.445</b>	<b>935.198</b>
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue 2)	1.116.320	935.197
Anden gæld	125	1
<b>Passiver i alt</b>	<b>1.116.445</b>	<b>935.198</b>
<b>Note 1: Finansielle Instrumenter i 1.000 kr.</b>	<b>30.06.07</b>	<b>31.12.06</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	1.084.510	873.818
Øvrige finansielle instrumenter	28.416	59.599
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>1.112.926</b>	<b>933.417</b>
<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	<b>1.1.-30.06.07</b>	
Medlemmernes formue primo	935.197	
Udlodning fra sidste år	-10.753	
Emissioner i perioden	177.579	
Indløsninger i perioden	-122.016	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	310	
Periodens resultat	136.003	
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>1.116.320</b>	
<b>Nøgletal for halvåret</b>	<b>1. halvår 2007</b>	<b>1. halvår 2006</b>
Medlemmernes formue (t.kr.)	1.116.320	725.625
Cirkulerende kapital (t.kr.)	877.120	723.660
Indre værdi	127,27	100,27
Afkast (pct.) *)	14,31	5,43
Benchmarkafkast (pct) *)	9,65	4,78
Omkostningspct. *)	0,58	0,60

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

## EUROPÆISKE AKTIER E

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

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: November 1999

Risikoklasse: Middel

Benchmark: MSCI Europe Cap inkl. udbytter

Fondskode: DK0016206063

Porteføljerådgiver: Danske Capital

### Branchefordeling



Finans, 25,2%
Industri, 19,9%
Forsyning, 10,3%
Forbrugsgoder, 9,8%
Sundhedspleje, 8,3%
Øvrige inkl. likvide, 26,5%

### Nøgletal

Sharpe Ratio	0,52
Standardafvigelse	15,03
Tracking error	2,76
Information Ratio	-0,22
Jensen Alpha	-0,03

Sharpe Ratio (benchmark)	0,59
Standardafvigelse (benchmark)	14,30

Måleperiode: Jun. 2002 til jun. 2007

Afkastet i første halvår 2006 blev 14,29 pct., mens benchmark steg 9,65 pct. Afdelingens afkast var således meget tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og mere end levede op til vores positive forventninger til aktiemarkedene.

Bortset fra to mindre korrektioner var tendensen på de europæiske aktiemarkeder positiv i første halvår. Selskabernes regnskaber var væsentligt bedre end forventet, hvilket førte til opjusteringer af forventningerne til indtjeningen. Bølgen af fusioner og virksomhedsovertagelser var ligeledes med til at styrke markederne, og også den økonomiske udvikling overraskede positivt. De europæiske aktiemarkeder gav et afkast på mellem 0 og 24 pct. Blandt de største markeder skilte Tyskland sig positivt ud med en stigning på 21 pct.

Afdelingens afkast var 4,64 procentpoint højere end stigningen i benchmark. Det skyldtes primært et positivt bidrag fra aktieudvælgelsen, der hovedsagelig kan henføres til vores industriaktier. De største positive enkeltbidrag kom således fra de tyske selskaber GEA Group, der producerer maskiner til fødevarerindustrien, og industrikonglomeratet Siemens, som steg henholdsvis 51 pct. og 44 pct.

Vores forventninger til de europæiske aktiemarkeder i den resterende del af 2007 er moderat positive. Vi venter fortsat en positiv udvikling i den økonomiske vækst og en fortsat, men aftagende, stigning i selskabernes indtjening. Prisfastsættelsen af aktier

er stadig attraktiv i forhold til obligationer hvilket støtter markederne, hvis obligationsrenten stiger yderligere.

Afdelingen vil i andet halvår 2007 opretholde en overvægt i industri- og elektricitetsaktier og en undervægt i energi- og telekommunikationsaktier. Også afdelingens landefordeling med overvægt i tyske, hollandske og schweiziske aktier og undervægt i engelske og spanske aktier forventes opretholdt.

Det er 100 kr blevet til

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
118	163	127	94	

## EUROPÆISKE AKTIER E

### Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>1.1.-30.06.07</b>	<b>1.1.-30.06.06</b>
Renter og udbytter	3.765	2.626
Kursgevinster og tab	15.162	2.947
Administrationsomkostninger	-745	-596
Resultat før skat	18.182	4.977
Rente- og udbytteskat	-304	-233
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>17.878</b>	<b>4.744</b>
<b>Balance</b>		
<b>Aktiver</b>	<b>30.06.07</b>	<b>31.12.06</b>
Likvide midler 1)	3.048	5.180
Kapitalandele 1)	123.775	119.071
Andre aktiver	499	370
<b>Aktiver i alt</b>	<b>127.322</b>	<b>124.621</b>
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue 2)	125.779	124.621
Mellemværende vedr. handelsafvikling	1.503	0
Anden gæld	40	0
<b>Passiver i alt</b>	<b>127.322</b>	<b>124.621</b>
<b>Note 1: Finansielle Instrumenter i 1.000 kr.</b>	<b>30.06.07</b>	<b>31.12.06</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	123.724	115.596
Øvrige finansielle instrumenter	3.099	8.655
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>126.823</b>	<b>124.251</b>
<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	<b>1.1.-30.06.07</b>	
Medlemmernes formue primo	124.621	
Udlodning fra sidste år	-1.363	
Emissioner i perioden	119.211	
Indløsninger i perioden	-134.610	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	42	
Periodens resultat	17.878	
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>125.779</b>	
<b>Nøgletal for halvåret</b>	<b>1. halvår 2007</b>	<b>1. halvår 2006</b>
Medlemmernes formue (t.kr.)	125.779	107.091
Cirkulerende kapital (t.kr.)	115.555	124.993
Indre værdi	108,85	85,68
Afkast (pct.) *)	14,29	5,51
Benchmarkafkast (pct) *)	9,65	4,78
Omkostningspct. *)	0,56	0,57

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

## EUROPÆISKE SMALL/MID CAP

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

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: April 1999

Risikoklasse: Middel

Benchmark: MSCI Europa Small Cap inkl. udbytter

Fondskode: DK0060046019

Porteføljerådgiver: Danske Capital

### Branchefordeling



Industri, 54,3%
Forbrugsgoder, 15,5%
Materialer, 6,8%
Energi, 5,8%
Konsumentvarer, 3,6%
Øvrige inkl. likvide, 14,0%

### Nøgletal

Sharpe Ratio	1,10
Standardafvigelse	16,51
Tracking error	5,68
Information Ratio	0,38
Jensen Alpha	0,22

Sharpe Ratio (benchmark)	1,04
Standardafvigelse (benchmark)	15,43

Måleperiode: Jun. 2002 til jun. 2007

Afkastet i første halvår 2007 var 28,79 pct., mens benchmark steg 10,60 pct. Afkastet var således særdeles tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark, og det levede mere end op til vores positive forventninger til de små og mellemstore virksomheder.

Bortset fra to mindre korrektioner var tendensen på de europæiske aktiemarkeder positiv i første halvår. Selskabernes regnskaber var væsentligt bedre end forventet, hvilket førte til en opjustering af forventningerne til indtjeningen. Bølgen af fusioner og virksomhedsopkøb var ligeledes med til at styrke markederne, og også den økonomiske udvikling overraskede positivt. De mindre og mellemstore aktier fortsatte med at stige mere end de større aktier, men mod slutningen af første halvår klarede de store aktier sig bedst i en periode.

Afdelingens afkast var 18,19 procentpoint højere end stigningen i benchmark. Vi havde 11 aktier, som steg med mere end 30 pct. De største positive bidrag til performance stammer fra den østrigske kranproducent Palfinger og den tyske producent af byggemaskiner Bauer, der steg henholdsvis 79 og 68 pct. Dårligste aktie var optikerkæden Fielmann, som faldt 5 pct.

Vores forventninger til de europæiske aktiemarkeder i resten af 2007 er moderat positive. Vi venter fortsat en positiv udvikling i den økonomiske vækst og en fortsat, men aftagende, stigning i selskabernes indtjening. Vi ser stadig et potentiale blandt de mindre

selskaber. Her har man muligheden for at eksponere sig langt mere fokuseret mod bestemte temaer og trends sammenlignet med investering i de største selskaber.

Afdelingens strategi er uændret. Vi fokuserer ved aktieudvælgelsen på selskabernes evne til at skabe og løbende forbedre deres cash flow. Samtidig foretrækker vi selskaber med en stærk markedsposition og selskaber, som oplever stabile eller svagt stigende priser.

Det er 100 kr blevet til

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
140	224	207	147	



## EUROPÆISKE SMALL/MID CAP

### Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>1.1.-30.06.07</b>	<b>1.1.-30.06.06</b>
Renter og udbytter	8.910	1.766
Kursgevinster og tab	127.268	13.817
Administrationsomkostninger	-3.660	-616
Resultat før skat	132.518	14.967
Rente- og udbytteskat	-1.010	-207
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>131.508</b>	<b>14.760</b>
<b>Balance</b>		
<b>Aktiver</b>	<b>30.06.07</b>	<b>31.12.06</b>
Likvide midler 1)	45.647	13.243
Kapitalandele 1)	725.957	340.294
Mellemværende vedr. handelsafvikling	7.417	806
Andre aktiver	729	242
<b>Aktiver i alt</b>	<b>779.750</b>	<b>354.585</b>
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue 2)	779.149	354.552
Anden gæld	601	33
<b>Passiver i alt</b>	<b>779.750</b>	<b>354.585</b>
<b>Note 1: Finansielle Instrumenter i 1.000 kr.</b>	<b>30.06.07</b>	<b>31.12.06</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	725.827	340.164
Øvrige finansielle instrumenter	45.777	13.373
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>771.604</b>	<b>353.537</b>
<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	<b>1.1.-30.06.07</b>	
Medlemmernes formue primo	354.552	
Emissioner i perioden	398.516	
Indløsninger i perioden	-107.148	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	1.721	
Periodens resultat	131.508	
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>779.149</b>	
<b>Nøgletal for halvåret</b>	<b>1. halvår 2007</b>	<b>1. halvår 2006</b>
Medlemmernes formue (t.kr.)	779.149	223.639
Cirkulerende kapital (t.kr.)	343.294	152.100
Indre værdi	226,96	147,03
Afkast (pct.) *)	28,79	16,88
Benchmarkafkast (pct) *)	10,60	9,75
Omkostningspct. *)	0,64	0,52

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

# FLEXINVEST AKTIER

Investerer globalt i aktier herunder danske aktier

## Afdelingens profil

Ikke børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Oktober 2006

Risikoklasse: Middel

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060051605

Porteføljerådgiver: Danske Capital

## Landefordeling



USA, 24,0%
Danmark, 10,9%
Tyskland, 10,4%
Storbritannien, 7,8%
Finland, 6,0%
Øvrige inkl. likvide, 40,9%

Afkastet i første halvår 2007 var 8,72 pct. Afdelingens afkast var tilfredsstillende og svarede til vores moderat positive forventninger til aktiemarkedene.

Målt i lokalt valuta klarede aktiemarkedene i USA og Japan sig positivt med stigninger på ca. 7 pct. Men afkastene blev negativt påvirket af en svækkelse af dollaren og yennen på henholdsvis 3 og 6 pct. Til gengæld steg danske aktier og aktier fra Emerging Markets med 12-15 pct. De pæne stigninger skyldtes en fortsat strøm af fusioner og virksomhedsovertagelser, ligesom indtjeningen i selskaberne overraskede positivt i store dele af verden.

Afdelingens afkast var 0,67 procentpoint højere end stigningen i det indikative benchmark. Det skyldtes på regionsplan primært et stort positivt bidrag fra Europa (eksklusiv Danmark), som mere end opvejede mindre negative bidrag fra USA, Japan og Emerging Markets. I Europa trak navnlig sektorerne industri og forsyning op, hvilket i høj grad tilskrives kursstigninger på ca. 50 pct. i den tyske maskinfabrik GEA og Electricité de France.

Vi ser moderat optimistisk på de globale aktiemarkeder i 2. halvår. Den økonomiske vækst tegner positiv, og selskabernes indtjening stiger fortsat, om end i mere moderat tempo. Samtidig er aktier stadig attraktivt prisfastsat i forhold til obligationer til trods for stigningen i obligationsrenten. Vi forventer også en positiv - men lidt mere afdæmpet - kursudvikling på det danske aktiemarked som følge af en fortsat gunstig udvikling i virksomhederne.

Afdelingen var ved udgangen af første halvår neutralt vægtet i de enkelte regioner. I Europa venter vi at fastholde en overvægt i elektricitets- og industri-selskaber på bekostning af primært energi. På landniveau er den største overvægt i Tyskland, mens Storbritannien er kraftigt undervægtet.

## FLEXINVEST AKTIER

### Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>1.1.-30.06.07</b>	<b>5.10.-31.12.06</b>
Renter og udbytter	40.114	1.293
Kursgevinster og tab	98.982	16.543
Administrationsomkostninger	-12.378	-2.269
Resultat før skat	126.718	15.567
Rente- og udbytteskat	-2.968	-96
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>123.750</b>	<b>15.471</b>
<b>Balance</b>		
<b>Aktiver</b>	<b>30.06.07</b>	<b>31.12.06</b>
Likvide midler 1)	91.021	38.633
Kapitalandele 1)	2.393.700	815.549
Mellemværende vedr. handelsafvikling	41.465	24.907
Andre aktiver	3.153	404
<b>Aktiver i alt</b>	<b>2.529.339</b>	<b>879.493</b>
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue 2)	2.529.339	879.493
<b>Passiver i alt</b>	<b>2.529.339</b>	<b>879.493</b>
<b>Note 1: Finansielle Instrumenter i 1.000 kr.</b>	<b>30.06.07</b>	<b>31.12.06</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	2.393.459	738.129
Øvrige finansielle instrumenter	91.262	116.053
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>2.484.721</b>	<b>854.182</b>
<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	<b>1.1.-30.06.07</b>	
Medlemmernes formue primo	879.493	
Emissioner i perioden	1.761.289	
Indløsninger i perioden	-238.255	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	3.062	
Periodens resultat	123.750	
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>2.529.339</b>	
<b>Nøgletal for halvåret</b>	<b>1. halvår 2007</b>	<b>31.12.2006</b>
Medlemmernes formue (t.kr.)	2.529.339	879.493
Cirkulerende kapital (t.kr.)	2.200.650	831.924
Indre værdi	114,94	105,72
Afkast (pct.) *)	8,72	5,72
Omkostningspct. *)	0,70	0,39

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

# FLEXINVEST DANSKE OBLIGATIONER

Investerer i danske obligationer

## Afdelingens profil

Ikke børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Oktober 2006

Risikoklasse: Lav

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060050987

Porteføljerådgiver: Danske Capital

## Løbetidsfordeling



■ Korte obligationer, 38,1%
■ Mellemlange obl., 14,0%
■ Lange obligationer, 45,2%
■ Øvrige inkl. likvide, 2,7%

Afdelingen gav i 1. halvår et negativt afkast på 1,04 pct. Det opnåede afkast er tilfredsstillende.

1. halvår var præget af kursfald med kraftige rentestigninger specielt i den sidste del af perioden. Stærke nøgletal for både den amerikanske og den europæiske økonomi overraskede obligationsinvestorerne, der i stor udstrækning havde forventet det modsatte, nemlig en lavere vækst. Den Europæiske Centralbank, ECB, fortsatte den række af renteforhøjelser, som blev påbegyndt i 2005. For at dæmpe væksten blev den ledende rente hævet i to omgange med hver 0,25 procentpoint. Danmarks Nationalbank valgte at følge trop med tilsvarende rentestigninger og hævede senest den 7. juni indskudsbevisrenten til 4,25 pct. Set over hele perioden steg renten på den 10-årige statsobligation med 0,6 procentpoint.

Vores forventning i starten af året til let stigende til stabile renter viste sig ikke at holde stik. Det påvirkede afkastet negativt, da afdelingens renterisiko set over hele perioden var en anelse højere end benchmark. Afdelingens beholdning af konverterbare realkreditobligationer bidrog også negativt til afkastet, idet rentespændet til tilsvarende statsobligationer udvidede sig i perioden. Afdelingens investeringer sammensættes på en måde, så den størst mulige andel af afkastet består af skattefrie kursgevinster. Porteføljen er derfor sammensat af obligationer med lav kuponrente. Alle obligationer med lav kuponrente blev positivt påvirket af, at den såkaldte mindstere pr. 1. juli blev hævet til 4 pct. fra tidligere 3 pct. Dette betyder, at der i fremtiden ikke vil blive

udstedt obligationer med en lavere kuponrente end 4 pct., og dette mindsker udbudet af lav kupon obligationer i fremtiden samtidig med, at efterspørgslen stadig er intakt.

På kort sigt forventer vi lavere obligationsrenter, idet den seneste udvikling efter vores mening er udtryk for en overreaktion. Senere på året forventer vi, at obligationsrenterne igen stiger. Vi forventer samtidig, at renten på korte obligationer vil stige lidt mere end renten på lange obligationer.

Afdelingen vil følge en forsigtig investeringsstrategi med vægt på, at rentefølsomheden fortsat er lav. Positionerne i obligationer med lav kuponrente forventes fastholdt.

## FLEXINVEST DANSKE OBLIGATIONER

### Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>1.1.-30.06.07</b>	<b>5.10.-31.12.06</b>
Renter og udbytter	12.780	1.746
Kursgevinster og tab	-24.448	-1.888
Administrationsomkostninger	-2.801	-530
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>-14.469</b>	<b>-672</b>
<b>Balance</b>		
<b>Aktiver</b>	<b>30.06.07</b>	<b>31.12.06</b>
Likvide midler 1)	35.330	24.064
Kapitalandele 1)	125	125
Obligationer 1)	1.274.735	410.182
Mellemværende vedr. handelsafvikling	23.291	12.630
Andre aktiver	19.054	5.096
<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.352.535</b>	<b>452.097</b>
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue 2)	1.352.535	452.097
<b>Passiver i alt</b>	<b>1.352.535</b>	<b>452.097</b>
<b>Note 1: Finansielle Instrumenter i 1.000 kr.</b>	<b>30.06.07</b>	<b>31.12.06</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	1.274.735	410.182
Øvrige finansielle instrumenter	35.455	24.189
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>1.310.190</b>	<b>434.371</b>
<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	<b>1.1.-30.06.07</b>	
Medlemmernes formue primo	452.097	
Emissioner i perioden	942.781	
Indløsninger i perioden	-28.800	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	926	
Periodens resultat	-14.469	
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>1.352.535</b>	
<b>Nøgletal for halvåret</b>	<b>1. halvår 2007</b>	<b>31.12.2006</b>
Medlemmernes formue (t.kr.)	1.352.535	452.097
Cirkulerende kapital (t.kr.)	1.361.033	450.194
Indre værdi	99,38	100,42
Afkast (pct.) *)	-1,04	0,42
Omkostningspct. *)	0,32	0,18

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

## FLEXINVEST KORTE OBLIGATIONER

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

### Afdelingens profil

Ikke børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Oktober 2006

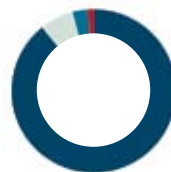
Risikoklasse: Lav

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060051282

Porteføljerådgiver: Danske Capital

### Løbetidsfordeling



■ Korte obligationer, 89,4%
■ Mellemlange obl., 6,6%
■ Lange obligationer, 3,0%
■ Øvrige inkl. likvide, 1,0%

Afdelingen gav i 1. halvår et afkast på 1,16 pct. Det opnåede afkast er tilfredsstillende.

1. halvår var præget af kursfald med kraftige rentestigninger specielt i den sidste del af perioden. Stærke nøgletal for både den amerikanske og den europæiske økonomi overraskede obligationsinvestorerne, der i stor udstrækning havde forventet det modsatte, nemlig en lavere vækst. Den Europæiske Centralbank, ECB, fortsatte den række af renteforhøjelser, som blev påbegyndt i 2005. For at dæmpe væksten blev den ledende rente hævet i to omgange med hver 0,25 procentpoint. Danmarks Nationalbank valgte at følge trop med tilsvarende rentestigninger og hævede senest den 7. juni indskudsbevisrenten til 4,25 pct. Set over hele perioden steg renten på den 10-årige statsobligation med 0,6 procentpoint.

Vores forventning i starten af året til let stigende til stabile renter viste sig ikke at holde stik. Det påvirkede afkastet negativt, da afdelingens renterisiko set over hele perioden var en anelse højere end benchmark. I modsat retning trak afdelingens store beholdning af konverterbare realkreditobligationer, som var positivt påvirket af den nye realkreditlov. Afdelingens investeringer sammensættes på en måde, så den størst mulige andel af afkastet består af skattefrie kursgevinster. Porteføljen er derfor sammensat af obligationer med lav kuponrente. Alle obligationer med lav kuponrente blev positivt påvirket af, at den såkaldte mindsterente pr. 1. juli blev hævet til 4 pct. fra tidligere 3 pct. Dette betyder, at der i fremtiden ikke vil blive udstedt obligationer med en lavere

kuponrente end 4 pct., og dette mindsker udbudet af lav kupon obligationer i fremtiden samtidig med, at efterspørgslen stadig er intakt.

På kort sigt forventer vi lavere obligationsrenter, idet den seneste udvikling efter vores mening er udtryk for en overreaktion. Senere på året forventer vi, at obligationsrenterne igen stiger. Vi forventer samtidig, at renten på korte obligationer vil stige lidt mere end renten på lange obligationer.

Afdelingen vil følge en forsigtig investeringsstrategi med vægt på, at rentefølsomheden fortsat er lav. Positionerne i obligationer med lav kuponrente forventes fastholdt.

## FLEXINVEST KORTE OBLIGATIONER

### Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>1.1.-30.06.07</b>	<b>5.10. - 31.12.06</b>
Renter og udbytter	26.978	3.303
Kursgevinster og tab	273	972
Administrationsomkostninger	-5.297	-957
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>21.954</b>	<b>3.318</b>
<b>Balance</b>		
<b>Aktiver</b>	<b>30.06.07</b>	<b>31.12.06</b>
Likvide midler 1)	35.282	35.732
Kapitalandele 1)	331	331
Obligationer 1)	3.579.490	1.135.453
Mellemværende vedr. handelsafvikling	57.063	28.345
Andre aktiver	53.516	22.741
<b>Aktiver i alt</b>	<b>3.725.682</b>	<b>1.222.602</b>
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue 2)	3.725.682	1.172.684
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	49.918
<b>Passiver i alt</b>	<b>3.725.682</b>	<b>1.222.602</b>
<b>Note 1: Finansielle Instrumenter i 1.000 kr.</b>	<b>30.06.07</b>	<b>31.12.06</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	3.579.490	1.135.453
Øvrige finansielle instrumenter	35.613	36.063
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>3.615.103</b>	<b>1.171.516</b>
<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	<b>1.1.-30.06.07</b>	
Medlemmernes formue primo	1.172.684	
Emissioner i perioden	2.593.647	
Indløsninger i perioden	-63.934	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	1.331	
Periodens resultat	21.954	
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>3.725.682</b>	
<b>Nøgletal for halvåret</b>	<b>1. halvår 2007</b>	<b>31.12.2006</b>
Medlemmernes formue (t.kr.)	3.725.682	1.172.684
Cirkulerende kapital (t.kr.)	3.656.256	1.164.179
Indre værdi	101,90	100,73
Afkast (pct.) *)	1,16	0,73
Omkostningspct. *)	0,23	0,12

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

## FLEXINVEST UDENLANDSKE OBLIGATIONER

Investerer i udenlandske obligationer, herunder statsobligationer udstedt af emerging markets lande og i obligationer udstedt af kreditinstitutioner og erhvervsvirksomheder. Hovedparten af afdelingens valuta afdækkes

### Afdelingens profil

Ikke børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Oktober 2006

Risikoklasse: Lav

Benchmark: Intet benchmark

Fondskode: DK0060051449

Porteføljerådgiver: Danske Capital

### Løbetidsfordeling



—	Korte obligationer, 7,8%
—	Mellemlange obl., 19,7%
—	Lange obligationer, 32,8%
—	Øvrige inkl. likvide, 39,7%

Afdelingen gav i første halvår af 2007 et afkast på 0,62 pct. Det opnåede afkast er meget tilfredsstillende.

På baggrund af stærke makroøkonomiske nøgletal steg renterne i USA såvel som i Europa. Tendensen var mest udtalt i Europa, hvor renten på 10-årige statsobligationer steg med 0,6 procentpoint. Kreditpræmierne var relativt stabile med en lille indsnævring for de højere ratede virksomhedsobligationer og en lille udvidelse for de mere risikobetonede kreditklasser high yield virksomhedsobligationer og statsobligationer fra højrentelandene.

Ved indgangen til 2007 var afdelingen positioneret ud fra en forventning om stigende obligationsrenter og et relativt positivt kreditmarked. Begge dele viste sig at holde stik i første halvår. Afdelingen havde gennem hele perioden en noget lavere rentefølsomhed end det brede udenlandske obligationsmarked og blev derfor ikke lige så hårdt ramt af periodens rentestigninger. Desuden nød afdelingen godt af at have en høj andel af virksomhedsobligationer, som generelt klarede sig bedre end tilsvarende statsobligationer. Også en pæn andel af statsobligationer fra højrentelandene bidrog positivt til afkastet.

Vi forventer uændrede til svagt stigende renter på globale statsobligationer. Desuden forventer vi relativt stabile kreditpræmier, således at kreditobligationer fortsat vil klare sig bedre end statsobligationer.

Afdelingens rentefølsomhed vil fortsat være lavere end niveauet på de brede udenlandske obligationsmarkeder. Indtil videre bibeholder vi en strategi, hvor stort set hele formuen er placeret i virksomhedsobligationer og i statsobligationer fra højrentelandene.



## FLEXINVEST UDENLANDSKE OBLIGATIONER

### Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>1.1.-30.06.07</b>	<b>5.10. - 31.12.06</b>
Renter og udbytter	19.232	395
Kursgevinster og tab	-20.083	965
Administrationsomkostninger	-2.193	-409
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>-3.044</b>	<b>951</b>
<b>Balance</b>		
<b>Aktiver</b>	<b>30.06.07</b>	<b>31.12.06</b>
Likvide midler 1)	22.276	19.564
Kapitalandele 1)	535.510	152.363
Obligationer 1)	138.240	54.529
Afledte finansielle instrumenter 1)	172	72
Mellemværende vedr. handelsafvikling	5.745	5.998
Andre aktiver	3.030	1.303
<b>Aktiver i alt</b>	<b>704.973</b>	<b>233.829</b>
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue 2)	696.334	233.829
Afledte finansielle instrumenter 1)	16	72
Mellemværende vedr. handelsafvikling	8.623	0
<b>Passiver i alt</b>	<b>704.973</b>	<b>233.901</b>
<b>Note 1: Finansielle Instrumenter i 1.000 kr.</b>	<b>30.06.07</b>	<b>31.12.06</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	673.685	54.529
Øvrige finansielle instrumenter	22.497	171.999
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>696.182</b>	<b>226.528</b>
<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	<b>1.1.-30.06.07</b>	
Medlemmernes formue primo	233.829	
Emissioner i perioden	476.838	
Indløsninger i perioden	-13.157	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	1.868	
Periodens resultat	-3.044	
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>696.334</b>	
<b>Nøgletal for halvåret</b>	<b>1. halvår 2007</b>	<b>31.12.2006</b>
Medlemmernes formue (t.kr.)	696.334	233.829
Cirkulerende kapital (t.kr.)	682.804	230.686
Indre værdi	101,99	101,36
Afkast (pct. *)	0,62	1,36
Omkostningspct. *)	0,48	0,26

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

# FOKUS DANSKE AKTIER

Investerer i danske aktier samt øvrige aktier noteret på Københavns Fondsbørs

## Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: November 1998

Risikoklasse: Middel

Benchmark: OMX Copenhagen Benchmark Cap

Fondskode: DK0016007297

Porteføljerådgiver: Danske Capital

## Branchefordeling



Industri, 40,6%
Finans, 24,1%
Sundhedspleje, 18,7%
Konsumentvarer, 4,9%
Materialer, 3,4%
Øvrige inkl. likvide, 8,3%

## Nøgletal

Sharpe Ratio	1,76
Standardafvigelse	13,12
Tracking error	9,56
Information Ratio	0,62
Jensen Alpha	0,50

Sharpe Ratio (benchmark)	1,73
Standardafvigelse (benchmark)	9,94

Måleperiode: Jun. 2002 til jun. 2007

Afkastet i 1. halvår 2007 blev 12,94 pct., mens benchmark steg 12,14 pct. Afdelingens afkast var derfor tilfredsstillende og på linje med vores positive forventninger til markedet.

Det danske aktiemarked leverede for femte år i træk et højt positivt afkast til trods for to korrektioner i henholdsvis februar og juni. Afdelingens benchmark fik navnlig hjælp af kursstigninger i OMXC20-selskaberne A.P. Møller-Mærsk, Novo Nordisk og Vestas på mere end 25 pct. Små og mellemstore aktier klarede sig dog sammenlagt bedst i 1. halvår. Markedet fokuserede i høj grad på strukturelle vækst-cases, hvorfor aktier som Per Aarsleff, H+H og Rockwool steg 30-93 pct.

Afdelingens afkast var 0,80 procentpoint højere end stigningen i benchmark. Afdelingen havde ikke investeret i GN Store Nord, hvilket bidrog positivt til performance på linje med investeringerne i SAS, D S Norden og Sanistål. Til gengæld var der et negativt bidrag til performance fra undervægten i Rockwool og overvægten i Neurosearch.

Vi forventer en positiv – men lidt mere afdæmpet – kursudvikling på det danske aktiemarked i 2. halvår som følge af fortsat fremgang i virksomhederne. Afsætningsmulighederne er gode - om end væksten i den indenlandske efterspørgsel forventes at aftage en anelse i forhold til 2006. Det stigende renteniveau og en svækket dollar må imidlertid forventes at få negativ indflydelse på visse danske selskabers

indtjening, ligesom flaskehalse med hensyn til produktionskapacitet og arbejdskraft kan øge presset på omkostningssiden.

Vi forventer i 2. halvår at opretholde en mindre overvægt i industriselskaber, idet vi tilstræber en relativ høj vægt af aktier med relation til de nære markeder. Generelt er vi forsigtige med højt prissatte aktier, hvor indtjeningsforventningerne er baseret på meget optimistiske scenarier.

Det er 100 kr blevet til

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
128	252	337	364	

## FOKUS DANSKE AKTIER

### Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>1.1.-30.06.07</b>	<b>1.1.-30.06.06</b>
Renter og udbytter	12.882	23.450
Kursgevinster og tab	99.564	14.206
Administrationsomkostninger	-4.616	-3.653
Resultat før skat	107.830	34.003
Rente- og udbytteskat	-257	-188
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>107.573</b>	<b>33.815</b>
<b>Balance</b>		
<b>Aktiver</b>	<b>30.06.07</b>	<b>31.12.06</b>
Likvide midler 1)	47.821	9.345
Kapitalandele 1)	890.916	851.702
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	0
Andre aktiver	153	0
<b>Aktiver i alt</b>	<b>938.890</b>	<b>861.047</b>
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue 2)	909.103	860.956
Mellemværende vedr. handelsafvikling	29.626	0
Anden gæld	161	91
<b>Passiver i alt</b>	<b>938.890</b>	<b>861.047</b>
<b>Note 1: Finansielle Instrumenter i 1.000 kr.</b>	<b>30.06.07</b>	<b>31.12.06</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	890.590	851.376
Øvrige finansielle instrumenter	48.147	9.671
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>938.737</b>	<b>861.047</b>
<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	<b>1.1.-30.06.07</b>	
Medlemmernes formue primo	860.956	
Udlodning fra sidste år	-128.356	
Emissioner i perioden	201.378	
Indløsninger i perioden	-132.646	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	198	
Periodens resultat	107.573	
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>909.103</b>	
<b>Nøgletal for halvåret</b>	<b>1. halvår 2007</b>	<b>1. halvår 2006</b>
Medlemmernes formue (t.kr.)	909.103	681.212
Cirkulerende kapital (t.kr.)	339.510	300.890
Indre værdi	267,77	226,40
Afkast (pct.) *)	12,94	5,14
Benchmarkafkast (pct) *)	12,14	7,39
Omkostningspct. *)	0,50	0,49

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

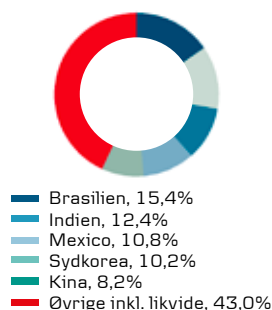
## GLOBAL EMERGING MARKETS

Investerer hovedsageligt i selskaber hjemmehørende eller med hovedaktiviteter i lande, der indgår i afdelingens benchmark for Emerging Markets.

### Afdelingens profil

Børsnoteret  
Udbyttebetalende  
Introduceret: April 1999  
Risikoklasse: Høj  
Benchmark: MSCI Emerging Market Free inkl. udbytter  
Fondskode: DK0016057474  
Porteføljerådgiver: Aberdeen Asset Management Asia Limited

### Landefordeling



### Nøgletal

Sharpe Ratio	1,00
Standardafvigelse	18,24
Tracking error	3,80
Information Ratio	0,15
Jensen Alpha	0,10

Sharpe Ratio (benchmark)	0,99
Standardafvigelse (benchmark)	17,89

Måleperiode: Jun. 2002 til jun. 2007

Afdelingen gav i 1. halvår 2007 et afkast på 13,51 pct., mens benchmark steg 14,58 pct. Afdelingens afkast var mindre tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark.

De nye markeder steg i 1. halvår 2007. På trods af det markante salg af aktier i slutningen af februar, som blev udløst af de pludselige fald i kinesiske A-aktier, slog mange markeder nye kursrekorder. Dette afspejlede den solide indtjeningsvækst i virksomhederne og den robuste vækst i den globale økonomi. I Asien blev stemningen blandt investorerne yderligere løftet, da der i Kina blev åbnet op for, at kinesiske investeringsselskaber kan investere i udlandet.

Afdelingens afkast var 1,07 procentpoint lavere end stigningen i benchmark. Det skyldes, at det positive bidrag fra aktivallokeringen ikke var nok til at opveje det negative bidrag fra vores aktieudvælgelse. På landeniveau gav vores undervægt i Rusland samt overvægten i Brasilien og Tyrkiet det største bidrag til afkastet. Vores beholdning af sydafrikanske og brasilianske aktier bidrog ligeledes positivt til afdelingens resultat, mens beholdningen af aktier fra Ungarn og i særlig grad Korea bidrog negativt.

Vi vil sandsynligvis fortsat se udsving på de nye markeder. Blandt risiciene kan nævnes effekten fra stigende globale renter, strammere kreditspænd og usikkerheden om udviklingen på det amerikanske boligmarked. Da markederne i øjeblikket handler på

et rekordhøjt niveau, kan en ændring i investorerne risikovillighed udløse en flugt mod kvalitetsaktier, som den vi oplevede i februar.

Trods det usikre investeringsklima forbliver de fundamentale makroøkonomiske forhold solide, hvilket giver langsigtede investorer med fokus på aktieudvælgelse et hav af investeringsmuligheder. Dog er prisfastsættelsen af aktier nu på et noget højere niveau, og selv om de høje kurser er understøttet af solid indtjening i virksomhederne, så er der en klar risiko for, at investorerne kommer til at betale for meget for vækstpotentiale. Vi har ikke foretaget større ændringer i afdelingens portefølje og har bibeholdt afdelingens kerneaktier

Det er 100 kr blevet til

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
121	221	230	187	

## GLOBAL EMERGING MARKETS

### Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>1.1.-30.06.07</b>	<b>1.1.-30.06.06</b>
Renter og udbytter	60.135	51.714
Kursgevinster og tab	431.996	-232.267
Administrationsomkostninger	-19.723	-16.476
Resultat før skat	472.408	-197.029
Rente- og udbytteskat	-5.195	-3.918
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>467.213</b>	<b>-200.947</b>
<b>Balance</b>		
<b>Aktiver</b>	<b>30.06.07</b>	<b>31.12.06</b>
Likvide midler 1)	99.607	69.798
Kapitalandele 1)	3.884.672	3.070.677
Mellemværende vedr. handelsafvikling	8.273	0
Andre aktiver	16.254	4.200
<b>Aktiver i alt</b>	<b>4.008.806</b>	<b>3.144.675</b>
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue 2)	4.005.980	3.141.801
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	597
Anden gæld	2.826	2.277
<b>Passiver i alt</b>	<b>4.008.806</b>	<b>3.144.675</b>
<b>Note 1: Finansielle Instrumenter i 1.000 kr.</b>	<b>30.06.07</b>	<b>31.12.06</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	3.883.398	3.069.403
Øvrige finansielle instrumenter	100.881	71.072
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>3.984.279</b>	<b>3.140.475</b>
<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	<b>1.1.-30.06.07</b>	
Medlemmernes formue primo	3.141.801	
Udlodning fra sidste år	-44.564	
Emissioner i perioden	551.018	
Indløsninger i perioden	-112.233	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	2.745	
Periodens resultat	467.213	
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>4.005.980</b>	
<b>Nøgletal for halvåret</b>	<b>1. halvår 2007</b>	<b>1. halvår 2006</b>
Medlemmernes formue (t.kr.)	4.005.980	2.453.947
Cirkulerende kapital (t.kr.)	1.490.110	1.272.580
Indre værdi	268,84	192,83
Afkast (pct.) *)	13,51	-2,73
Benchmarkafkast (pct) *)	14,58	-1,14
Omkostningspct. *)	0,55	0,52

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

## GLOBAL EMERGING MARKETS SMALLER COMPANIES

Investerer i mindre og mellemstore børsnoterede selskaber i Asien, Latinamerika, Afrika og Østeuropa - de såkaldte Emerging Markets.

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Maj 2007

Risikoklasse: Høj

Benchmark: MSCI Emerging Markets

Fondskode: DK0060080380

Porteføljerådgiver: Aberdeen Asset Management Asia Limited

### Landefordeling



Brasilien	15,9%
Hong Kong	14,0%
Tyrkiet	11,2%
Thailand	10,2%
Sydafrika	8,6%
Øvrige inkl. likvide	40,1%

Afkastet fra afdelingens start den 15. maj 2007 blev på 4,12 pct. målt i danske kroner, mens benchmark steg 6,71 pct.

De nye markeder steg i 1. halvår 2007. På trods af det markante salg af aktier i slutningen af februar, som blev udløst af de pludselige fald i kinesiske A-aktier, slog mange markeder nye kursrekorder. Dette afspejlede den solide indtjeningsvækst i virksomhederne og den robuste vækst i den globale økonomi. I Asien blev stemningen blandt investorerne yderligere løftet, da der i Kina blev åbnet op for, at kinesiske investeringsselskaber kan investere i udlandet.

Afdelingens afkast var 2,59 procentpoint lavere end stigningen i benchmark, idet aktieudvælgelsen blev overskygget af det negative bidrag fra aktivallokeringen. På landeniveau gav vores undervægt i Korea og manglende investering i Israel det største bidrag til afkastet, men det blev overskygget af det negative bidrag fra vores undervægt i Kina og Taiwan. Aktieudvælgelsen blandt tyrkiske og brasilianske aktier bidrog positivt til afdelingens resultat, mens beholdningen af aktier fra Indien og Mexico bidrog negativt.

Vi vil sandsynligvis fortsat se udsving på de nye markeder. Blandt risiciene kan nævnes effekten fra stigende globale renter, strammere kreditspænd og usikkerheden om udviklingen på det amerikanske boligmarked. Da markederne i øjeblikket handler på

et rekordhøjt niveau, kan en ændring i investorerne risikovillighed udløse en flugt mod kvalitetsaktier, som den vi oplevede i februar.

Trods det usikre investeringsklima forbliver de fundamentale makroøkonomiske forhold solide, hvilket giver langsigtede investorer med fokus på aktieudvælgelse et hav af investeringsmuligheder. Dog er prisfastsættelsen af aktier nu på et noget højere niveau, og selv om de høje kurser er understøttet af solid indtjening i virksomhederne, så er der en klar risiko for, at investorerne kommer til at betale for meget for vækstpotentiale. Vi har ikke foretaget større ændringer i afdelingens portefølje og har bibeholdt afdelingens kerneaktier

## GLOBAL EMERGING MARKETS SMALLER COMPANIES

### Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>18.5.-30.06.07</b>
Renter og udbytter	603
Kursgevinster og tab	13.901
Administrationsomkostninger	-409
Resultat før skat	14.095
Rente- og udbytteskat	-47
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>14.048</b>

<b>Balance</b>	
<b>Aktiver</b>	<b>30.06.07</b>
Likvide midler 1)	16.985
Kapitalandele 1)	426.106
Mellemværende vedr. handelsafvikling	766
Andre aktiver	482
<b>Aktiver i alt</b>	<b>444.339</b>

<b>Passiver</b>	
Medlemmernes formue 2)	442.612
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0
Anden gæld	1.727
<b>Passiver i alt</b>	<b>444.339</b>

<b>Note 1: Finansielle Instrumenter i 1.000 kr.</b>	<b>30.06.07</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	426.106
Øvrige finansielle instrumenter	16.985
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>443.091</b>

<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	<b>18.5.-30.06.07</b>
Emissioner i perioden	436.491
Indløsninger i perioden	-11.414
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	3.487
Periodens resultat	14.048
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>442.612</b>

<b>Nøgletal for halvåret</b>	<b>1. halvår 2007</b>
Medlemmernes formue (t.kr.)	442.612
Cirkulerende kapital (t.kr.)	425.117
Indre værdi	104,12
Afkast (pct.) *)	4,12
Benchmarkafkast (pct) *)	-
Omkostningspct. *)	0,09

\*) Disse nøgletal er opgjort for perioden 18/5 - 30/6-07

# GLOBALE AKTIER

Investerer globalt i aktier

## Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Maj 1999

Risikoklasse: Middel

Benchmark: MSCI World Cap. inkl. udbytter

Fondskode: DK0016021520

Porteføljerådgiver: Danske Capital

## Landefordeling



USA, 44,0%
Japan, 10,0%
Tyskland, 9,8%
Schweiz, 5,7%
Canada, 3,7%
Øvrige inkl. likvide, 26,8%

## Nøgletal

Sharpe Ratio	0,17
Standardafvigelse	13,43
Tracking error	1,70
Information Ratio	-1,26
Jensen Alpha	-0,16

Sharpe Ratio (benchmark)	0,34
Standardafvigelse (benchmark)	12,76

Måleperiode: Jun. 2002 til jun. 2007

Afkastet i første halvår 2007 blev 7,60 pct., mens benchmark steg 6,41 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og på linje med vores moderat positive forventninger til aktiemarkedene.

USA og Europa steg stort set parallelt gennem det meste af første halvår, kun afbrudt af to mindre korrektioner. Selskabsindtjeningen overraskede positivt på begge sider af Atlanten, og markederne blev endvidere styrket af de mange fusioner og overtagelser. Japan blev i april og maj tynget af lidt skuffende udmeldinger fra virksomhederne om forventningerne til regnskabsåret 2007-08. Europa steg 10 pct. i lokal valuta mod 7 pct. til USA og Japan, hvortil kom en nedgang i kursen på dollar og yen på henholdsvis 3 og 6 pct.

Afdelingens afkast var 1,19 procentpoint højere end stigningen i benchmark. På regionsplan var der et stort positivt bidrag til performance fra Europa, mens der var mindre, negative bidrag fra aktieudvælgelsen i Japan og Nordamerika. I Europa var der navnlig positive bidrag til performance fra industri og forsyning, hvor tyske GEA, der producerer maskiner til fødevarerindustrien, og Electricité de France steg henholdsvis 51 og 47 pct.

Vi ser moderat optimistisk på aktiemarkedene i 2. halvår. Den globale økonomiske vækst tegner positivt, og selskabsindtjeningen stiger forsat, om end

i mere moderat tempo. Samtidig er aktier stadig attraktivt prisfastsat i forhold til obligationer til trods for stigningen i obligationsrenten.

Afdelingen var ved udgangen af første halvår overvægtet i Europa på bekostning af USA og neutralvægtet i de øvrige regioner. I Europa venter vi at fastholde en overvægt i elektricitets- og industri-selskaber og en undervægt i energi og telekommunikation. På landeniveau er den største overvægt i Tyskland, mens Storbritannien er kraftigt undervægtet.

Det er 100 kr blevet til

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
106	132	96	71	



## GLOBALE AKTIER

### Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>1.1.-30.06.07</b>	<b>1.1.-30.06.06</b>
Renter og udbytter	8.585	9.645
Kursgevinster og tab	33.141	-20.936
Administrationsomkostninger	-2.957	-4.562
Resultat før skat	38.769	-15.853
Rente- og udbytteskat	-711	-972
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>38.058</b>	<b>-16.825</b>
<b>Balance</b>		
<b>Aktiver</b>	<b>30.06.07</b>	<b>31.12.06</b>
Likvide midler 1)	6.987	12.521
Kapitalandele 1)	406.524	563.236
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	2.737
Andre aktiver	1.088	1.200
<b>Aktiver i alt</b>	<b>414.599</b>	<b>579.694</b>
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue 2)	414.304	579.600
Anden gæld	295	94
<b>Passiver i alt</b>	<b>414.599</b>	<b>579.694</b>
<b>Note 1: Finansielle instrumenter i 1.000 kr.</b>	<b>30.06.07</b>	<b>31.12.06</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	406.222	505.288
Øvrige finansielle instrumenter	7.289	70.469
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>413.511</b>	<b>575.757</b>
<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	<b>1.1.-30.06.07</b>	
Medlemmernes formue primo	579.600	
Udlodning fra sidste år	-8.756	
Emissioner i perioden	5.732	
Indløsninger i perioden	-200.546	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	216	
Periodens resultat	38.058	
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>414.304</b>	
<b>Nøgletal for halvåret</b>	<b>1. halvår 2007</b>	<b>1. halvår 2006</b>
Medlemmernes formue (t.kr.)	414.304	739.974
Cirkulerende kapital (t.kr.)	434.460	890.300
Indre værdi	95,36	83,12
Afkast (pct.) *)	7,60	-2,43
Benchmarkafkast (pct.) *)	6,41	-2,16
Omkostningspct. *)	0,59	0,60

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

# GLOBALE AKTIER E

Investerer globalt i aktier

## Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Juni 2000

Risikoklasse: Middel

Benchmark: MSCI World Cap. inkl. udbytter

Fondskode: DK0016205925

Porteføljerådgiver: Danske Capital

## Landefordeling



USA, 43,7%
Japan, 9,7%
Tyskland, 9,3%
Schweiz, 4,9%
Canada, 4,2%
Øvrige inkl. likvide, 28,2%

## Nøgletal

Sharpe Ratio	0,15
Standardafvigelse	13,12
Tracking error	1,55
Information Ratio	-1,56
Jensen Alpha	-0,17

Sharpe Ratio (benchmark)	0,34
Standardafvigelse (benchmark)	12,76

Måleperiode: Jun. 2002 til jun. 2007

Afkastet i første halvår 2007 blev 7,54 pct., mens benchmark steg 6,41 pct. Afdelingens afkast var således tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og på linje med vores moderat positive forventninger til aktiemarkedene.

USA og Europa steg stort set parallelt gennem det meste af første halvår, kun afbrudt af to mindre korrektioner. Selskabsindtjeningen overraskede positivt på begge sider af Atlanten, og markederne blev endvidere styrket af de mange fusioner og overtagelser. Japan blev i april og maj tynget af lidt skuffende udmeldinger fra virksomhederne om forventningerne til regnskabsåret 2007-08. Europa steg 10 pct. i lokal valuta mod 7 pct. til USA og Japan, hvortil kom en nedgang i kursen på dollar og yen på henholdsvis 3 og 6 pct.

Afdelingens afkast var 1,13 procentpoint højere end stigningen i benchmark. På regionsplan var der et stort positivt bidrag til performance fra Europa, mens der var mindre, negative bidrag fra aktieudvælgelsen i Japan og Nordamerika. I Europa var der navnlig positive bidrag til performance fra industri og forsyning, hvor tyske GEA, der producerer maskiner til fødevarerindustrien, og Electricité de France steg henholdsvis 51 og 47 pct.

Vi ser moderat optimistisk på aktiemarkedene i 2. halvår. Den globale økonomiske vækst tegner positivt, og selskabsindtjeningen stiger forsat, om end

i mere moderat tempo. Samtidig er aktier stadig attraktivt prisfastsat i forhold til obligationer til trods for stigningen i obligationsrenten.

Afdelingen var ved udgangen af første halvår overvægtet i Europa på bekostning af USA og neutralvægtet i de øvrige regioner. I Europa venter vi at fastholde en overvægt i elektricitets- og industri-selskaber og en undervægt i energi og telekommunikation. På landeniveau er den største overvægt i Tyskland, mens Storbritannien er kraftigt undervægtet.

Det er 100 kr blevet til

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
105	131	94		

## GLOBALE AKTIER E

### Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>1.1.-30.06.07</b>	<b>1.1.-30.06.06</b>
Renter og udbytter	1.611	1.195
Kursgevinster og tab	6.050	-2.660
Administrationsomkostninger	-561	-552
Resultat før skat	7.100	-2.017
Rente- og udbytteskat	-131	-124
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>6.969</b>	<b>-2.141</b>
<b>Balance</b>		
<b>Aktiver</b>	<b>30.06.07</b>	<b>31.12.06</b>
Likvide midler 1)	1.328	2.667
Kapitalandele 1)	82.903	92.137
Mellemværende vedr. handelsafvikling	146	0
Andre aktiver	193	148
<b>Aktiver i alt</b>	<b>84.570</b>	<b>94.952</b>
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue 2)	84.541	94.952
Anden gæld	29	0
<b>Passiver i alt</b>	<b>84.570</b>	<b>94.952</b>
<b>Note 1: Finansielle Instrumenter i 1.000 kr.</b>	<b>30.06.07</b>	<b>31.12.06</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	82.864	79.904
Øvrige finansielle instrumenter	1.367	14.900
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>84.231</b>	<b>94.804</b>
<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	<b>1.1.-30.06.07</b>	
Medlemmernes formue primo	94.952	
Udlodning fra sidste år	-1.766	
Emissioner i perioden	75.887	
Indløsninger i perioden	-91.526	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	25	
Periodens resultat	6.969	
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>84.541</b>	
<b>Nøgletal for halvåret</b>	<b>1. halvår 2007</b>	<b>1. halvår 2006</b>
Medlemmernes formue (t.kr.)	84.541	89.188
Cirkulerende kapital (t.kr.)	118.050	142.721
Indre værdi	71,61	62,49
Afkast (pct.) *)	7,54	-2,89
Benchmarkafkast (pct.) *)	6,41	-2,16
Omkostningspct. *)	0,58	0,60

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

# Globale kreditorobligationer

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

## Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Februar 2002

Risikoklasse: Middel

Benchmark: 90% Lehman Brothers U.S. Corporate High Yield Index (2% udstederbegrænsning) og 10% Lehman Brothers Pan-European High Yield Index (2% udstederbegrænsning). Hedged til DKK.

Fondskode: DK0016189111

Porteføljerådgiver: ING Investment Management og ING Investment Management II

## Løbetidsfordeling



—	Korte obligationer, 4,1%
—	Mellemlange obl., 46,6%
—	Lange obligationer, 45,3%
—	Øvrige inkl. likvide, 4,0%

## Nøgletal

Sharpe Ratio	1,24
Standardafvigelse	4,16
Tracking error	2,58
Information Ratio	-1,24
Jensen Alpha	0,02

Sharpe Ratio (benchmark)	1,42
Standardafvigelse (benchmark)	5,87

Måleperiode: Jun. 2002 til jun. 2007

Afdelingens afkast i første halvår blev 2,41 pct., mens benchmark steg 2,23 pct. Afkastet er tilfredsstillende.

Til trods for høj udstedelsesaktivitet og frygt for afsmittende effekter fra problemerne i det amerikanske »sub prime-realkreditmarked« oplevede high yield-markedet, dvs. virksomhedsobligationer med relativt lav kreditværdighed, kun en marginal udvidelse af renteforskellen til tilsvarende statsobligationer. De gode fundamentale forhold i form af høj indtjeningsvækst i virksomhederne og en rekordlav konkursrate blev udslagsgivende, således at high yield-obligationerne præsterede et væsentligt højere afkast end tilsvarende statsobligationer.

I første halvår fortsatte trenden fra de seneste år, hvor afkastet steg med faldende kreditkvalitet. Porteføljen nød derfor godt af at være undervægtet i den højeste rating-klasse (BB) inden for high yield og overvægtet i den mellemste klasse (B) og den laveste klasse (CCC). Derudover bidrog papirvalget i såvel den amerikanske som den europæiske del af porteføljen positivt til afkastet. Endelig var det fordelagtigt, at porteføljen havde en lidt lavere rentefølsomhed end benchmark, idet det generelle renteniveau steg betragteligt gennem halvåret.

Vi har stadig en positiv holdning til high yield-markedet, da vi anser tabene i sub prime-markedet som et isoleret problem, som ikke for alvor vil forstyrre det relativt gode vækst-billede i USA. Vi forventer, at indtjeningsvæksten i virksomhederne vil holde

sig på et højt niveau, og at konkursraten vil forblive pænt under det historiske gennemsnit en rum tid endnu.

Vi fastholder den nuværende strategi med en undervægt i den mest sikre del af universet, hvor renten er lavest. Vi vurderer, at kreditpræmien på BB-ratede obligationer p.t. ikke er tilstrækkelig høj til at kompensere for risikoen for højere gearing og dermed faldende kreditkvalitet. Det er en af forskellene mellem højt- og lavt-ratede obligationer, at de lavt-ratede generelt har udtømt deres muligheder for højere gearing, mens de højt-ratede stadig har plads til øget gældsætning.

Det er 100 kr blevet til

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
107	120			

## GLOBALE KREDITOBLIGATIONER

### Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>1.1.-30.06.07</b>	<b>1.1.-30.06.06</b>
Renter og udbytter	193.893	187.698
Kursgevinster og tab	-43.334	-120.742
Administrationsomkostninger	-30.924	-33.292
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>119.635</b>	<b>33.664</b>
<b>Balance</b>		
<b>Aktiver</b>	<b>30.06.07</b>	<b>31.12.06</b>
Likvide midler 1)	181.824	135.126
Kapitalandele 1)	2.137	2.137
Obligationer 1)	4.402.568	4.883.070
Afledte finansielle instrumenter 1)	20.835	8.212
Andre aktiver	89.440	97.017
<b>Aktiver i alt</b>	<b>4.696.804</b>	<b>5.125.562</b>
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue 2)	4.688.437	5.121.273
Afledte finansielle instrumenter 1)	159	0
Mellemværende vedr. handelsafvikling	4.661	1.111
Anden gæld	3.547	3.178
<b>Passiver i alt</b>	<b>4.696.804</b>	<b>5.125.562</b>
<b>Note 1: Finansielle Instrumenter i 1.000 kr.</b>	<b>30.06.07</b>	<b>31.12.06</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	4.402.568	3.712.538
Nyemitterede finansielle instrumenter der planlægges børsnoteret		1.170.532
Øvrige finansielle instrumenter	204.637	145.475
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>4.607.205</b>	<b>5.028.545</b>
<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	<b>1.1.-30.06.07</b>	
Medlemmernes formue primo	5.121.273	
Udlodning fra sidste år	-296.628	
Emissioner i perioden	314.391	
Indløsninger i perioden	-571.513	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	1.279	
Periodens resultat	119.635	
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>4.688.437</b>	
<b>Nøgletal for halvåret</b>	<b>1. halvår 2007</b>	<b>1. halvår 2006</b>
Medlemmernes formue (t.kr.)	4.688.437	4.843.032
Cirkulerende kapital (t.kr.)	5.038.400	5.313.020
Indre værdi	93,05	91,15
Afkast (pct.) *)	2,41	0,60
Benchmarkafkast (pct.) *)	2,23	1,57
Omkostningspct. *)	0,64	0,66

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

## KOMMUNER 4

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

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: November 1999

Risikoklasse: Lav

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

Fondskode: DK0016205685

Porteføljerådgiver: Danske Capital

### Løbetidsfordeling



■ Korte obligationer, 47,7%
■ Mellemlange obl., 0,1%
■ Lange obligationer, 50,8%
■ Øvrige inkl. likvide, 1,4%

### Nøgletal

Sharpe Ratio	0,49
Standardafvigelse	1,81
Tracking error	0,42
Information Ratio	-0,94
Jensen Alpha	-0,03

Sharpe Ratio (benchmark)	0,73
Standardafvigelse (benchmark)	1,76

Måleperiode: Jun. 2002 til jun. 2007

Afdelingen gav i 1. halvår 2007 et negativt afkast på 0,06 pct., mens afdelingens benchmark steg 0,20 pct. Afkastet er tilfredsstillende. Afdelingen udbetaler et a conto udbytte på 2,00 pct. for første halvår 2007.

1. halvår var præget af kraftige rentestigninger. Stærke nøgletal for både den amerikanske og den europæiske økonomi overraskede obligationsinvestorerne. Den Europæiske Centralbank, ECB, fortsatte sin række af renteforhøjelser. For at dæmpe væksten blev den ledende rente hævet i to omgange med hver 0,25 procentpoint. Set over hele perioden steg renten på den 10-årige statsobligation med 0,60 procentpoint.

Selvom afdelingens renterisiko kun var en anelse højere end benchmark, påvirkede dette afkastet negativt. Afdelingen havde en overvægt af konverterbare realkreditobligationer og garantiobligationer. Rentestigningerne fik stor betydning for det danske realkreditmarked. De stigende obligationsrenter mindskede sandsynligheden for førtidige konverteringer af realkreditlån, hvorfor renterisikoen på realkreditobligationer steg betydeligt på kort tid. Det medførte store salgsordrer fra investorer, som ønskede at reducere renterisikoen kombineret med få købere i markedet. Kursen på obligationerne faldt markant, og rentespændet til tilsvarende statsobligationer udvidede sig betragteligt på kort tid. Rentespændudvidelsen bidrog negativt til afdelingens afkast. Til gengæld bidrog realkreditobligationernes høje direkte rente positivt til afkastet.

På kort sigt forventer vi lavere obligationsrenter, idet den seneste udvikling efter vores mening er udtryk for en overreaktion. Senere på året forventer vi, at obligationsrenterne igen stiger. Markedet for realkreditobligationer ventes at blive normaliseret, og vi forventer, at realkreditobligationer vil give et højere afkast end sammenlignelige statsobligationer.

Afdelingen vil følge en forsigtig investeringsstrategi med vægt på, at rentefølsomheden fortsat ligger tæt på eller lidt over det benchmark, afdelingens afkast sammenlignes med. Det foretrækkes, at hovedparten af afdelingens samlede risiko kommer fra en høj andel af realkreditobligationer.

Det er 100 kr blevet til

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
101	109	122	137	

## KOMMUNER 4

### Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>1.1.-30.06.07</b>	<b>1.1.-30.06.06</b>
Renter og udbytter	38.306	38.332
Kursgevinster og tab	-36.133	-59.770
Administrationsomkostninger	-2.635	-2.998
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>-462</b>	<b>-24.436</b>
<b>Balance</b>		
<b>Aktiver</b>	<b>30.06.07</b>	<b>31.12.06</b>
Likvide midler 1)	23.286	94.624
Obligationer 1)	1.628.243	1.875.339
Andre aktiver	27.040	29.314
<b>Aktiver i alt</b>	<b>1.678.569</b>	<b>1.999.277</b>
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue 2)	1.663.320	1.882.925
Mellemværende vedr. handelsafvikling	15.018	116.332
Anden gæld	231	20
<b>Passiver i alt</b>	<b>1.678.569</b>	<b>1.999.277</b>
<b>Note 1: Finansielle Instrumenter i 1.000 kr.</b>	<b>30.06.07</b>	<b>31.12.06</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	1.628.243	1.875.339
Øvrige finansielle instrumenter	23.286	94.624
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>1.651.529</b>	<b>1.969.963</b>
<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	<b>1.1.-30.06.07</b>	
Medlemmernes formue primo	1.882.925	
Udlodning fra sidste år	-35.832	
Emissioner i perioden	1.260.783	
Indløsninger i perioden	-1.444.297	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	203	
Periodens resultat	-462	
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>1.663.320</b>	
<b>Nøgletal for halvåret</b>	<b>1. halvår 2007</b>	<b>1. halvår 2006</b>
Medlemmernes formue (t.kr.)	1.663.320	1.900.713
Cirkulerende kapital (t.kr.)	1.703.176	1.922.594
Indre værdi	97,66	98,86
Afkast (pct.) *)	-0,06	-1,19
Benchmarkafkast (pct.) *)	0,20	-0,89
Acontoudlodning	2,00	1,75
Omkostningspct. *)	0,15	0,15

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

## KOMMUNER 5

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

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Januar 2000

Risikoklasse: Lav

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

Fondskode: DK0016205768

Porteføljerådgiver: Danske Capital

### Løbetidsfordeling



■ Korte obligationer, 36,8%
■ Mellemlange obl., 0,2%
■ Lange obligationer, 61,5%
■ Øvrige inkl. likvide, 1,5%

### Nøgletal

Sharpe Ratio	0,49
Standardafvigelse	2,35
Tracking error	0,42
Information Ratio	-1,00
Jensen Alpha	-0,04

Sharpe Ratio (benchmark)	0,68
Standardafvigelse (benchmark)	2,32

Måleperiode: Jun. 2002 til jun. 2007

Afdelingen gav i 1. halvår 2007 et negativt afkast på 0,74 pct., mens afdelingens benchmark faldt 0,43 pct. Afkastet er tilfredsstillende. Afdelingen udbetaler et udbytte på 2,00 pct. for første halvår 2007.

1. halvår var præget af kraftige rentestigninger. Stærke nøgletal for både den amerikanske og den europæiske økonomi overraskede obligationsinvestorerne. Den Europæiske Centralbank, ECB, fortsatte sin række af renteforhøjelser. For at dæmpe væksten blev den ledende rente hævet i to omgange med hver 0,25 procentpoint. Set over hele perioden steg renten på den 10-årige statsobligation med 0,60 procentpoint.

Selvom afdelingens renterisiko kun var en anelse højere end benchmark, påvirkede dette afkastet negativt. Afdelingen havde en overvægt af konverterbare realkreditobligationer og garantiobligationer. Rentestigningerne fik stor betydning for det danske realkreditmarked. De stigende obligationsrenter mindskede sandsynligheden for førtidige konverteringer af realkreditlån, hvorfor renterisikoen på realkreditobligationer steg betydeligt på kort tid. Det medførte store salgsordrer fra investorer, som ønskede at reducere renterisikoen kombineret med få købere i markedet. Kursen på obligationerne faldt markant, og rentespændet til tilsvarende statsobligationer udvidede sig betragteligt på kort tid. Rentespændudvidelsen bidrog negativt til afdelingens afkast. Til gengæld bidrog realkreditobligationernes høje direkte rente positivt til afkastet.

På kort sigt forventer vi lavere obligationsrenter, idet den seneste udvikling efter vores mening er udtryk for en overreaktion. Senere på året forventer vi, at obligationsrenterne igen stiger. Markedet for realkreditobligationer ventes at blive normaliseret, og vi forventer, at realkreditobligationer vil give et højere afkast end sammenlignelige statsobligationer.

Afdelingen vil følge en forsigtig investeringsstrategi med vægt på, at rentefølsomheden fortsat ligger tæt på eller lidt over det benchmark, afdelingens afkast sammenlignes med. Det foretrækkes, at hovedparten af afdelingens samlede risiko kommer fra en høj andel af realkreditobligationer.

Det er 100 kr blevet til

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
101	110	124		



## KOMMUNER 5

### Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>1.1.-30.06.07</b>	<b>1.1.-30.06.06</b>
Renter og udbytter	13.751	14.468
Kursgevinster og tab	-17.176	-29.415
Administrationsomkostninger	-948	-1.206
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>-4.373</b>	<b>-16.153</b>
<b>Balance</b>		
<b>Aktiver</b>	<b>30.06.07</b>	<b>31.12.06</b>
Likvide midler 1)	9.184	47.114
Obligationer 1)	591.241	693.749
Andre aktiver	9.767	9.334
<b>Aktiver i alt</b>	<b>610.192</b>	<b>750.197</b>
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue 2)	610.094	698.144
Mellemværende vedr. handelsafvikling	0	52.043
Anden gæld	98	10
<b>Passiver i alt</b>	<b>610.192</b>	<b>750.197</b>
<b>Note 1: Finansielle Instrumenter i 1.000 kr.</b>	<b>30.06.07</b>	<b>31.12.06</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	591.241	693.749
Øvrige finansielle instrumenter	9.184	47.114
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>600.425</b>	<b>740.863</b>
<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	<b>1.1.-30.06.07</b>	
Medlemmernes formue primo	698.144	
Udlodning fra sidste år	-12.166	
Emissioner i perioden	520.477	
Indløsninger i perioden	-592.047	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	59	
Periodens resultat	-4.373	
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>610.094</b>	
<b>Nøgletal for halvåret</b>	<b>1. halvår 2007</b>	<b>1. halvår 2006</b>
Medlemmernes formue (t.kr.)	610.094	733.098
Cirkulerende kapital (t.kr.)	609.261	720.965
Indre værdi	100,14	101,68
Afkast (pct.) *)	-0,74	-1,97
Benchmarkafkast (pct.) *)	-0,43	-1,62
Acontoudlodning	2,00	1,75
Omkostningspct. *)	0,15	0,16

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

# KOMMUNER EUROPÆISKE OBLIGATIONER

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

## Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Juli 2003

Risikoklasse: Lav

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

Fondskode: DK0016242373

Porteføljerådgiver: Danske Capital

## Løbetidsfordeling



—	Korte obligationer, 25,5%
—	Mellemlange obl., 16,6%
—	Lange obligationer, 56,9%
—	Øvrige inkl. likvide, 1,0%

## Nøgletal

Sharpe Ratio	0,15
Standardafvigelse	2,28
Tracking error	0,30
Information Ratio	-0,90
Jensen Alpha	-0,02

Sharpe Ratio (benchmark)	0,27
Standardafvigelse (benchmark)	2,28

Måleperiode: Jun. 2003 til jun. 2007

Afdelingen gav i første halvår 2007 et afkast på -0,47 pct., mens afdelingens benchmark faldt 0,37 pct. Afdelingens afkast er tilfredsstillende. Afdelingen udbetaler et udbytte på 2,25 pct. for første halvår 2007. Det negative absolutte afkast skyldes en kraftig rentestigning på de europæiske obligationsmarkeder.

Stærke økonomiske nøgletal resulterede i kraftigt stigende renter især i den sidste del af første halvår af 2007. Målt på en 10-årig dansk statsobligation steg renten med 0,6 procentpoint og sluttede i 4,59 pct. De positive makroøkonomiske udsigter havde en gunstig virkning på kreditmarkedet, hvor renteforskellen mellem BBB-ratede virksomhedsobligationer og tilsvarende statsobligationer blev indsnævret med 0,11 procentpoint. I de højere ratingklasser var spændingsindsnævringen noget mindre.

De stigende renter øgede renterisikoen på beholdninger af konverterbare danske realkreditobligationer betydeligt mere end ønsket, og dette påvirkede afkastet negativt. På den anden side blev disse obligationer positivt påvirket af den nye realkreditlov, der sandsynligvis vil begrænse udbudet af realkreditobligationer fremover. Eftersom afdelingen er overvægtet i realkreditobligationer, gav dette et positivt bidrag til performance. Inden for virksomhedsobligationer var afdelingen overvægtet i lavere ratede obligationer, hvilket bidrog positivt til performance.

Vi forventer svagt stigende obligationsrenter i andet halvår af 2007. Vi venter samtidig, at renten på korte obligationer vil stige lidt mere end renten på lange

obligationer, og at den kommende periode vil blive præget af større udsving i kreditspændene, end vi har set de seneste par år, da investorerne i stigende grad vil fokusere på signaler om en vending af kreditscyklen. Vi har dog fortsat et positivt syn på markedet, idet den økonomiske vækst i Europa er høj og indtjeningen i virksomhederne tilsvarende god.

Inden for danske obligationer vil afdelingen følge en forsigtig investeringsstrategi med vægt på, at rentefølsomheden fortsat ligger tæt på eller lidt under benchmark. Positionerne i konverterbare realkreditobligationer forventes fastholdt. Inden for virksomhedsobligationer fastholder vi vores strategi med en overvægt af obligationer udstedt af finansielle virksomheder samt obligationer, hvor lånedokumentationen er tilpas restriktiv. Endvidere bibeholdes en mindre overvægt af virksomhedsobligationer på bekostning af statsobligationer.

Det er 100 kr blevet til

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
101	111			

## KOMMUNER EUROPÆISKE OBLIGATIONER

### Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>1.1.-30.06.07</b>	<b>1.1.-30.06.06</b>
Renter og udbytter	9.121	10.454
Kursgevinster og tab	-9.866	-19.583
Administrationsomkostninger	-842	-1.062
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>-1.587</b>	<b>-10.191</b>
<b>Balance</b>		
<b>Aktiver</b>	<b>30.06.07</b>	<b>31.12.06</b>
Likvide midler 1)	3.130	10.632
Obligationer 1)	321.291	383.120
Afledte finansielle instrumenter 1)	260	92
Andre aktiver	5.925	6.819
<b>Aktiver i alt</b>	<b>330.606</b>	<b>400.663</b>
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue 2)	327.936	390.481
Afledte finansielle instrumenter 1)	44	149
Mellemværende vedr. handelsafvikling	2.521	9.992
Anden gæld	105	41
<b>Passiver i alt</b>	<b>330.606</b>	<b>400.663</b>
<b>Note 1: Finansielle Instrumenter i 1.000 kr.</b>	<b>30.06.07</b>	<b>31.12.06</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	321.291	383.120
Øvrige finansielle instrumenter	3.346	10.575
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>324.637</b>	<b>393.695</b>
<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	<b>1.1.-30.06.07</b>	
Medlemmernes formue primo	390.481	
Udlodning fra sidste år	-5.857	
Emissioner i perioden	282.487	
Indløsninger i perioden	-337.701	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	113	
Periodens resultat	-1.587	
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>327.936</b>	
<b>Nøgletal for halvåret</b>	<b>1. halvår 2007</b>	<b>1. halvår 2006</b>
Medlemmernes formue (t.kr.)	327.936	457.274
Cirkulerende kapital (t.kr.)	336.173	464.415
Indre værdi	97,55	98,46
Afkast (pct.) *)	-0,47	-2,07
Benchmarkafkast (pct.) *)	-0,37	-1,76
Acontoudlodning	2,25	2,00
Omkostningspct. *)	0,23	0,22

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

## MELLEMLANGE OBLIGATIONER

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

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Juni 2001

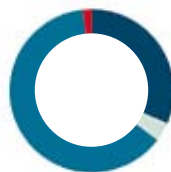
Risikoklasse: Lav

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

Fondskode: DK0016242100

Porteføljeraðgiver: Danske Capital

### Løbetidsfordeling



■ Korte obligationer, 31,5%
■ Mellemlange obl., 3,8%
■ Lange obligationer, 63,1%
■ Øvrige inkl. likvide, 1,6%

### Nøgletal

Sharpe Ratio	0,44
Standardafvigelse	2,26
Tracking error	0,58
Information Ratio	-1,06
Jensen Alpha	-0,04

Sharpe Ratio (benchmark)	0,69
Standardafvigelse (benchmark)	2,33

Måleperiode: Jun. 2002 til jun. 2007

Afdelingen gav i 1. halvår et negativt afkast på 0,84 pct., mens afdelingens benchmark faldt 0,43 pct. Det opnåede afkast er tilfredsstillende.

1. halvår var præget af kursfald med kraftige rentestigninger specielt i den sidste del af perioden. Stærke nøgletal for både den amerikanske og den europæiske økonomi overraskede obligationsinvestorerne, der i stor udstrækning havde forventet det modsatte, nemlig en lavere vækst. Den Europæiske Centralbank, ECB, fortsatte den række af renteforhøjelser, som blev påbegyndt i 2005. For at dæmpe væksten blev den ledende rente hævet i to omgange med hver 0,25 procentpoint. Danmarks Nationalbank valgte at følge trop med tilsvarende rentestigninger og hævede senest den 7. juni indskudsbevisrenten til 4,25 pct. Set over hele perioden steg renten på den 10-årige statsobligation med 0,6 procentpoint.

Selvom afdelingens renterisiko kun var en anelse højere end benchmark, påvirkede dette afkastet negativt. Afdelingen havde en overvægt af konverterbare realkreditobligationer, inkonverterbare realkreditobligationer og garantiobligationer. Rentestigningerne fik stor betydning for det danske realkreditmarked. De stigende obligationsrenter mindskede sandsynligheden for førtidige indfrielse af realkreditlån, hvorfor renterisikoen på realkreditobligationer steg betydeligt og hurtigt. Det medførte store salgsordrer fra investorer, som ønskede at reducere renterisikoen. Kursen på obligationerne faldt markant, og rentespændet til tilsvarende statsobligationer udvidede sig betragteligt på kort tid. Rentespændsudvidelsen

bidrog negativt til afdelingens afkast. Til gengæld bidrog realkreditobligationernes høje direkte rente positivt til afkastet.

Afdelingen har hidtil udelukkende kunnet investere i danske obligationer og eurostatsobligationer. Fra 12. juni 2007 er der mulighed for at investere såvel i eurostatsobligationer som eurokreditobligationer.

På kort sigt forventer vi lavere obligationsrenter, idet den seneste udvikling efter vores mening er udtryk for en overreaktion. Senere på året venter vi, at obligationsrenterne igen stiger. Markedet for realkreditobligationer ventes at blive normaliseret, og vi forventer, at realkreditobligationer vil give et højere afkast end sammenlignelige statsobligationer.

Afdelingen vil følge en forsigtig investeringsstrategi med vægt på, at rentefølsomheden fortsat ligger tæt på eller lidt over det benchmark, afdelingens afkast sammenlignes med. Hovedparten af afdelingens samlede risiko venter vi fortsat skal komme fra en høj andel af realkreditobligationer.

Det er 100 kr blevet til

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
101	110	124		

## MELLEMLANGE OBLIGATIONER

### Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>1.1.-30.06.07</b>	<b>1.1.-30.06.06</b>
Renter og udbytter	54.531	60.602
Kursgevinster og tab	-67.657	-111.714
Administrationsomkostninger	-6.139	-7.620
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>-19.265</b>	<b>-58.732</b>
<b>Balance</b>		
<b>Aktiver</b>	<b>30.06.07</b>	<b>31.12.06</b>
Likvide midler 1)	35.339	12.514
Kapitalandele 1)	1.100	1.100
Obligationer 1)	2.193.208	2.506.615
Mellemværende vedr. handelsafvikling	5.132	0
Andre aktiver	37.029	33.326
<b>Aktiver i alt</b>	<b>2.271.808</b>	<b>2.553.555</b>
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue 2)	2.269.708	2.553.542
Mellemværende vedr. handelsafvikling	1.961	0
Anden gæld	139	13
<b>Passiver i alt</b>	<b>2.271.808</b>	<b>2.553.555</b>
<b>Note 1: Finansielle Instrumenter i 1.000 kr.</b>	<b>30.06.07</b>	<b>31.12.06</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	2.193.208	2.506.615
Øvrige finansielle instrumenter	36.439	13.614
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>2.229.647</b>	<b>2.520.229</b>
<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	<b>1.1.-30.06.07</b>	
Medlemmernes formue primo	2.553.542	
Udlodning fra sidste år	-24.615	
Emissioner i perioden	754.240	
Indløsninger i perioden	-994.435	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	241	
Periodens resultat	-19.265	
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>2.269.708</b>	
<b>Nøgletal for halvåret</b>	<b>1. halvår 2007</b>	<b>1. halvår 2006</b>
Medlemmernes formue (t.kr.)	2.269.708	2.785.758
Cirkulerende kapital (t.kr.)	2.308.143	2.786.933
Indre værdi	98,33	99,96
Afkast (pct.) *)	-0,84	-1,86
Benchmarkafkast (pct.) *)	-0,43	-1,62
Omkostningspct. *)	0,25	0,25

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

# NORDISKE AKTIER

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

## Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Februar 1998

Risikoklasse: Høj

Benchmark: FTSE Norex 30 Index incl. udbytte

Fondskode: DK0060045474

Porteføljerådgiver: Danske Capital

## Branchefordeling



Industri, 30,4%
Finans, 25,0%
IT, 18,1%
Energi, 8,2%
Forsyning, 6,4%
Øvrige inkl. likvide, 11,9%

## Nøgletal

Sharpe Ratio	0,73
Standardafvigelse	19,26
Tracking error	2,51
Information Ratio	-0,23
Jensen Alpha	0,00

Sharpe Ratio (benchmark)	0,74
Standardafvigelse (benchmark)	19,74

Måleperiode: Jun. 2002 til jun. 2007

Afkastet for første halvår 2007 blev 12,29 pct., mens benchmark steg 15,00 pct. Afdelingens afkast var således ikke tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark, men lidt bedre end vores moderat positive forventninger.

Bortset fra to mindre korrektioner var tendensen på de nordiske aktiemarkeder positiv i første halvår. Selskabernes regnskaber var væsentligt bedre end forventet, hvilket førte til opjusteringer af forventningerne til indtjeningen, og også den økonomiske udvikling overraskede positivt. De nordiske markeder klarede sig også i dette halvår bedre end resten af Europa, som steg knap 10 pct.

Afdelingens afkast var 2,71 procentpoint lavere end stigningen i benchmark. Der var betydelige negative bidrag fra investeringerne i bankerne DnB NOR og Svenska Handelsbanken, der faldt 6-7 pct. Til gengæld drog vi fordel af en overvægt i energi- og råvarerelaterede aktier, hvor de to producenter af udstyr til mineindustrien, finske Outotec og Metso, steg henholdsvis 82 og 19 pct.

Vi vurderer, at der stadig er potentiale for kursstigninger på de nordiske aktiemarkeder til trods for den positive udvikling i 1. halvår. Der er udsigt til en fortsat pæn økonomisk vækst og fremgang i selskabsindtjeningen. Men de nordiske lande er længere fremme i konjunkturudviklingen end resten af Europa, hvilket skaber risiko for en vis overop-

hedning af økonomien med stigende inflation til følge. Det kan skabe fornyet usikkerhed på aktiemarkederne i Norden.

Afdelingens strategi er uændret. Vi fokuserer ved aktievalget i høj grad på selskabernes evne til at skabe og løbende forbedre deres cash flow. Derfor er de meget cykliske papirselskaber undervægtet, hvori- mod vi har overvægte i de traditionelle industriselskaber. Herudover er strategien i høj grad baseret på holdningen til det enkelte selskab frem for udsigterne på sektorplan.

Det er 100 kr blevet til

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
126	204	163	103	

## NORDISKE AKTIER

### Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>1.1.-30.06.07</b>	<b>1.1.-30.06.06</b>
Renter og udbytter	11.307	9.023
Kursgevinster og tab	22.359	14.322
Administrationsomkostninger	-1.792	-1.847
Resultat før skat	31.874	21.498
Rente- og udbytteskat	-1.031	-1.152
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>30.843</b>	<b>20.346</b>
<b>Balance</b>		
<b>Aktiver</b>	<b>31.12.07</b>	<b>31.12.06</b>
Likvide midler 1)	6.101	1.400
Kapitalandele 1)	261.488	279.257
Mellemværende vedr. handelsafvikling	521	0
Andre aktiver	40	0
<b>Aktiver i alt</b>	<b>268.150</b>	<b>280.657</b>
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue 2)	268.107	280.654
Anden gæld	43	3
<b>Passiver i alt</b>	<b>268.150</b>	<b>280.657</b>
<b>Note 1: Finansielle instrumenter i 1.000 kr.</b>	<b>30.06.07</b>	<b>31.12.06</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	261.373	279.142
Øvrige finansielle instrumenter	6.216	1.515
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>267.589</b>	<b>280.657</b>
<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	<b>1.1.-30.06.07</b>	
Medlemmernes formue primo	280.654	
Udlodning fra sidste år	-3.299	
Indløsninger i perioden	-40.156	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	65	
Periodens resultat	30.843	
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>268.107</b>	
<b>Nøgletal for halvåret</b>	<b>1. halvår 2007</b>	<b>1. halvår 2006</b>
Medlemmernes formue (t.kr.)	268.107	260.235
Cirkulerende kapital (t.kr.)	126.540	159.140
Indre værdi	211,88	163,53
Afkast (pct.) *)	12,29	8,04
Benchmarkafkast (pct.) *)	15,00	5,22
Omkostningspct. *)	0,66	0,65

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

## USA MID CAP AKTIER

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

### Afdelingens profil

Børsnoteret

Udbyttebetalende

Introduceret: Februar 2006

Risikoklasse: Middel

Benchmark: Russel Mid Cap Index inklusiv udbytter

Fondskode: DK0060014835

Porteføljerådgiver: Chicago Equity partners og Wellington Asset Management

### Branchefordeling



Finans, 17,5%
Forbrugsgoder, 16,4%
IT, 13,8%
Industri, 11,9%
Sundhedspleje, 9,0%
Øvrige inkl. likvide, 31,4%

Afkastet i første halvår 2007 var 5,33 pct., mens benchmark steg 7,13 pct. Afdelingens afkast var dermed mindre tilfredsstillende i forhold til udviklingen i benchmark og lidt lavere end vores moderat positive forventninger som følge af et fald i dollarkursen på 3 pct.

Det amerikanske mid cap aktiemarked steg målt med Russell Mid Cap-indekset 10 pct. i lokal valuta, mens Morgans USA-indeks, der også indeholder de største selskaber på aktiemarkedet, steg 7 pct. Selskabsindtjeningen overraskede positivt i både 4. kvartal 2006 og 1. kvartal 2007, men markedet faldt lidt tilbage i juni, da der opstod tvivl om den amerikanske centralbanks pengepolitik.

Afdelingens afkast var 1,80 procentpoint lavere end stigningen i benchmark. Det skyldtes primært, at markedets fokus i høj grad var på selskaber, der nyder godt af en stærkere økonomi i USA. Derimod lægger de kvantitative kriterier, som anvendes af Wellington og Chicago Equity Partners, mere vægt på selskabernes kvalitet og langsigtede indtjenings-evne. På selskabsplan var der et relativt stort negativt bidrag til afkastet fra finansieringsselskabet First Marblehead, der formidler studielån og faldt 31 pct.

Vores forventninger til det amerikanske aktiemarked i resten af 2007 er moderat positive. Der er udsigt til en lidt højere økonomisk vækst i 2. halvår, hvilket vil gøre det muligt at opretholde den nuværende vækst i selskabsindtjeningen. Vi forventer, at mid

cap-aktierne i 2. halvår vil klare sig på linje med de større aktier som følge af en fortsat interesse fra investorerne.

De to amerikanske porteføljerådgivere, Wellington og Chicago Equity Partners, rangordner selskaberne i deres investeringsunivers ud fra en lang række fundamentale kriterier som f.eks. udviklingen i indtjeningsvæksten og analytikernes forventninger til denne, prisfastsættelsen og kvalitet. Det danner basis for en primært kvantitativt baseret aktieudvælgelse.



## USA MID CAP AKTIER

### Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>1.1.-30.06.07</b>	<b>6.2.-30.06.06</b>
Renter og udbytter	15.785	12.026
Kursgevinster og tab	118.727	-131.529
Administrationsomkostninger	-15.564	-8.868
Resultat før skat	118.948	-128.371
Rente- og udbytteskat	-2.059	-1.648
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>116.889</b>	<b>-130.019</b>
<b>Balance</b>		
<b>Aktiver</b>	<b>31.12.07</b>	<b>31.12.06</b>
Likvide midler 1)	29.486	51.882
Kapitalandele 1)	2.192.705	2.374.183
Mellemværende vedr. handelsafvikling	5.276	2.603
Andre aktiver	2.030	2.790
<b>Aktiver i alt</b>	<b>2.229.497</b>	<b>2.431.458</b>
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue 2)	2.226.834	2.429.121
Anden gæld	2.663	2.337
<b>Passiver i alt</b>	<b>2.229.497</b>	<b>2.431.458</b>
<b>Note 1: Finansielle Instrumenter i 1.000 kr.</b>	<b>30.06.07</b>	<b>31.12.06</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	2.191.657	2.373.135
Øvrige finansielle instrumenter	30.534	52.930
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>2.222.191</b>	<b>2.426.065</b>
<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	<b>1.1.-30.06.07</b>	
Medlemmernes formue primo	2.429.121	
Emissioner i perioden	191.086	
Indløsninger i perioden	-510.726	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	464	
Periodens resultat	116.889	
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>2.226.834</b>	
<b>Nøgletal for halvåret</b>	<b>1. halvår 2007</b>	<b>1. halvår 2006</b>
Medlemmernes formue (t.kr.)	2.226.834	2.275.259
Cirkulerende kapital (t.kr.)	2.153.584	2.416.400
Indre værdi	103,40	94,16
Afkast (pct.) *)	5,33	-5,84
Benchmarkafkast (pct.) *)	7,13	-
Omkostningspct. *)	0,67	0,53

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

## ØSTEUROPA KONVERGENS

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

### Afdelingens profil

Børsnoteret  
Udbyttebetalende  
Introduceret: Juni 2004  
Risikoklasse: Høj  
Benchmark: Intet benchmark  
Fondskode: DK0016275464  
Porteføljerådgiver: Danske Capital

### Branchefordeling



Finans, 43,8%
Energi, 10,3%
Industri, 10,0%
Telekomm., 9,0%
Forsyning, 7,1%
Øvrige inkl. likvide, 19,8%

### Nøgletal

Sharpe Ratio	1,66
Standardafvigelse	18,87

Måleperiode: Jun. 2004 til jun. 2007

Afkastet i første halvår 2007 blev 26,77 pct. Afdelingens afkast var særdeles tilfredsstillende og mere end levede op til vores positive forventninger til aktiemarkederne.

Tendensen var positiv på de østeuropæiske aktiemarkeder gennem første halvår bortset fra to mindre korrektioner. Regnskaberne var bedre end forventet, hvilket medvirkede til, at de østeuropæiske markeder alle gav positive afkast. Særligt balkan-markederne klarede sig godt.

Det gode i afdelingen skyldtes primært et positivt bidrag fra aktieudvælgelsen. Et af de største positive bidrag til performance kom fra den serbiske bank ASK Banka, hvis to aktieklasser steg henholdsvis 94 og 151 pct. Der var også væsentlige positive bidrag fra det rumænske holdingselskab SIF Transilvania og det polske rengøringselskab Impel, som steg henholdsvis 115 og 66 pct.

Vores forventninger til de østeuropæiske aktiemarkeder i resten af 2007 er moderat positive. Vi venter en fortsat positiv udvikling i økonomierne og en fortsat stigning i selskabernes indtjening. Samtidig er de østeuropæiske aktiemarkeder stadig lidt billigere end de vesteuropæiske. Udviklingen vil på kort sigt blive domineret af, hvordan de globale markeder klarer sig, men på langt sigt er vi positive på de østeuropæiske markeder.

Fokus i strategien ligger på aktieudvælgelsen snarere end på lande- og sektorvægtene i det indikative

benchmark. Afdelingen har investeret i 13 forskellige østeuropæiske lande, men der indgår kun seks østeuropæiske lande i benchmark. Vores største overvægt på landeniveau er i Tyrkiet, Rumænien og Bulgarien, mens vi er undervægtet i Polen og Tjekkiet. De største investeringer er i Polen, Ungarn og Tjekkiet, der udgør godt halvdelen af aktiebeholdningen.

Det er 100 kr blevet til

1 år	3 år	5 år	7 år	10 år
123				

## ØSTEUROPA KONVERGENS

### Resultatopgørelse, Balance og Formueopgørelse i 1.000 kr.

<b>Resultatopgørelse</b>	<b>1.1.-30.06.07</b>	<b>1.1.-30.06.06</b>
Renter og udbytter	14.981	13.728
Kursgevinster og tab	143.338	-40.961
Administrationsomkostninger	-4.267	-4.051
Resultat før skat	154.052	-31.284
Rente- og udbytteskat	-2.050	-1.583
<b>Halvårets nettoresultat</b>	<b>152.002</b>	<b>-32.867</b>
<b>Balance</b>		
<b>Aktiver</b>	<b>31.12.07</b>	<b>31.12.06</b>
Likvide midler 1)	11.568	7.179
Kapitalandele 1)	630.095	643.603
Mellemværende vedr. handelsafvikling	382	0
Andre aktiver	8.014	2.261
<b>Aktiver i alt</b>	<b>650.059</b>	<b>653.043</b>
<b>Passiver</b>		
Medlemmernes formue 2)	649.899	653.030
Anden gæld	160	13
<b>Passiver i alt</b>	<b>650.059</b>	<b>653.043</b>
<b>Note 1: Finansielle Instrumenter i 1.000 kr.</b>	<b>30.06.07</b>	<b>31.12.06</b>
Børsnoterede finansielle instrumenter	629.831	643.338
Øvrige finansielle instrumenter	11.832	7.444
<b>I alt finansielle instrumenter</b>	<b>641.663</b>	<b>650.782</b>
<b>Note 2: Medlemmernes formue</b>	<b>1.1.-30.06.07</b>	
Medlemmernes formue primo	653.030	
Udlodning fra sidste år	-48.551	
Emissioner i perioden	31.601	
Indløsninger i perioden	-139.032	
Netto emissionstillæg og -indløsningsfradrag	849	
Periodens resultat	152.002	
<b>Medlemmernes formue ultimo</b>	<b>649.899</b>	
<b>Nøgletal for halvåret</b>	<b>1. halvår 2007</b>	<b>1. halvår 2006</b>
Medlemmernes formue (t.kr.)	649.899	535.889
Cirkulerende kapital (t.kr.)	258.263	322.579
Indre værdi	251,64	166,13
Afkast (pct.) *)	26,77	-4,65
Omkostningspct. *)	0,67	0,64

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

Investeringsforeningen  
Danske Invest Select  
Strødamvej 46  
2100 København Ø

Tlf. 33 33 71 71  
Fax 33 15 71 71  
[www.danskeinvest.dk](http://www.danskeinvest.dk)  
[di@danskeinvest.dk](mailto:di@danskeinvest.dk)

